



COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE

Bruxelles, 28.5.2002
COM(2002) 257 definitivo

**COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL CONSIGLIO E AL
PARLAMENTO EUROPEO**

**Compensazione e regolamento nell'Unione europea
Principali questioni politiche e sfide future**

COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL CONSIGLIO E AL PARLAMENTO EUROPEO

Compensazione e regolamento nell'Unione europea Principali questioni politiche e sfide future

La compensazione e il regolamento sono i processi con i quali le operazioni sul mercato mobiliare sono perfezionate e costituiscono quindi parte integrante del funzionamento del sistema finanziario. Nel contesto del completamento del mercato interno dei servizi finanziari, è essenziale disporre di sistemi efficienti (ossia con un buon rapporto costo/prestazioni, concorrenziali e sicuri) di compensazione e regolamento per l'insieme dell'UE. I sistemi di compensazione e regolamento esistenti all'interno dell'UE sono altamente efficienti per quanto riguarda il trattamento a livello nazionale delle operazioni sui valori mobiliari; tuttavia si tratta di sistemi su scala nazionale che non si combinano tra loro per offrire un trattamento efficiente delle operazioni transfrontaliere dopo la negoziazione. Senza sistemi efficienti di compensazione e regolamento su scala transfrontaliera non si potrà godere pienamente dei vantaggi di un mercato interno dei servizi finanziari.

Le inefficienze delle operazioni di regolamento e compensazione transfrontaliere nell'UE sono dovute in gran parte alla frammentazione che deriva dalle differenze nazionali in materia di requisiti tecnici/pratiche di mercato, formalità fiscali e leggi applicabili ai valori mobiliari. Inoltre, in mancanza di un approccio normativo comune in materia di attività di compensazione e regolamento, le preoccupazioni relative ai rischi operativi e prudenziali possono anche costituire un ostacolo allo sviluppo dell'attività transfrontaliera. L'istituzione di un quadro integrato per la compensazione ed il regolamento costituisce quindi una condizione preliminare essenziale per il trattamento efficiente dopo la negoziazione di tutte le operazioni su valori mobiliari all'interno dell'UE. A tal fine la Commissione ha individuato due obiettivi principali.

Il primo obiettivo è rimuovere gli ostacoli al perfezionamento delle singole operazioni transfrontaliere costituiti dalle differenze nazionali in materia di requisiti tecnici/pratiche di mercato, formalità fiscali e leggi applicabili ai valori mobiliari. La Commissione considera che l'eliminazione degli ostacoli costituiti da specifiche tecniche è un compito che spetta in primo luogo al settore privato. Tuttavia, le autorità nazionali e comunitarie possono favorire l'eliminazione di tali ostacoli incoraggiando l'armonizzazione attraverso lo sviluppo di standard. Per gli ostacoli rimanenti sarà necessario un intervento pubblico, per esempio per definire il quadro giuridico applicabile alle operazioni sui valori mobiliari e alla detenzione dei medesimi nell'UE.

Poiché, da sola, l'eliminazione degli ostacoli non darebbe necessariamente luogo ad un ambiente equo e concorrenziale, il secondo obiettivo è quello di eliminare le distorsioni della concorrenza o le differenze di trattamento di entità che esercitano attività simili di compensazione e regolamento. Un'infrastruttura di compensazione e regolamento pienamente integrata a livello UE presuppone che i diritti di accesso ai sistemi siano esaurienti, trasparenti, obiettivi e, soprattutto, effettivi. I partecipanti al mercato non dovrebbero essere condizionati nelle loro decisioni di investimento dal luogo in cui si trovano la controparte, i valori mobiliari o l'infrastruttura operativa. Dovrebbe esservi un accesso generalizzato (ossia da parte della totalità dei mercati, dei fornitori di infrastrutture e dei partecipanti al mercato) a

tutti i sistemi necessari. Un primo passo verso questo obiettivo è previsto nella proposta di revisione della direttiva sui servizi di investimento, la quale prevede la possibilità di scelta dei sistemi per l'attività successiva alla negoziazione. L'applicazione parallela della politica di concorrenza può servire a rafforzare tali misure.

Un regime UE di compensazione e regolamento integrato e competitivo deve rispondere a standard elevati in materia di integrità del mercato e di stabilità finanziaria. A tal fine, occorre definire una posizione comune in merito ad un opportuno quadro regolamentare e di vigilanza per i prestatori di servizi di compensazione e regolamento. È questa la motivazione dell'iniziativa complementare delle autorità di regolamentazione dei valori mobiliari e delle banche centrali per lo sviluppo di standard comuni. L'applicazione di questi standard dovrebbe in gran parte bastare ad alleviare le preoccupazioni delle autorità di regolamentazione in merito all'uso di sistemi di altri Stati membri. Tuttavia, standard comuni potrebbero rivelarsi insufficienti per offrire un quadro equo e stabile per l'uso transfrontaliero dei sistemi di compensazione e regolamento. Se così fosse, alcuni principi di massima (per esempio la definizione delle funzioni, l'autorizzazione dei prestatori di servizi e la disciplina della loro vigilanza permanente) potrebbero essere sanciti da un atto legislativo a livello UE. In questo contesto potrebbero essere adottate anche disposizioni relative ad un regime patrimoniale, alle regole in materia di insolvenza e/o alle tecniche di gestione del rischio per queste istituzioni.

La presente comunicazione non discute i meriti delle varie architetture o dei vari modelli possibili per la prestazione di servizi paneuropei di compensazione e regolamento. La scelta dell'architettura dovrebbe essere compiuta dal mercato, nel rispetto dei legittimi vincoli di interesse pubblico (per esempio, concorrenza adeguata, appropriata tutela degli investitori e minimizzazione del rischio sistemico). Tuttavia, è essenziale creare un ambiente nel quale le forze di mercato possono produrre l'architettura più appropriata per una infrastruttura di compensazione e regolamento efficiente nell'Unione europea.

La presente comunicazione costituisce il primo passo verso lo sviluppo di una politica in materia di compensazione e regolamento nell'UE. Si invitano tutti gli interessati ad inviare le loro osservazioni entro il 31 agosto 2002, indirizzandole a DG MARKT F2, Commissione europea, B-1049 Bruxelles - indirizzo e-mail markt-clearing-settlement@cec.eu.int

I INTRODUZIONE

Mercati finanziari efficienti e strutturalmente sani sono più competitivi e più attraenti per gli emittenti e gli investitori nel mondo¹. Per essere competitivo su scala mondiale il mercato finanziario UE deve essere dotato di spessore e liquidità, efficiente, sicuro, trasparente e con un buon rapporto costo/efficacia. La valutazione dell'attrattiva di un mercato sarà influenzata non solo dai costi diretti di utilizzo dei mercati e dei sistemi, ma anche dalle sue funzionalità e da considerazioni meno dirette, quali la possibilità di un impiego efficiente delle garanzie. Se i costi di utilizzazione dei sistemi europei di compensazione e regolamento sono troppo elevati, o se le infrastrutture non supportano le funzioni desiderate, allora i partecipanti al mercato potrebbero non investire in tali mercati o ricorrere ad altri metodi, potenzialmente più rischiosi, per perfezionare le operazioni transfrontaliere. Gli investitori hanno evidentemente bisogno di accedere ai mercati nei quali desiderano investire. Per esempio, devono essere in grado di acquistare e detenere i valori mobiliari emessi da imprese di qualsiasi Stato membro ad un costo ragionevole. I costi transfrontalieri eccessivi vanno eliminati ed i maggiori rischi, giuridici o di altra natura, derivanti dall'inefficienza della compensazione e del regolamento devono essere minimizzati, al fine di realizzare un mercato dei valori mobiliari autenticamente integrato nell'UE.

La natura dei problemi in questo settore è diventata più chiara di recente. Il tema della compensazione e del regolamento è stato toccato indirettamente nelle due consultazioni della Commissione in merito all'aggiornamento della direttiva sui servizi d'investimento (DSI). Il rapporto iniziale del gruppo Giovannini² descrive l'attuale panorama della compensazione e del regolamento in Europa³ e un altro rapporto, che esamina i possibili sviluppi dell'architettura di compensazione e regolamento, sarà pubblicato più tardi nell'anno. Il Gruppo dei Trenta (G30)⁴ sta attualmente preparando delle raccomandazioni su come minimizzare i rischi e massimizzare l'efficienza nel funzionamento di questi sistemi. Il Sistema europeo di banche centrali (SEBC) e il comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (CAEVM - sigla inglese: CESR) hanno varato un gruppo di lavoro congiunto per discutere questioni di comune interesse nel campo della compensazione e del regolamento⁵. In particolare, stanno considerando l'adozione di principi comuni per le entità di compensazione e regolamento in Europa, fondati sulle raccomandazioni⁶ CPSS-IOSCO⁷ e gli standard di gestione del rischio sviluppati dall'Associazione europea delle stanze di compensazione operanti quali controparte centrale (European Association of Central Counterparty Clearing Houses - EACH).

¹ Il Consiglio europeo di Lisbona ha sottolineato l'importanza di realizzare nell'Unione, entro il 2005, un mercato finanziario unico pienamente integrato e efficiente. Le conclusioni del Consiglio europeo di Stoccolma hanno anch'esse sottolineato il ruolo cruciale dei mercati finanziari per l'insieme dell'economia dell'Unione.

² Un gruppo di esperti che consiglia la Commissione sulle questioni relative al mercato dei capitali.

³ *Cross Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union* (novembre 2001) in *European Commission Economic Paper* No.163 (http://europa.eu.int/comm/economy_finance/giovannini/clearing_settlement_en.htm)

⁴ Un gruppo consultivo ad alto livello sugli affari economici e monetari internazionali.

⁵ La Commissione ha lo status di osservatore nel gruppo di lavoro.

⁶ *Recommendations for Securities Settlement Systems* [Raccomandazioni per i sistemi di regolamento dei valori mobiliari], relazione della Task Force CPSS-IOSCO per i sistemi di regolamento dei valori mobiliari, novembre 2001. Queste sono state accettate a livello mondiale dalle banche centrali e dalle autorità di regolamentazione dei valori mobiliari come standard minimi per i sistemi che partecipano al perfezionamento delle operazioni.

⁷ Comitato per i sistemi di pagamento e regolamento delle banche centrali del G10 e della International Organisation of Securities Commissions.

Utilizzando le informazioni rese disponibili attraverso questi diversi lavori, il presente documento di consultazione illustra la politica d'insieme della Commissione su questa materia e le possibili linee d'azione. Si attendono osservazioni da parte del Parlamento europeo e del Consiglio, delle autorità nazionali di regolamentazione e di vigilanza, delle altre organizzazioni e federazioni a livello europeo e nazionale, degli operatori di mercato, degli investitori istituzionali, dei fornitori di infrastrutture e di tutti gli altri interessati. Sono graditi commenti sia sull'impostazione politica generale, sia sulle problematiche specifiche evidenziate nel testo.

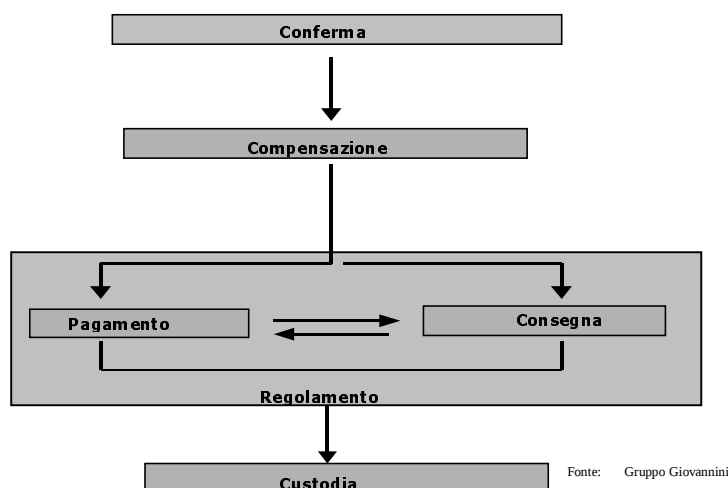
II COSA SONO COMPENSAZIONE E REGOLAMENTO E PERCHÉ SONO IMPORTANTI?

Le funzioni di compensazione e regolamento sono i processi mediante i quali le operazioni su valori mobiliari o derivati sono perfezionate - in modo che l'acquirente riceva lo strumento finanziario e il venditore riceva il pagamento corrispondente⁸. Familiarmente tali processi vengono spesso chiamati "le tubature dei mercati finanziari". Il processo comprende diversi elementi, non tutti necessariamente presenti in ciascuna operazione:

- *Conferma* dei termini dell'operazione;
- Calcolo delle obbligazioni a carico delle parti - il processo di *compensazione* in senso stretto, che può risultare in obbligazioni nette o lorde;
- Una *controparte centrale* può interporre tra le due parti dell'operazione, diventando la controparte di entrambe;
- *Consegna* dei valori mobiliari oggetto dell'operazione, accompagnata dal *pagamento* del corrispettivo, per realizzare il *regolamento*;
- La conservazione e la gestione dei valori mobiliari in *custodia*;
- La *registrazione*, se del caso, della proprietà dei valori mobiliari in un registro legale.

⁸ Per semplicità, nella presente comunicazione i termini "compensazione e regolamento" sono utilizzati genericamente per abbracciare tutta la gamma delle attività che il perfezionamento di un'operazione può comportare.

Compensazione e regolamento di un'operazione su valori mobiliari



Processi successivi alla negoziazione efficienti sono essenziali perché i partecipanti al mercato - emittenti, investitori e intermediari - possano operare efficacemente in un mercato finanziario UE integrato. Di conseguenza, occorre che le iniziative per il miglioramento dei sistemi di compensazione e regolamento paneuropei siano attuate in parallelo con la messa in atto del Piano d'azione per i servizi finanziari.

Inoltre i sistemi di controparte centrale, di compensazione e di regolamento sono importanti per la stabilità del sistema finanziario: i sistemi di regolamento dei valori mobiliari detengono le attività che sono utilizzate per garantire i pagamenti nei sistemi di pagamento che operano su grandi importi e come garanzia nelle operazioni di politica monetaria; le controparti centrali sono i punti in cui si concentra il rischio nei mercati che esse servono. Le pratiche di gestione del rischio e la vigilanza generale su questi sistemi sono importanti per assicurare che il sistema finanziario sia efficiente, liquido, ordinato e robusto.

III LA SITUAZIONE ATTUALE

L'interesse per un'attività finanziaria paneuropea è cresciuto

I partecipanti al mercato stanno chiedendo miglioramenti dell'efficienza e riduzioni dei costi del perfezionamento delle operazioni transfrontaliere. Essi esprimono esigenze di varia natura: le grandi banche e imprese di investimento, attive su più mercati, vogliono essere in grado di centralizzare i valori mobiliari che detengono in un unico sistema, per poter impiegare nel modo più efficiente le garanzie e minimizzare i costi. Gli investitori istituzionali vogliono vedere una riduzione dei costi di investimento in un portafoglio diversificato di azioni nell'insieme dell'UE. Gli emittenti vogliono poter accedere a mercati dotati di spessore e liquidità, sui quali poter raccogliere prontamente capitali. Gli investitori al dettaglio vogliono poter accedere alla più ampia gamma di titoli possibile ad un costo ragionevole e senza complessità aggiuntive. Per rispondere a queste esigenze, l'insieme dei sistemi di trattamento delle operazioni anteriori e posteriori alla negoziazione in tutta Europa devono formare una rete integrata efficace.

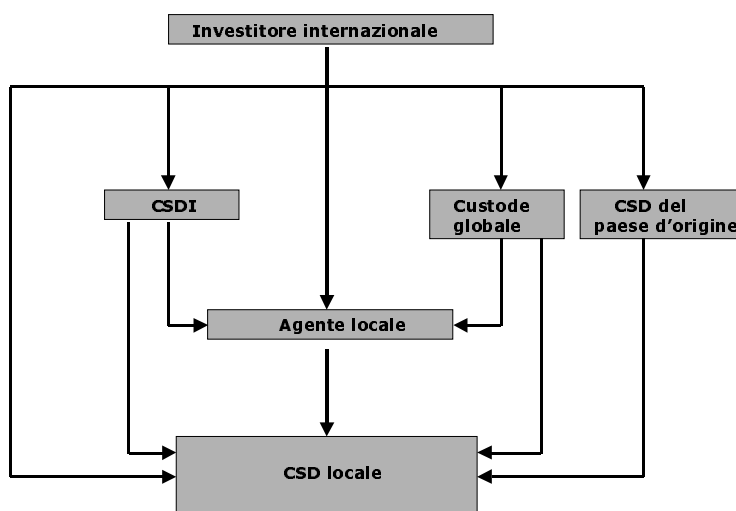
Tradizionalmente, sui mercati nazionali, tutte le operazioni di scambio di valori mobiliari venivano perfezionate utilizzando sistemi localizzati nello stesso paese in cui aveva sede la borsa nella quale aveva luogo la negoziazione. Una serie di fattori sta facendo sì che la

relazione da uno ad uno esistente in precedenza sta venendo meno. All'attività borsistica non si partecipano più soltanto operatori nazionali. I valori mobiliari sono oggi negoziati su più di una borsa o su altre piattaforme, non nazionali, cui aderiscono partecipanti di più paesi e che sono molto spesso legalmente costituite in paesi diversi da quelli in cui sono emessi i valori mobiliari negoziati. Di conseguenza, il modello tradizionale secondo il quale il luogo del regolamento è determinato dal luogo della negoziazione può non essere più applicabile per tutti i partecipanti al mercato.

Le attuali procedure per la compensazione ed il regolamento transfrontalieri nell'UE sono inefficienti

Le attuali procedure per il perfezionamento delle operazioni su valori mobiliari nell'UE sono generalmente efficienti al livello nazionale, ma sono troppo complesse e costose per un mercato finanziario unico in tutta l'Unione. A titolo di illustrazione, il diagramma riportato sotto mostra la molteplicità dei canali che sono utilizzati per accedere ai sistemi di regolamento di altri Stati membri.

Canali per il regolamento transfrontaliero



Gran parte della *complessità* può essere ascritta alla frammentazione: il grado di frammentazione, e quindi di rischio e di costo, varia secondo il tipo di valore mobiliare e di transazione e secondo le diverse giurisdizioni interessate. Esistono numerosi sistemi, con specifiche e caratteristiche diverse. Questo accresce la complessità della tecnologia, dei collegamenti, delle conoscenze e della formazione necessari per compiere operazioni transfrontaliere su valori mobiliari nell'UE. Occorre comprendere e adeguarsi a diverse regole di mercato e di funzionamento dei sistemi, a diversi requisiti di partecipazione e a diverse giurisdizioni per garantire la sicurezza e il carattere definitivo delle operazioni.

I *costi* dell'esecuzione di operazioni su valori mobiliari nell'UE sono difficili da quantificare. Essi variano a seconda del valore mobiliare interessato, del tipo di transazione, delle giurisdizioni e dei sistemi interessati. Studi recenti confermano che il costo del trattamento dopo la negoziazione di un'operazione transfrontaliera (intersistemi) su titoli nell'UE è pari a diverse volte il costo di un'operazione corrispondente all'interno di un mercato nazionale. Vengono talvolta fatti confronti con il costo del trattamento dopo la negoziazione negli Stati Uniti, in cui il mercato nazionale presenta anch'esso costi più bassi di quelli che comporta un'operazione transfrontaliera nell'UE. I costi più elevati dell'UE comprendono sia i costi

diretti costituiti dai corrispettivi per la partecipazione ai sistemi e l'esecuzione delle operazioni, sia altri costi, meno osservabili; entrambi questi tipi di costi possono essere attribuiti all'esistenza di ostacoli derivanti dalla frammentazione dell'infrastruttura dei mercati finanziari nell'UE. Il rapporto Giovannini contiene un elenco di tali ostacoli.

Attuale legislazione UE

Gli strumenti che costituiscono il quadro regolamentare dell'Unione europea per la compensazione e il regolamento non si combinano in modo da offrire un quadro esauriente che copra l'intera gamma delle attività e delle funzioni necessarie per il perfezionamento delle operazioni. Nel loro campo d'applicazione non rientrano neppure tutti i tipi di istituzioni che partecipano a tali attività. Di fatto, recentemente le istituzioni hanno iniziato a non limitarsi più ai loro ruoli tradizionali e chiaramente definiti, rendendo meno precisi i confini tra le attività eseguite dalle diverse entità. A sua volta questo fenomeno ha fatto invocare un "approccio funzionale" alla regolamentazione, nel quale il regime di ogni attività verrebbe disciplinato facendo riferimento ai rischi inerenti a tale attività, e non al tipo di istituzione che la svolge. Di conseguenza, le entità che esercitano le stesse funzioni o prestano gli stessi servizi avrebbero i medesimi diritti ed i medesimi obblighi. Gli strumenti legislativi UE vigenti sono la direttiva sul carattere definitivo dei regolamenti, le disposizioni in materia di coefficiente di solvibilità della direttiva di coordinamento della legislazione bancaria, la direttiva sull'adeguatezza patrimoniale e, in parte, la direttiva sui servizi d'investimento. Una descrizione più completa del quadro legislativo attuale si trova all'allegato I.

Rischi connessi alle attività di compensazione e regolamento

I rischi derivanti dai diversi tipi di attività posteriori alla negoziazione devono essere adeguatamente gestiti e monitorati. In un contesto transfrontaliero, hanno importanza critica non solo la capacità tecnica e la gestione dei rischi dei sistemi stessi, ma anche i collegamenti tecnici tra i sistemi e le loro reciproche relazioni giuridiche⁹. I rischi si riferiscono sia al pericolo che l'inadempienza di un singolo partecipante produca effetti a catena su altri membri, o sul sistema stesso, sia al potenziale impatto di una inadempienza nel sistema sulla stabilità del sistema finanziario nel suo insieme. Gli interessi delle autorità pubbliche si estendono quindi ai problemi di stabilità macrofinanziaria, alle questioni di regolamentazione dei mercati e alla vigilanza prudenziale sia della controparte centrale e delle entità che svolgono funzioni di compensazione e regolamento, sia dei loro membri. In una rete pienamente integrata di servizi posteriori alla negoziazione su scala paneuropea, i rischi prudenziali ed operativi sarebbero altamente complessi e richiederebbero un'attenta gestione per salvaguardare l'integrità complessiva dell'infrastruttura di compensazione e regolamento e del sistema finanziario nel suo complesso.

⁹ L'allegato 4 delle raccomandazioni della Task Force comune CPSS-IOSCO contiene una descrizione dei modi in cui il regolamento delle operazioni transfrontaliere può dare origine a rischi particolari. I rischi di custodia e giuridici possono essere aggravati dalla partecipazioni di molteplici operatori e molteplici giurisdizioni; la natura del rischio insito in un determinato trasferimento muta anche quando il regolamento avviene fuori del CSD di emissione, o quando si ha un regolamento intersistemi.

IV OBIETTIVI UE

Per realizzare un quadro integrato a livello UE per le operazioni posteriori alla negoziazione, occorre conseguire due obiettivi principali. In primo luogo occorre eliminare gli ostacoli al perfezionamento delle singole operazioni transfrontaliere, accrescendo quindi l'efficienza della compensazione e del regolamento transfrontalieri nell'UE.

In secondo luogo, occorre eliminare le distorsioni ed i vincoli esistenti nel quadro di esecuzione delle operazioni posteriori alla negoziazione nell'UE, in modo che più operatori possano farsi concorrenza. Quelli che offrono le stesse funzioni dovrebbero essere soggetti a regole ed obblighi equivalenti ed avere diritti equivalenti. L'infrastruttura di negoziazione e quella per le operazioni successive non dovrebbero restringere o distorcere l'attività né dovrebbero esservi vincoli aggiuntivi alla prestazione di attività transfrontaliere (rispetto a quelle nazionali).

Gli obiettivi di cui sopra sono destinati a creare le condizioni per un processo di ristrutturazione delle entità che effettuano le attività successive alla negoziazione che sia guidato dal mercato. Alla base di questi obiettivi stanno una serie di principi fondamentali: l'estensione della scelta dei consumatori, la promozione della concorrenza, il mantenimento della stabilità finanziaria e la tutela degli investitori.

V COME RAGGIUNGERE GLI OBIETTIVI

Questi obiettivi possono essere realizzati con una combinazione di iniziative, che sono descritte sotto.

1 Rimuovere gli ostacoli al perfezionamento delle singole operazioni transfrontaliere

Il primo obiettivo comporta l'eliminazione degli ostacoli che impongono costi e rischi a coloro che effettuano operazioni transfrontaliere. Il rapporto Giovannini ha suddiviso tali ostacoli in ostacoli tecnici e derivanti dalle pratiche di mercato, ostacoli relativi alle formalità fiscali e ostacoli giuridici.

Ostacoli tecnici e derivanti dalle pratiche di mercato

Alcuni di questi ostacoli si riferiscono solo ai requisiti tecnici, altri alle pratiche di mercato. Il secondo gruppo è quello più complesso, in quanto le pratiche di mercato sono talvolta sancite dalla legge, altre volte dalle regole di borsa e altre ancora sono semplicemente convenzioni esistenti in un determinato Stato membro.

L'allegato II elenca gli ostacoli tecnici e derivanti dalle pratiche di mercato individuati nel rapporto Giovannini e presenta una serie di iniziative possibili per affrontare questo tipo di ostacoli. Gli aspetti tecnologici e relativi ai sistemi sono in primo luogo di competenza del settore privato. Spetta al mercato decidere quale combinazione di sistemi, tecnologie e/o collegamenti sarebbe più adatta alle sue esigenze. Iniziative quali l'implementazione di standard di comunicazione e armonizzazione dei sistemi contribuirebbero all'interoperabilità, ossia alla possibilità che i sistemi si colleghino, competano o si integrino tra loro.

L'interoperabilità comporta un processo in tre fasi:

- formulare definizioni delle varie funzioni che il perfezionamento delle operazioni comporta;
- definire metodi e processi comuni per ogni fase della catena delle operazioni - criteri di ammissione dei membri, periodi e scadenze di regolamento, procedure di compensazione e gestione del rischio;
- adottare canali di collegamento e standard armonizzati per i messaggi.

La capacità tecnica necessaria per realizzare l'interoperabilità dei sistemi esiste già, ma si sono registrati scarsi progressi in questa direzione nell'UE. Varie ragioni concorrono a spiegare questo fatto. In primo luogo, il persistere dell'incertezza sul risultato finale del processo d'integrazione rende riluttanti ad investire nel cambiamento. In secondo luogo, molti citano il persistere di ostacoli fiscali e giuridici come fattore frenante. Tuttavia, la mancanza di progressi può anche essere attribuita all'esistenza di incentivi perversi che influenzano proprietari, gestori e utenti delle infrastrutture. Tali incentivi sono dovuti o al fatto che le parti interessate traggono in qualche modo un beneficio dall'attuale situazione di frammentazione, o dal fatto che le parti che dovrebbero sopportare il costo degli sviluppi tecnici non sono quelle che trarrebbero il maggiore profitto dagli adeguamenti così realizzati.

La autorità a livello nazionale e dell'UE dovrebbero cercare di trovare il modo di ovviare a questa carenza del mercato e assumere iniziative complementari. Alcune vie possibili sono illustrate nell'allegato II. Per esempio, le autorità nazionali possono eliminare le restrizioni che hanno radici nella loro legislazione e semplificare le procedure per l'emissione e per le decisioni societarie. I lavori del gruppo di lavoro congiunto BCE/CAERVM per sviluppare principi e standard comuni contribuirà a ridurre le divergenze tra le pratiche di mercato.

Le restrizioni riguardanti il luogo del regolamento che si traducono nella necessità di accedere ad una molteplicità di sistemi sono state citate come il secondo ostacolo in ordine di importanza nelle risposte al questionario Giovannini. La Commissione ha inserito nelle sue proposte di revisione della direttiva sui servizi d'investimento¹⁰ una disposizione che permetterebbe ai partecipanti di scegliere il luogo del regolamento. Si istituirebbe così un diritto degli enti di decidere dove regolare le proprie operazioni e detenere i valori mobiliari sulla base delle proprie esigenze. Essi potrebbero quindi scegliere di centralizzare i titoli da essi detenuti in un unico sistema o in una combinazione di sistemi, effettuando la loro scelta sulla base del costo, dell'efficienza, dell'accesso ai finanziamenti, del livello del servizio o di altre considerazioni per loro importanti. Ciò ridurrebbe la complessità e consentirebbe una gestione più efficiente delle garanzie. La Commissione dovrebbe anche adoperarsi per assicurare che il quadro giuridico per le operazioni su valori mobiliari favorisca le attività transfrontaliere.

¹⁰ Una revisione della DSI è prevista per la fine del 2002. Un'ulteriore consultazione su questa proposta è stata avviata in marzo.

La combinazione di iniziative illustrata nell'allegato II costituisce l'approccio migliore per eliminare questa categoria di ostacoli? Quali iniziative dovrebbero essere prioritarie?

Ostacoli fiscali

Le differenze tra le procedure utilizzate nei mercati nazionali per la riscossione e il rimborso delle imposte hanno un'incidenza diretta sull'attività finanziaria transfrontaliera. Il rapporto Giovannini individua due ostacoli fiscali specifici che si riferiscono più direttamente alla compensazione e al regolamento. Entrambi riguardano la capacità delle istituzioni di prestare servizi fiscali a prescindere dal paese in cui hanno sede. Alcune autorità nazionali, ma non tutte, hanno già abolito le restrizioni sulle categorie di enti che sono autorizzati a prestare servizi nel loro paese.

Alcuni ostacoli fiscali pongono problemi più vasti e più fondamentali per il funzionamento dei mercati finanziari europei. La complessità e la varietà delle procedure per il trattamento, in particolare, delle ritenute alla fonte e delle imposte sui profitti in conto capitale si traducono in un aumento dei costi e nella necessità di ricorrere ai servizi di intermediari che conoscono le situazioni locali. La recente proposta della Commissione per una direttiva sulla tassazione del risparmio¹¹ è fondata sul principio dello scambio di informazioni tra gli Stati membri. La direttiva sulla tassazione del risparmio stabilirà requisiti minimi di identificazione, da parte dell'agente pagatore, dei beneficiari e della loro residenza. Ciò avrà probabilmente un effetto positivo sugli oneri amministrativi per gli enti interessati.

Più in generale, diverse categorie di operazioni, quali i prestiti garantiti, gli swap e le operazioni pronti contro termine, sono trattate in modo diverso ai fini fiscali secondo il paese. Queste incoerenze danno luogo ad ostacoli tecnici, ma non si riferiscono in realtà ai sistemi di compensazione e regolamento, salvo quando essi vengono utilizzati come strumenti per eseguire delle procedure.

Occorre che la Commissione compia ulteriori studi in questo campo, affinché le differenze tecniche delle procedure di trattamento delle imposte che interessano i mercati dei valori mobiliari non continuino ad ostacolare la capacità dei partecipanti ai mercati di mettere in atto le loro decisioni ottimali in materia di negoziazione e di investimento. I lavori sono iniziati: per esempio, in una comunicazione al Consiglio e al Parlamento europeo¹² la Commissione individua ostacoli fiscali specifici alle attività economiche transfrontaliere nel mercato interno e propone una serie di misure mirate per porvi rimedio. Tra le molte questioni trattate in questo documento figura la potenziale fonte di ostacoli e distorsioni esistente nelle convenzioni contro la doppia imposizione.

Ostacoli giuridici

La base giuridica per i sistemi di compensazione e regolamento, la partecipazione a detti sistemi, la detenzione e il trasferimento di valori mobiliari nell'ambito dei sistemi stessi deve essere solida e trasparente, sia nel normale corso delle operazioni, sia in caso di insolvenza o di inadempienza. Questo è particolarmente importante nell'UE, dove diventa sempre più probabile che i valori mobiliari, le controparti di un'operazione, la piattaforma di negoziazione e i sistemi utilizzati per il perfezionamento dell'operazione si trovino in

¹¹ Proposta di direttiva del Consiglio sulla tassazione dei redditi da risparmio sotto forma di interessi.

¹² Verso un mercato interno senza ostacoli relativi alle imposte sulle società, 23 ottobre 2001 ([COM \(2001\) 582](#)).

giurisdizioni diverse. Gli ostacoli individuati nel rapporto Giovannini derivano dall'applicazione delle regole sul conflitto di leggi, dalla diversità dei regimi giuridici che disciplinano i valori mobiliari e il loro trasferimento come pure il trattamento della compensazione bilaterale.

Conflitti di legge

Non esiste un regime giuridico unico che disciplini le operazioni su valori mobiliari all'interno dell'UE. Le operazioni transfrontaliere danno spesso luogo ad incertezze per quanto riguarda la legge applicabile ad operazioni che vengono compensate o regolate in giurisdizioni diverse. La legislazione vigente a livello UE è stata concepita in modo da migliorare la certezza del diritto per quanto riguarda la determinazione della legge applicabile da parte delle diverse giurisdizioni interessate.

La direttiva sul carattere definitivo del regolamento e la proposta di direttiva sui contratti di garanzia finanziaria contengono entrambe disposizioni che si discostano dal principio che la legge applicabile dovrebbe essere quella della giurisdizione nella quale un valore mobiliare (o un diritto su un valore mobiliare) è ubicato. Invece il valore mobiliare va trattato¹³ come se si trovasse nel luogo dove si trova il registro, conto o sistema nel quale è iscritto. Questo principio è noto come PRIMA (Place of the Relevant Intermediary Approach). Ma le norme della direttiva e della proposta di cui sopra si applicano solo in una serie limitata di circostanze: la direttiva sul carattere definitivo del regolamento si applica solo ai titoli dati in garanzia alle banche centrali e ai sistemi di pagamento e regolamento, la proposta di direttiva sui contratti di garanzia solo ai titoli dati in garanzia. Al principio PRIMA si ispira anche la proposta convenzione dell'Aia sui valori mobiliari detenuti indirettamente che dovrebbe essere messa a punto in via definitiva entro il 2002. La convenzione tratta della legge applicabile ai diritti di proprietà sui titoli detenuti presso un intermediario e uniformerebbe l'approccio utilizzato in tutte le giurisdizioni che aderiranno alla convenzione. La Commissione condivide i motivi che hanno indotto ad elaborare la convenzione e sta attualmente studiando la compatibilità del progetto di convenzione con la legislazione comunitaria. La convenzione metterebbe la legislazione in linea con la realtà del mercato in Europa, in cui il luogo in cui è ubicato il conto nel quale sono iscritti i titoli detenuti in forma scritturale è generalmente considerato come il luogo in cui sono ubicati i valori mobiliari in questione.

Diversità dei regimi giuridici che disciplinano i valori mobiliari ed il loro trasferimento

Date le sostanziali divergenze del trattamento giuridico dei valori mobiliari nell'UE¹⁴, si è suggerito che per una soluzione ottimale non sarebbe sufficiente assicurare la certezza per quanto riguarda la determinazione della legge applicabile, ma sarebbe necessario anche assicurare un trattamento giuridico uniforme dei valori mobiliari nell'insieme dell'Unione europea. Ciò implica l'istituzione di un regime giuridico speciale per i valori mobiliari - un "codice unico dei valori mobiliari". Ma elaborare un regime simile sarebbe tutt'altro che facile, specie per i titoli azionari, a causa delle numerose relazioni con le leggi degli Stati membri in materia di proprietà, di società, di successione e di insolvenza. La Commissione è perciò convinta che non si tratta di una soluzione sulla quale sia possibile raggiungere un accordo a breve termine.

¹³ Articolo 9, paragrafo 2 della direttiva sul carattere definitivo del regolamento e articolo 10 della proposta sui contratti di garanzia.

¹⁴ E la natura non delimitabile a priori del tipo di strumenti che possono essere considerati come valori mobiliari.

Sono necessarie ulteriori misure, al di là dell'adozione della convenzione dell'Aia, per consentire un'effettiva risoluzione dei conflitti di legge nell'UE?

L'adozione di queste misure sarebbe sufficiente per risolvere le principali incertezze giuridiche che pesano sulle operazioni sui valori mobiliari nell'UE?

Se la risposta è negativa, è necessario o auspicabile un "codice dei valori mobiliari" che istituisca un trattamento giuridico uniforme dei titoli in tutta l'UE?

2 Eliminare le distorsioni ed i vincoli nel quadro di esecuzione delle operazioni posteriori alla negoziazione nell'UE

Anche il secondo obiettivo è essenziale per l'instaurazione di un ambiente favorevole ad una maggiore attività transfrontaliera. Tale attività dovrebbe essere libera da vincoli, senza compromettere l'integrità del mercato o la stabilità finanziaria. Ciò richiede l'eliminazione delle distorsioni o delle differenze di trattamento delle stesse attività. In più, tutti i mercati, i fornitori di infrastrutture e i partecipanti ai mercati dovrebbero essere in grado di accedere a tutti i sistemi necessari, a prescindere dalla loro ubicazione. La piena integrazione dei mercati richiede che i diritti di accesso ai sistemi siano esaurienti, trasparenti e non discriminatori e, soprattutto, effettivi. L'applicazione parallela della politica di concorrenza può servire a rafforzare tali misure.

Parità di trattamento delle istituzioni che intervengono nella compensazione e nel regolamento

L'attuale regime regolamentare UE rispecchia un approccio tradizionale, di tipo istituzionale, alla regolamentazione e si traduce in un trattamento non uniforme dell'attività di compensazione e regolamento. A parte le disposizioni della direttiva sul carattere definitivo del regolamento, rientrano nel campo d'applicazione della legislazione comunitaria solo le entità di compensazione e regolamento che sono autorizzate in qualità di banche o di imprese di investimento. Per permettere la concorrenza tra entità che prestano gli stessi servizi in tutta Europa, è importante instaurare la parità di trattamento.

Uno dei problemi che si è posto nel quadro del processo di revisione della direttiva sui servizi di investimento è il trattamento dei depositari autorizzati in qualità di banche e dei depositari centrali di valori mobiliari (CSD) non autorizzati ad esercitare l'attività bancaria. La custodia è, secondo la DSI, un servizio ausiliario, cosicché le imprese di investimento (e le banche) in possesso del passaporto per la prestazione dei servizi essenziali possono prestare anche servizi di custodia su base transfrontaliera. Il concetto di servizi di custodia è stato interpretato in modo largo, tanto da includere il regolamento dei valori mobiliari iscritti in conti diversi presso il depositario. Questo equivale quindi alla concessione, ai depositari in possesso di un'autorizzazione ad esercitare l'attività bancaria o quella di impresa di investimento, di un passaporto che consente loro di prestare servizi di regolamento nell'insieme dell'UE. I CSD che non sono né banche né imprese di investimento non godono di alcun diritto corrispondente. Tuttavia, a mano a mano che i depositari estendono l'ambito delle loro attività, il confine tra i servizi prestati dai depositari e quelli dei sistemi di regolamento sta diventando meno chiaro, tanto che i membri dei sistemi potrebbero essere visti come concorrenti dei sistemi stessi per taluni servizi, per esempio il servizio dei titoli. La consultazione sulla DSI ha evidenziato questo squilibrio regolamentare ed ha dato luogo ad

inviti ad instaurare un chiaro quadro giuridico applicabile alle attività di compensazione e regolamento¹⁵.

Un altro settore nel quale il trattamento delle banche e delle imprese di investimento differisce da quello dei depositari e dei fornitori di infrastrutture che non sono banche è quello dell'adeguatezza patrimoniale. Attualmente, due enti che svolgono la stessa attività possono essere soggetti a regolamentazioni diverse ed avere quindi obblighi e i diritti diversi a livello nazionale o nel insieme dell'UE. Per realizzare la parità di condizioni, occorrerebbe che le stesse attività siano trattate allo stesso modo. Tuttavia, a livello dell'UE non esistono definizioni comuni delle attività successive alla negoziazione che possano servire per determinare i requisiti in materia di fondi propri o il trattamento prudenziale delle esposizioni nei confronti di determinate entità. Il documento del 1996 del comitato di Basilea che tratta della compensazione multilaterale nel quadro dell'accordo sui requisiti patrimoniali offre alcuni "standard minimi" per le stanze di compensazione. Tuttavia, nella legislazione comunitaria non esistono standard equivalenti che traducano una posizione comune sulla precisa natura delle attività svolte e dei rischi attinenti.

L'instaurazione della parità di trattamento richiede lo sviluppo a livello UE di definizioni funzionali comuni delle attività di compensazione e regolamento?

Quali attività posteriori alla negoziazione dovrebbero rientrare in tali definizioni?

La direttiva sul carattere definitivo del regolamento protegge i trasferimenti di titoli dati in garanzia nel quadro del funzionamento di un sistema, il che include i trasferimenti alle controparti centrali o alle stanze di compensazione. Tuttavia, viene fatto talvolta presente che l'attuazione della direttiva non si è tradotta nell'auspicato trattamento uniforme in tutta Europa della definizione di carattere definitivo né dell'intera gamma di rischi connessi al funzionamento dei sistemi o alla partecipazione ai medesimi. La Commissione dovrà presentare una relazione sull'applicazione di tale direttiva al Parlamento europeo e al Consiglio. A tal fine è stato avviato uno studio i cui risultati saranno disponibili nel 2003.

Diritti di accesso ai processi di compensazione e regolamento e diritto di scelta dei medesimi

Legislazione vigente

La direttiva sui servizi di investimento consente attualmente ai membri a distanza dei mercati regolamentati di avere accesso ai sistemi di compensazione e regolamento dei mercati medesimi. Le stanze di compensazione e i sistemi di regolamento che funzionano come controparti centrali possono quindi ammettere, e lo fanno effettivamente, membri aventi sede in altri Stati membri. I criteri di ammissione dei membri costituiscono la prima linea di gestione del rischio per un sistema, e quindi gli enti che desiderano divenire membri diretti devono essere tecnicamente, finanziariamente e giuridicamente in grado di adempiere ai loro obblighi. Tuttavia, i criteri di ammissione applicati dal sistema devono essere ragionevoli, obiettivi e trasparenti e devono essere applicati in modo uniforme. Più specificamente, non

¹⁵ Molti di coloro che hanno risposto al questionario del gruppo Giovannini e alla consultazione sulla DSI hanno sostenuto che sono necessari principi UE comuni per l'autorizzazione, la vigilanza e l'adeguatezza patrimoniale delle stanze di compensazione. I principi comuni vengono considerati come una garanzia della parità di trattamento delle stanze di compensazione e come un fattore di minimizzazione del rischio di arbitraggio regolamentare tra i partecipanti al mercato.

dovrebbe esservi alcuna discriminazione, anche per quanto riguarda le funzionalità offerte, sulla base del tipo o dell'ubicazione dell'entità che chiede di essere ammessa come membro.

Orientamenti per la revisione della DSI

Le proposte relative alla compensazione e al regolamento contenute nella consultazione del marzo 2002 sulla revisione della direttiva sui servizi di investimento offrirebbero sia ai mercati che alle imprese di investimento delle possibilità di scelta per quanto riguarda il percorso da seguire per la compensazione o il regolamento delle operazioni. I partecipanti al mercato potrebbero ricorrere ai servizi di compensazione di una controparte centrale ubicata in un altro Stato membro per le operazioni fuori mercato e avrebbero il diritto di scegliere il luogo di regolamento delle loro operazioni, purché siano operativi i collegamenti necessari per consentire l'uso del sistema da loro scelto. I mercati regolamentati potrebbero avere il diritto di ricorrere ai servizi di controparti centrali aventi sede in un altro Stato membro per l'insieme o per una parte delle operazioni, previa approvazione dell'autorità competente per la vigilanza del mercato.

Limiti delle proposte attuali

Né l'attuale DSI, né le proposte di revisione della medesima prevedono diritti di accesso e di scelta veramente completi. Esse eliminano alcune restrizioni imposte ai partecipanti per quanto riguarda il luogo del regolamento, ma non instaurano un corrispondente diritto delle controparti centrali e dei depositari centrali di titoli di diventare membri di altri sistemi di compensazione e regolamento. La legislazione comunitaria potrebbe essere utilizzata per instaurare diritti di accesso e scelta per e tra tutti i tipi di entità che intervengono nel processo di compensazione e regolamento. Si dovrebbe considerare se esistano argomenti sotto il profilo dell'efficienza o della gestione del rischio che giustificano il mantenimento di un instradamento "automatico" delle operazioni verso determinate controparti centrali.

La legislazione UE dovrebbe essere utilizzata per instaurare un ampio diritto di accesso e scelta nell'insieme e tra tutti i livelli della catena di negoziazione e regolamento?

Questi diritti di accesso e di scelta non si tradurranno in una maggiore integrazione o concorrenza se non potranno essere effettivamente esercitati. A parte le questioni tecniche, operative e giuridiche descritte sopra, bisogna pensare anche all'intervento delle autorità di regolamentazione nazionali, che avrebbero il diritto di opporsi adducendo effetti negativi per la fluidità di funzionamento del mercato. In mancanza di standard comuni per l'autorizzazione, la sorveglianza e la vigilanza di questi sistemi, le autorità nazionali potrebbero nutrire perplessità sull'uso di sistemi di altre giurisdizioni per il perfezionamento delle operazioni compiute nei loro mercati, o alle quali partecipano i loro enti ed investitori. Per evitare restrizioni arbitrarie del diritto di accesso e di scelta, sono necessari criteri obiettivi comuni per la valutazione da parte delle autorità di regolamentazione dei rischi posti dai diversi sistemi e collegamenti.

Quali fattori dovrebbero prendere in considerazione le autorità di regolamentazione dei mercati nel decidere se ammettere l'uso di un sistema di un altro Stato membro?

Sviluppo di criteri di regolamentazione comuni

Finora non è stata concordata alcuna regolamentazione comune per le controparti centrali, i sistemi di regolamento e i depositari nell'UE. Se si vuole sviluppare l'interconnettività e il consolidamento dei sistemi in Europa, è importante esaminare ora i problemi che si pongono

alle autorità pubbliche, affinché le differenze delle pratiche di regolamentazione nazionali non facciano da freno allo sviluppo del mercato.

Attualmente, la cooperazione e la comunicazione transfrontaliera tra le autorità competenti per un sistema o i suoi partecipanti viene organizzata direttamente tra le autorità interessate se e quando avvengono fusioni e vengono costituite imprese comuni. Con lo sviluppo delle fusioni e dei collegamenti transfrontalieri, diventerà sempre più oneroso per le autorità di regolamentazione assicurare una vigilanza effettiva di queste funzioni. Diventa sempre più importante fare chiarezza sul regime di vigilanza applicabile (stabilire cioè quale autorità, tra quelle che possono essere competenti per la compensazione e il regolamento transfrontalieri, è competente per la vigilanza di una determinata attività transfrontaliera).

I lavori in corso in sede di gruppo di lavoro congiunto BCE/CAERVM per sviluppare una posizione comune su un'ampia serie di aspetti relativi a tali sistemi può solo servire a migliorare la comprensione del panorama attuale e assicurare una maggiore convergenza su problemi di particolare rilevanza regolamentare in relazione ai diversi sistemi e alle diverse attività. Il gruppo ha anche avviato una consultazione e utilizzerà le risposte per elaborare un eventuale adattamento europeo delle raccomandazioni CPSS/IOSCO.

Tuttavia, è possibile che standard comuni, stabiliti dagli operatori stessi e/o per via regolamentare, non siano sufficienti per assicurare un quadro equo e stabile per l'uso transfrontaliero dei sistemi di compensazione e regolamento. Essi potrebbero lasciare un margine entro il quale l'esercizio dei diritti di accesso e di scelta continuerebbe ad essere limitato. In tal caso, alcuni principi di carattere generale potrebbero essere sanciti in un atto legislativo a livello comunitario. Questo potrebbe essere costituito da una direttiva quadro, che disciplini aspetti quali l'autorizzazione, la vigilanza, le tecniche di gestione del rischio, le norme applicabili in caso di insolvenza o i requisiti patrimoniali di tali enti.

È necessaria una legislazione quadro che disciplini queste funzioni al livello UE?

In caso affermativo, quali particolari aspetti dovrebbero rientrare nel campo d'applicazione di una simile legislazione?

Politica di concorrenza

Il principale impulso alla promozione della concorrenza tra le imprese che prestano servizi di compensazione e regolamento proverrà inizialmente dalle misure intese ad assicurare la libertà di accesso e l'interoperabilità delle reti. Tuttavia, è anche necessaria l'applicazione parallela delle regole di concorrenza.

Gli articoli 81, 82 e 86 del trattato (le regole di concorrenza dell'UE) si applicano alle imprese di tutti i settori economici, compreso quello dei servizi di compensazione e regolamento.

L'articolo 81 vieta gli accordi tra imprese che possano pregiudicare il commercio tra Stati membri e che abbiano per oggetto o per effetto di impedire, restringere o falsare il gioco della concorrenza. A meno che contengano alcune restrizioni gravi, quali la fissazione dei prezzi, la ripartizione dei mercati e la limitazione della produzione, gli accordi possono violare l'articolo 81 solo se sono conclusi tra imprese che hanno un potere di mercato sufficiente per provocare effetti negativi sul mercato. L'articolo 82 è una disposizione che impone particolari obblighi alle imprese che detengono una posizione dominante sul mercato. Le imprese efficienti si sviluppano con l'obiettivo di conquistare una solida posizione di mercato, fino al punto da raggiungere una posizione che può conferire un significativo potere di mercato.

Essere in posizione dominante non è in sé censurabile, se questa posizione è stata ottenuta grazie all'efficienza dell'impresa. Se però l'impresa sfrutta la sua posizione dominante per soffocare la concorrenza, si ha un comportamento anticoncorrenziale che può costituire un abuso ai sensi dell'articolo 82 del trattato.

L'articolo 86 conferisce alla Commissione la responsabilità di verificare che gli Stati membri (e le imprese interessate) rispettino le regole di concorrenza comunitarie quando concedono alle imprese diritti esclusivi o speciali.

I servizi della Commissione hanno intrapreso un'indagine d'ufficio approfondita nel settore della compensazione e del regolamento. Oggetto di questa indagine sono i partecipanti al mercato, comprese le banche, le piattaforme di negoziazione e i sistemi di compensazione e regolamento. Scopo dell'indagine è assicurarsi che le regole di concorrenza comunitarie vengano effettivamente rispettate in questo importante settore.

La Commissione ha già individuato una serie di possibili problemi di concorrenza nel settore della compensazione e del regolamento:

- in primo luogo, alcuni partecipanti al mercato hanno denunciato che alcuni sistemi di regolamento potrebbero praticare prezzi discriminatori ed applicare condizioni differenti ad operazioni equivalenti;
- in secondo luogo, potrebbero esistere tra borse e i sistemi di compensazione e regolamento accordi di esclusiva che limitano la concorrenza per i servizi di compensazione e regolamento;
- in terzo luogo, alcuni partecipanti al mercato hanno fatto presente il rischio che vengano praticati prezzi eccessivi per i servizi di compensazione e regolamento nei casi in cui i) il sistema di compensazione e/o regolamento è controllato da una piattaforma di negoziazione e ii) le negoziazioni effettuate su tale piattaforma devono essere compensate e/o regolate nell'ambito di tale sistema (il cosiddetto "silos verticale").

L'indagine d'ufficio accerterà se le preoccupazioni espresse siano giustificate e, in caso affermativo, se possono essere risolte applicando le regole di concorrenza comunitarie.

VI I PROSSIMI PASSI

La presente comunicazione esamina una serie di questioni strettamente legate fra loro e i lavori attualmente in corso in Europa in varie sedi su questo argomento. Essa illustra la posizione attuale della Commissione in materia ed invita gli interessati ad esprimere il loro parere su quali siano i prossimi passi da compiere.

Si invita a trasmettere entro il 31 agosto 2002 osservazioni sia sull'insieme del presente documento, sia sugli interrogativi specifici evidenziati nel testo. Per facilità di consultazione, questi vengono riprodotti sotto.

Grazie alle risposte alla presente consultazione, la Commissione si troverà in una posizione migliore per esaminare quali iniziative potrebbero essere appropriate in questo settore. Alcune di queste iniziative potrebbero consistere in ulteriori misure legislative per accrescere la certezza giuridica per le operazioni su valori mobiliari, o in una proposta di direttiva quadro che definisca le funzioni e le condizioni di attività degli enti che esercitano attività di compensazione e regolamento.

Al tempo stesso, una serie di altre iniziative darà corpo al dibattito:

- Il gruppo Giovannini pubblicherà il suo secondo rapporto, esprimendo il suo punto di vista su quali siano le priorità d'azione nel settore ed esaminando i possibili modelli per il futuro.
- Il G-30 pubblicherà le sue raccomandazioni per migliorare la situazione mondiale nel campo della compensazione e del regolamento.
- Il gruppo di lavoro congiunto BCE/CAERVM continuerà i suoi lavori sull'armonizzazione a livello di sorveglianza e vigilanza.

Tutti questi elementi, insieme alle risposte alla presente comunicazione, serviranno alla Commissione per decidere quali debbano essere i suoi prossimi passi. Verso la fine del 2002 la Commissione pubblicherà un documento che illustrerà i risultati del suo esame e del processo di consultazione e che indicherà le eventuali misure che intende prendere.

Interrogativi ai quali si chiede di dare una risposta specifica

La combinazione di iniziative illustrata nell'allegato II costituisce l'approccio migliore per eliminare questa categoria di ostacoli? Quali iniziative dovrebbero essere prioritarie?

Sono necessarie ulteriori misure, al di là dell'adozione della convenzione dell'Aia, per consentire un'effettiva risoluzione dei conflitti di legge nell'UE? L'adozione di queste misure sarebbe sufficiente per risolvere le principali incertezze giuridiche che pesano sulle operazioni sui valori mobiliari nell'UE?

Se la risposta è negativa, è necessario o auspicabile un "codice dei valori mobiliari" che istituisca un trattamento giuridico uniforme dei titoli in tutta l'UE?

L'instaurazione della parità di trattamento richiede lo sviluppo a livello UE di definizioni funzionali comuni delle attività di compensazione e regolamento? Quali attività posteriori alla negoziazione dovrebbero rientrare in tali definizioni?

La legislazione UE dovrebbe essere utilizzata per instaurare un ampio diritto di accesso e scelta nell'insieme e tra tutti i livelli della catena di negoziazione e regolamento?

Quali fattori dovrebbero prendere in considerazione le autorità di regolamentazione dei mercati nel decidere se ammettere l'uso di un sistema di un altro Stato membro?

È necessaria una legislazione quadro che disciplini queste funzioni al livello UE? In caso affermativo, quali particolari aspetti dovrebbero rientrare nel campo d'applicazione di una simile legislazione?

ALLEGATO I: STATO ATTUALE DELLA LEGISLAZIONE UE

Il quadro legislativo è principalmente costituito dalla direttiva sul carattere definitivo del regolamento, dalle disposizioni in materia di coefficiente di solvibilità della direttiva di coordinamento della legislazione bancaria, dalla direttiva sull'adeguatezza patrimoniale e, indirettamente, dalla direttiva sui servizi d'investimento.

Direttiva sul carattere definitivo del regolamento (98/26/CE). Scopo della direttiva è ridurre il rischio sistemico derivante dalla partecipazione ai sistemi di pagamento e di regolamento titoli e in particolare il rischio di insolvenza di un partecipante al sistema. Essa contiene perciò disposizioni che stabiliscono il carattere definitivo e la non revocabilità degli ordini di trasferimento e del netting dei pagamenti nonché norme sulla non retroattività delle procedure di insolvenza, sulla legge applicabile in caso di insolvenza ai diritti e agli obblighi di un partecipante ad un sistema di pagamento o di regolamento titoli e sull'isolamento dei diritti del detentore di una garanzia in titoli dagli effetti dell'insolvenza del datore, come pure sulla legge applicabile alla prestazione transfrontaliera di garanzie finanziarie.

Direttiva di coordinamento della legislazione bancaria - direttiva sull'adeguatezza patrimoniale (93/6/CEE, 98/31/CE, 98/33/CE). Due aspetti di queste direttive e delle loro future modifiche hanno rilievo per le entità che svolgono attività di compensazione e regolamento: il trattamento delle esposizioni nei confronti delle controparti centrali, dei sistemi di regolamento e dei depositari ed i requisiti patrimoniali delle entità stesse.

L'articolo 2, punto 9 della direttiva 93/6/CEE stabilisce che “*alle esposizioni nei confronti di stanze di compensazione e borse riconosciute, si applica la stessa ponderazione attribuita qualora la pertinente controparte sia un ente creditizio*”. Non esiste una definizione comunitaria comune di ‘stanza di compensazione riconosciuta’. La direttiva 98/33/CE conferisce alle autorità competenti degli Stati membri la facoltà (fino al 31 dicembre 2006) di esentare i contratti OTC dalla copertura del rischio di controparte se la stanza di compensazione agisce come controparte legale e tutti i partecipanti garantiscono integralmente su base giornaliera l'esposizione che presentano nei confronti della stanza di compensazione, fornendo una copertura dell'esposizione corrente e di quella potenziale futura. Non è chiaro se quest'ultima esenzione si estende agli enti di una giurisdizione diversa da quella in cui la controparte centrale ha ricevuto l'autorizzazione.

Per le entità che prestano servizi di controparte centrale non sono previsti requisiti patrimoniali specifici. Tuttavia alcune controparti centrali europee sono banche e rientrano quindi nel campo d'applicazione della legislazione bancaria. Le controparti centrali in Europa utilizzano una serie di modelli diversi per accertarsi di disporre di adeguate risorse, liquide e di elevata qualità, per coprire i rischi ai quali sono esposte.

Crediti diretti nei confronti di un sistema di regolamento tendono a sorgere solo se il sistema stesso opera come una banca. I crediti diretti vanno in tal caso trattati come un credito nei confronti di qualsiasi altra banca. Per quanto riguarda i requisiti patrimoniali per i sistemi stessi, solo i sistemi che sono banche o imprese d'investimento sono soggetti a requisiti patrimoniali. Tuttavia, come osservato sopra, i sistemi che non sono banche non hanno esposizioni nei confronti dei loro membri e non sono perciò soggetti al rischio di controparte.

Direttiva sui servizi d'investimento (93/22/CEE) La direttiva conferisce alle imprese d'investimento (e alle banche) autorizzate un diritto (passaporto) di accesso diretto o indiretto ai servizi di compensazione e regolamento offerti ai membri dei mercati regolamentati nell'intera UE.

La proposta di *direttiva relativa ai contratti di garanzia finanziaria*, COM(2001)168 def., [sulla quale il Consiglio ha raggiunto un accordo orientativo il 13 dicembre 2001,] tenta di risolvere i principali problemi relativi all'uso transfrontaliero dei contratti di garanzia finanziaria sui mercati finanziari all'ingrosso. La direttiva istituisce un regime comunitario semplice ed efficace per la conclusione di tali contratti in modo uniforme nell'intera UE. Esso offre così una limitata protezione dei contratti di garanzia da alcune disposizioni della legislazione in materia di insolvenza. Essa assicura la certezza giuridica per la prestazione transfrontaliera di garanzie costituite da titoli in forma scritturale estendendo i principi già applicati nel quadro della direttiva sul carattere definitivo del regolamento per la determinazione del luogo in cui sono siti i titoli. Infine, essa limita la possibilità di imporre formalità onerose per la conclusione dei contratti di garanzia finanziaria e l'escussione della garanzia. La limitazione degli oneri amministrativi promuoverà anche l'efficienza delle operazioni transfrontaliere delle banche centrali e dei sistemi di pagamento e di regolamento titoli che rientrano nel campo d'applicazione della direttiva sul carattere definitivo del regolamento, che non tratta tali materie.

**ALLEGATO II: POSSIBILI INIZIATIVE IN MATERIA DI PRATICHE DI
MERCATO E OSTACOLI TECNICI**

Ostacoli individuati nel rapporto Giovannini	Possibili iniziative del settore privato	Possibili misure delle autorità nazionali	Possibili azioni coordinate a livello UE
Differenze di standard e interfacce di comunicazione e informatiche	Adozione di standard a livello UE per le comunicazioni tra i sistemi e tra questi e i loro membri (ISO 15022)		Inclusione di standard di comunicazione nelle raccomandazioni UE. Fissazione di un termine per l'implementazione degli standard per l'attività dell'Eurosistema.
Restrizioni nazionali che costringono ad usare più sistemi		Misure intese ad abolire le restrizioni aventi radici nella legislazione nazionale Coordinamento/condivisione di informazioni con altri Stati membri per facilitare l'uso transfrontaliero	Promozione dei diritti di accesso e scelta attraverso la legislazione sul mercato interno - per es. DSI. Sviluppo di una posizione comune sulla vigilanza dei sistemi per facilitare l'uso transfrontaliero.
Differenze di regole e processi relativi alle decisioni sociali	Standardizzazione delle comunicazioni tra CSD (ISO 15022)	Misure per semplificare i processi (per es. requisiti di documentazione materiale).	
Assenza di carattere definitivo a livello infragiornaliero delle operazioni tra sistemi	Assicurare il carattere definitivo delle operazioni a livello infragiornaliero nei collegamenti tra sistemi		
Impedimenti all'accesso a distanza	Applicazione di criteri di accesso trasparenti e non discriminatori da parte dei sistemi. Offerta a tutti i membri degli stessi servizi indipendentemente dalla loro ubicazione.	Sopprimere le restrizioni giuridiche che impediscono l'esercizio dei diritti di accesso a distanza.	Facilitare l'accesso ai sistemi, per es. mediante la DSI Sviluppo di una posizione comune sui principi che reggono l'accesso ai sistemi
Differenze nazionali dei periodi di regolamento	Armonizzazione		Promozione dell'armonizzazione attraverso raccomandazioni e/o standard

Differenze nazionali degli orari operativi e dei termini di regolamento	Armonizzazione degli orari, armonizzazione e trasparenza dei termini.		Gli standard della BCE richiedono la conformità a TARGET. Standard UE Raccomandazioni per ampliare il campo d'applicazione?
Differenze delle pratiche di emissione	Sviluppo di collegamenti infragiornalieri, standardizzazione delle comunicazioni (ISO 6166)	Esaminare le pratiche di emissione e ridurre la complessità, per es. per l'attribuzione dell'ISIN.	Inclusione di standard di comunicazione in qualsiasi raccomandazione UE.
Restrizioni sull'ubicazione dei titoli		Misure per sopprimere le restrizioni derivanti da leggi che impongono come luogo per il regolamento il luogo di emissione o iscrizione nel registro dei titoli	Facilitare la scelta del luogo di regolamento mediante la DSI. Sviluppare un quadro giuridico che faciliti il trasferimento di valori mobiliari in tutta l'UE.
Restrizioni all'attività dei 'primary dealer' e dei 'market maker'.		Studiare se sono ancora necessarie restrizioni in un mercato integrato e sopprimerle.	Facilitare la scelta del luogo di regolamento mediante la DSI. Sviluppare un quadro giuridico che faciliti il trasferimento di valori mobiliari in tutta l'UE.