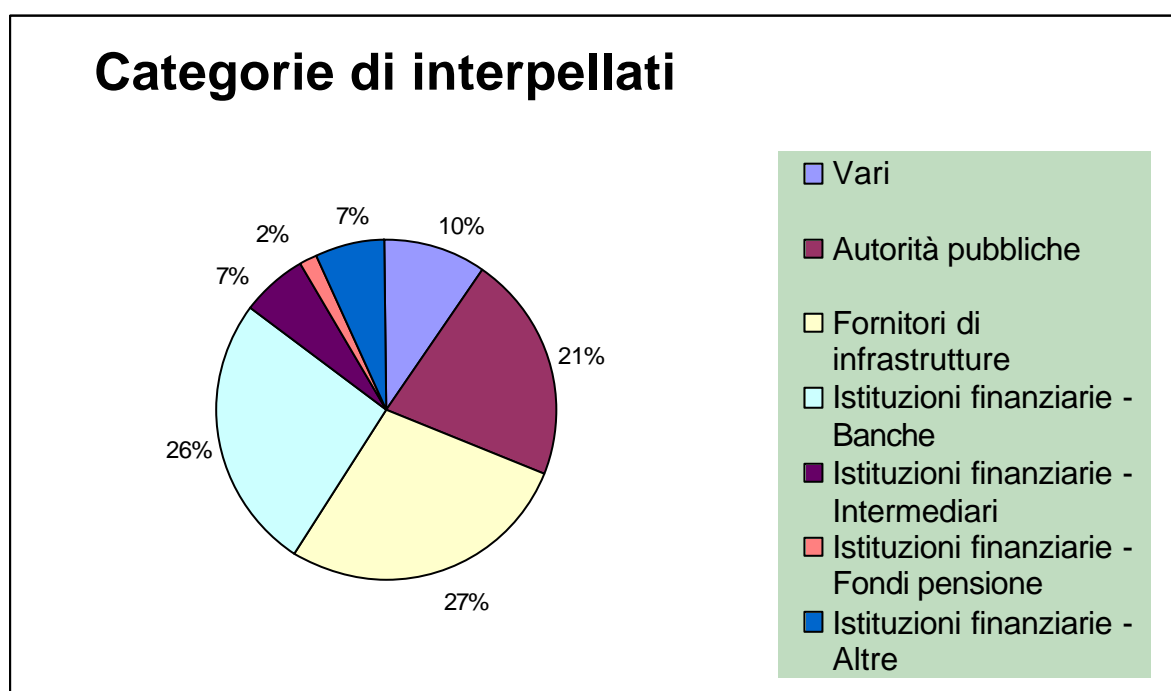


## Comunicazione della Commissione sulla compensazione e il regolamento – Riepilogo delle risposte

### 1 INTRODUZIONE

Il presente documento ricapitola le risposte ricevute dalla Commissione alla sua comunicazione del 28 maggio intitolata “Compensazione e regolamento nell’Unione europea – Principali questioni politiche e sfide future”. Questa consultazione mirava ad ottenere il parere delle parti interessate in una fase precoce dell’elaborazione della politica della Commissione in questo importante settore.

Sono state ricevute 61 risposte provenienti in tutto da 16 paesi, tra cui 14 Stati membri. hanno risposto 18 organismi rappresentativi, tra cui 7 associazioni di dimensioni comunitarie, tre delle quali rappresentano i fornitori di infrastrutture. Il maggior numero di risposte (41%) è venuto dalle istituzioni finanziarie o dai loro organismi rappresentativi, seguite dai fornitori di infrastrutture (borse, camere di compensazione, sistemi di regolamento). Sono state ricevute risposte dalle pubbliche autorità di 12 Stati membri.



Il riepilogo che segue cerca di riprodurre in modo equilibrato i diversi punti di vista espressi nelle risposte ricevute. Molte di queste contengono informazioni dettagliate e raccomandazioni che non è possibile riprodurre per intero nel presente documento. Tuttavia, queste informazioni e quelle raccolte dai servizi della Commissione nelle numerose discussioni avute con le parti interessate negli ultimi mesi confluiranno nel processo di elaborazione della politica della Commissione, che è in corso all’interno della DG Mercato interno.

La maggior parte delle risposte ricevute si esprime sugli interrogativi precisi posti nel testo; molte prendono posizione anche su questioni più ampie connesse con la materia, in alcuni casi sviluppando l'argomentazione della comunicazione. Quando una questione particolare è stata affrontata in un numero significativo di risposte, gli argomenti principali relativi a tale questione sono ripresi nel presente documento.

## **2 OSSERVAZIONI GENERALI**

Le parti consultate concordano con la valutazione della Commissione secondo la quale per instaurare un vero mercato interno dei servizi finanziari è indispensabile predisporre meccanismi di compensazione e regolamento efficaci in tutta l'UE. In molte delle risposte si esprimeva un sostegno esplicito ai due obiettivi politici indicati nella comunicazione: rimuovere gli ostacoli al perfezionamento delle singole operazioni transfrontaliere e creare condizioni di concorrenza uguali per tutte le entità che forniscono e utilizzano i servizi di compensazione e regolamento. La comunicazione è stata accolta infine come un passo avanti nella discussione sul modo migliore di assicurare un trattamento efficiente delle operazioni transfrontaliere dopo la negoziazione.

Ciò detto, le preoccupazioni delle varie parti consultate differiscono tra loro. Alcune considerano che la funzione principale delle autorità è di rimuovere gli ostacoli, mentre altre ribadiscono la necessità di armonizzare le norme che disciplinano queste attività per poter creare condizioni di concorrenza uguali per i fornitori di servizi e agevolare l'accesso dei partecipanti al mercato. Quest'ultimo gruppo considera le differenze esistenti tra le varie regolamentazioni nazionali come la fonte dei maggiori problemi odierni. Ciò non significa che tutto questo gruppo sia favorevole ad una legislazione: alcuni consigliano anzi alla Commissione di evitare una regolamentazione eccessiva e di studiare accuratamente le forme d'intervento più appropriate.

In generale si concorda nell'affermare che debba essere il mercato e non le autorità a determinare il modello di consolidamento di questi servizi. Sono stati tuttavia sottolineati l'importanza della stabilità finanziaria e il ruolo della concorrenza. Il mercato dovrebbe essere in grado di orientare le decisioni strutturali e commerciali, ma senza compromettere la stabilità del sistema o creare distorsioni della concorrenza. Per alcuni quest'ultima considerazione dovrebbe indurre le autorità a riflettere sull'opportunità di eseguire talune funzioni separatamente all'interno di un'entità distinta. Sono una minoranza quelli che sostengono la creazione di un sistema unico per tutta l'UE, che sostituisca i sistemi esistenti o funga da collegamento tra loro. All'interno di questa minoranza non vi è però accordo sulla questione se un tale organismo debba essere prodotto dal mercato o imposto dalle autorità.

Una parte degli interpellati sottolinea la necessità di non danneggiare l'efficienza delle strutture nazionali esistenti e di assicurare che non siano dimenticate le esigenze degli emittenti ed intermediari più piccoli e degli investitori meno sofisticati. Si è anche rilevato che non si dovrebbero adottare soluzioni per l'UE senza tener conto del più vasto mercato europeo e mondiale.

## **3 RIMUOVERE GLI OSTACOLI**

### 3.1 Ostacoli tecnici e derivanti dalle pratiche di mercato

*La combinazione di iniziative illustrata nell'allegato II costituisce l'approccio migliore per eliminare questa categoria di ostacoli ?*

L'elenco degli ostacoli stabilito dal gruppo Giovannini nella sua prima relazione è stato accolto positivamente e considerato in generale un riepilogo accurato della situazione attuale. Gli enti che hanno risposto alla comunicazione concordano con la Commissione nel ritenere che spetti al mercato risolvere gli aspetti tecnologici e sistemici. La Commissione dovrebbe concentrare i suoi sforzi sulla soppressione degli ostacoli giuridici, fiscali e normativi. Alcuni dichiarano esplicitamente di sostenere le misure proposte nell'allegato II della comunicazione, mentre altri le considerano necessarie, ma insufficienti per raggiungere l'obiettivo dichiarato. Una parte ritiene che eventuali iniziative del mercato per definire degli standard richiederebbe un coordinamento o un sostegno da parte delle autorità. È stata menzionata l'idea di un piano o di una strategia per l'eliminazione degli ostacoli, che avrebbe l'effetto di dare al mercato una maggiore certezza riguardo al futuro. Una piccola minoranza pensa che una soppressione ostacolo per ostacolo non rappresenti il metodo migliore; la Commissione dovrebbe piuttosto cercare di fissare un quadro di regole comuni.

*Quali iniziative dovrebbero essere prioritarie?*

Nella maggior parte delle risposte si indica come azione prioritaria che la Commissione dovrebbe intraprendere la soppressione delle restrizioni contenute nelle legislazioni nazionali, in particolare la soppressione degli ostacoli 2, 5 e 9 (per maggiori dettagli si veda oltre). Molti sostengono che i fornitori di sistemi e i partecipanti al mercato dovrebbero essere responsabili della standardizzazione delle funzioni tecniche e delle procedure operative, benché si ritenga in qualche caso che il coordinamento o anche l'assicurazione del rispetto di tali standard da parte delle autorità sarebbe benefico. Alcuni hanno indicato come campo d'azione privilegiato le decisioni sociali, ma si constata una certa divergenza sulla questione se l'intervento debba aver luogo al livello dei sistemi o delle autorità pubbliche o ad entrambi i livelli. Sugli ostacoli sono state formulate le seguenti osservazioni specifiche.

**Ostacolo 1: Differenze di standard e interfacce TI.** Questo ostacolo risulta essere il più importante che il settore privato si trova ad affrontare, specialmente per quanto riguarda la comunicazione tra sistemi. Nelle risposte si afferma chiaramente che dettagli quali gli standard di comunicazione non devono essere imposti per legge. Il mercato sta già facendo progressi a questo proposito grazie a progetti quali la norma ISO 15022. Altri lavori come quelli all'interno del G30 o del gruppo di lavoro SEBC/CAERVM esamineranno queste questioni. Alcuni ritengono comunque che una certa pressione da parte dei pubblici poteri sotto forma, ad esempio, di un termine di attuazione armonizzato potrebbe essere utile. Secondo un numero ristretto di risposte questi standard dovrebbero essere applicati solo alla componente transfrontaliera delle operazioni e concentrarsi sui collegamenti tra sistemi.

**Ostacolo 2: Restrizioni che costringono ad usare sistemi particolari.** Questo ostacolo è stato indicato come un problema chiaramente prioritario che la Commissione deve affrontare applicando il diritto della concorrenza e/o nuove legislazioni. In molte risposte questo ostacolo è visto in collegamento con l'ostacolo 9 relativo all'ubicazione

dei titoli e le opinioni divergono riguardo alle rispettive priorità da attribuire loro. Tra le restrizioni individuate vi sono: disposizioni che impongono un registro locale o una gestione locale del CSD; normative che prevedono la protezione delle attività nel CSD locale solo per le entità locali; disposizioni che impongono che le operazioni di borsa siano regolate in un sistema affiliato; obblighi per gli investitori di accedere direttamente ai sistemi locali o di utilizzare solo le banche locali per il regolamento e la gestione dei loro portafogli di titoli. Queste restrizioni sono considerate come obsolete.

**Ostacolo 3: Differenze di regole e processi relativi alle decisioni sociali.** Vi sono due scuole di pensiero in questa materia. Alcuni pensano che le iniziative del mercato intese ad armonizzare le regole e a migliorare gli standard di comunicazione potrebbero essere sufficienti e si dovrebbe lasciar loro il tempo di agire. Altri collegano le difficoltà incontrate alla diversità delle disposizioni giuridiche e invocano un'azione coordinata delle autorità nazionali per armonizzare i calendari, standardizzare i periodi con e senza dividendi e le date di registrazione e assicurare la neutralità fiscale agli investitori. È stato inoltre individuato il problema particolare della necessità di trovare un'intesa sul trattamento giuridico delle decisioni sociali adottate nel corso di un'operazione.

**Ostacolo 4: Carattere definitivo a livello infragiornaliero delle operazioni tra sistemi.** Tutti quelli che hanno menzionato questo ostacolo sono d'accordo nel ritenere la definitività infragiornaliera come essenziale per l'efficacia delle operazioni transfrontaliere; essi pensano anche che la sua assicurazione dipenda dalla possibilità, nei sistemi nazionali, di decidere un'operazione in vari momenti nella stessa giornata. Spetta agli stessi sistemi mettere in atto questo carattere definitivo, che, una volta ottenuto, ridurrà sensibilmente il rischio operativo nei sistemi connessi. In una delle risposte ricevute si sottolinea che le definizioni giuridiche del carattere definitivo differiscono da un paese all'altro, il che accresce la complessità del problema.

**Ostacolo 5: Impedimenti all'accesso a distanza.** Molti degli interpellati stimano che siano rimasti ormai pochi ostacoli all'accesso a distanza. Altri sono invece del parere contrario e sono molto ansiosi che la Commissione assicuri condizioni di accesso trasparenti e non discriminatorie per tutte le entità. Questa questione è affrontata più approfonditamente nella sezione "accesso e scelta" che segue.

**Ostacolo 6 & Ostacolo 7: Periodi di regolamento, orari operativi e termini di regolamento.** Gli interpellati stabiliscono un collegamento tra la fissazione di periodi di regolamento armonizzati e la necessità di rafforzare il coordinamento e la convergenza in materia di ore e giorni operativi e di scadenze di regolamento. Le divergenze su questi ultimi punti sono considerate un ostacolo al buon funzionamento dei collegamenti transfrontalieri, che richiedono almeno una fascia oraria di base comune sia per le operazioni in contanti che per le operazioni su titoli.

**Ostacolo 8: Differenze delle pratiche di emissione.** È stato sottolineato che questo ostacolo non è legato unicamente alla compensazione e al regolamento, bensì anche ai regimi fiscali e giuridici degli Stati membri. Ciononostante alcuni interpellati stabiliscono un collegamento tra questo ostacolo e il carattere definitivo a livello infragiornaliero nei sistemi di regolamento. La soppressione di questo ostacolo non è considerata una priorità assoluta e in alcune risposte si indica che vengono già realizzati progressi separatamente su ciascun mercato (azioni, obbligazioni, ECP ecc.) grazie ad iniziative private.

**Ostacolo 9: Restrizioni sull'ubicazione dei titoli.** Alcuni interpellati fanno notare che le azioni devono essere trattate conformemente al diritto societario nazionale, il che determina in alcuni casi restrizioni connesse alla registrazione. Per questo motivo sussiste un legame con la legislazione di base sui titoli. Benché per motivi di efficienza i partecipanti al mercato possano auspicare l'utilizzo del sistema locale, molti interpellati giudicano prioritaria la soppressione di questo ostacolo e chiedono l'abrogazione delle leggi che impongono restrizioni inutili agli emittitori e legano il luogo di emissione/registrazione a quello del regolamento.

**Ostacolo 10.** Un numero ristretto di interpellati sottolinea che le restrizioni all'attività dei "primary dealer" non riguardano solo la compensazione e il regolamento, bensì anche l'insieme dei mercati. Tuttavia, coloro che menzionano questo ostacolo, ne raccomandano anche l'eliminazione da parte delle autorità nazionali.

### 3.2 Ostacoli fiscali

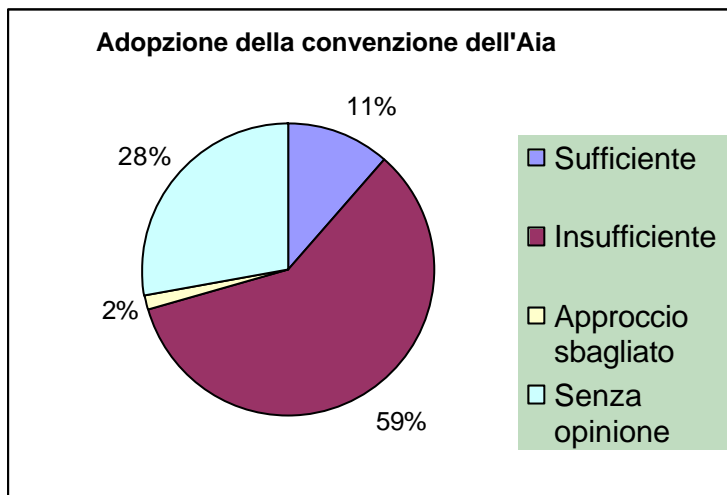
Molte risposte fanno eco all'affermazione fatta dalla Commissione nella comunicazione secondo la quale la disparità delle procedure fiscali nuoce fortemente all'attività transfrontaliera. Alcuni pensano che questo effetto persisterà fintantoché esisteranno nell'UE livelli d'imposizione e politiche fiscali diversi. Si riconosce però che l'armonizzazione fiscale non è una prospettiva realistica a breve termine. Invece gli interpellati chiedono vivamente l'armonizzazione delle procedure amministrative e l'istituzione di regole comuni per assicurare trasparenza e certezza giuridica per gli investitori. Queste regole dovrebbero contenere informazioni sulla cronologia e l'amministrazione delle procedure e assicurare in particolare che gli investitori nazionali e esteri siano trattati su un piano di parità. Si fa riferimento in proposito ai lavori dell'Associazione europea dei depositari centrali di valori immobiliari (ECSDA), intesi a prevenire la duplice imposizione tra i depositari centrali (CSD) e a consentire la deduzione alla fonte, presupponendo la definizione di flussi d'informazione standard tra gli investitori, i CSD e le autorità fiscali.

Tra gli altri temi affrontati in relazione alla fiscalità figurano la neutralità fiscale nell'introduzione di una controparte centrale di un determinato mercato e la necessità di una neutralità analoga tra le due forme principali di costituzione di garanzie: il pegno e il trasferimento del titolo di proprietà (contratti di pronti contro termine).

### 3.3 Ostacoli giuridici

L'incertezza giuridica è riconosciuta come un rischio importante che scoraggia l'acquisizione transfrontaliera di titoli. Quasi tutti gli interpellati auspicano la realizzazione di ulteriori progressi in questo campo. Vi sono però opinioni diverse riguardo alle questioni precise da affrontare e al modo di procedere.

*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?*



Quasi tutti i punti di vista espressi in merito alla convenzione dell'Aia vanno nella stessa direzione: accolgono positivamente la convenzione e ne sostengono l'obiettivo; molti la considerano una misura importante che eliminerà un gran numero d'incertezze relative ai valori mobiliari detenuti attraverso intermediari. La maggioranza degli interpellati ritiene però che la sua adozione non sarà sufficiente da sola a raggiungere gli obiettivi fissati nella comunicazione. Una siffatta norma di diritto privato può risolvere solo un aspetto del problema più ampio dei conflitti tra le legislazioni nazionali e dell'incertezza giuridica. Essa non affronta le funzioni specifiche di compensazione, regolamento, custodia o registrazione.

Poiché la convenzione dell'Aia non tratta questioni legislative di fondo, numerose risposte suggeriscono i settori nei quali un'armonizzazione o il rafforzamento della sicurezza giuridica sarebbero benefici per i mercati dei valori mobiliari. Alcuni raccomandano di migliorare la trasparenza dei regimi giuridici e fiscali nazionali, il che potrebbe contribuire tra l'altro a individuare i settori che hanno bisogno di un'armonizzazione più avanzata.

Una parte degli interpellati ha indicato la necessità di assicurare un recepimento e una applicazione omogenei della direttiva relativa al carattere definitivo del regolamento (DCDR) e della direttiva sulle garanzie finanziarie (DGF). Se a ciò si sommasse un'applicazione coerente della convenzione dell'Aia, gran parte dell'incertezza dovuta ai conflitti tra legislazioni verrebbe meno. Per quanto riguarda la DCDR, vari interpellati indicano la necessità di rendere il testo più chiaro, in particolare per i sistemi coinvolti in una fusione e per quelli che trattano con altri sistemi all'estero. Alcuni invocano un "rafforzamento" della DCDR, ma senza specificare sotto che aspetto particolare. La Commissione è inoltre invitata ad assicurare che le disposizioni di tale testo relative alle controparti centrali siano esplicitate e applicate in modo uniforme.

Al di là dell'adozione della convenzione dell'Aia, sono considerate degne di attenzione tre grandi questioni: definizione della proprietà e del suo trasferimento, diritti e tutela giuridica di tale proprietà e dematerializzazione.

**Proprietà dei titoli.** La proprietà di valori mobiliari assume principalmente due forme in Europa: la forma diretta o quella indiretta. Le risposte sottolineano la necessità di

approfondire l'analisi e di assicurare una maggiore armonizzazione dei diritti degli investitori nei due casi, nonché di offrire la scelta tra i due modelli a tutti gli investitori di tutti gli Stati membri. Inoltre, i sistemi giuridici europei differiscono per quanto riguarda la data di trasferimento della proprietà - data di negoziazione, data prevista per il regolamento o data effettiva di quest'ultimo. La questione è particolarmente importante per le azioni, poiché ha un'incidenza diretta sul trattamento delle decisioni sociali. In base alle risposte ricevute, un aumento della trasparenza sarebbe utile, ma un'armonizzazione sarebbe preferibile.

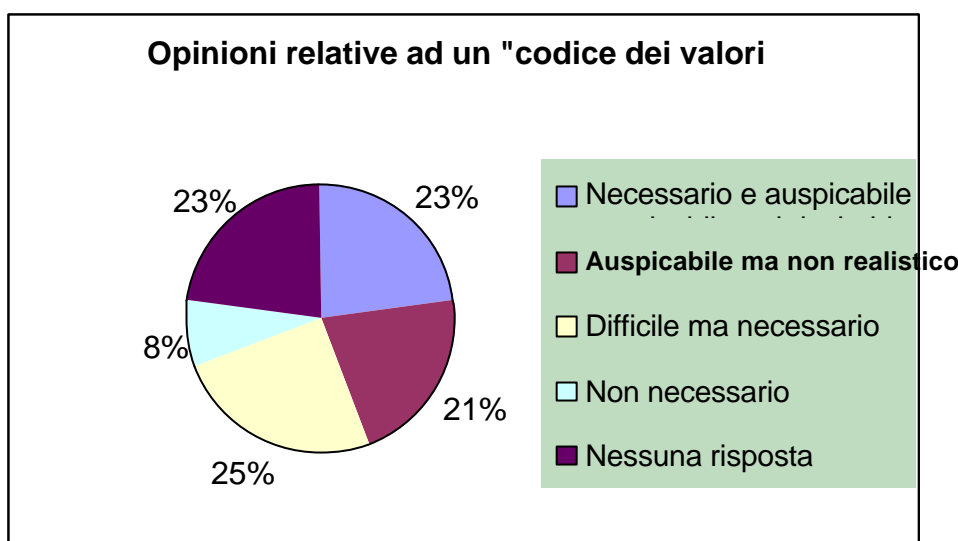
**Tutela giuridica delle attività.** Anche questo è indicato come un settore bisognoso di miglioramento. Gli investitori dovrebbero essere meglio informati dell'esistenza di qualsiasi credito o diritto di pegno sulle loro attività, nonché dei propri diritti nei confronti degli intermediari che detengono i loro valori mobiliari. Questi titoli dovrebbero essere protetti contro le eventuali azioni dei creditori intermedi.

**Dematerializzazione.** Un certo numero di risposte raccomanda un'accelerazione del passaggio alla dematerializzazione totale, che è vista come un mezzo per agevolare l'integrazione dei mercati dei valori mobiliari.

**Altre questioni.** Tra le altre questioni menzionate nelle risposte figurano l'esistenza di convenzioni di compensazione bilaterali in tutte le giurisdizioni e l'armonizzazione del diritto societario per quanto riguarda le decisioni sociali e gli eventi importanti per la società, per sviluppare l'azionariato estero.

**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?**

Molti considerano un'armonizzazione del diritto fondamentale dei valori mobiliari all'interno dell'UE come l'unico modo per risolvere tutti i potenziali conflitti tra legislazioni nell'UE. Gli sforzi verso una siffatta armonizzazione, quali l'eventuale attività di Unidroit, devono pertanto essere sostenuti.



Tuttavia, l'elaborazione di un codice dei valori mobiliari è visto da molti come un compito lungo e difficile e quasi la metà delle risposte la considera totalmente

irrealizzabile. Essa sembra comunque difficile da concepire e richiederebbe un accordo politico ad alto livello tra gli Stati membri a causa della sua incidenza sul diritto nazionale. Taluni raccomandano di approfondire l'analisi di queste questioni prima di prendere una decisione sulla necessità della riforma; altri considerano che l'entità del compito richieda un inizio immediato dei lavori di istituzione di un regime speciale per i valori mobiliari. Altri ancora sono del parere che la Commissione dovrebbe piuttosto concentrarsi sulle questioni prioritarie e avanzare gradualmente, nella consapevolezza che un progetto così ambizioso rischia di assorbire troppe risorse o persino servire da pretesto per rallentare i progressi negli altri campi. Alcuni interpellati richiamano l'attenzione sulla necessità di prendere in considerazione il caso dei valori mobiliari e delle istituzioni esterne all'UE.

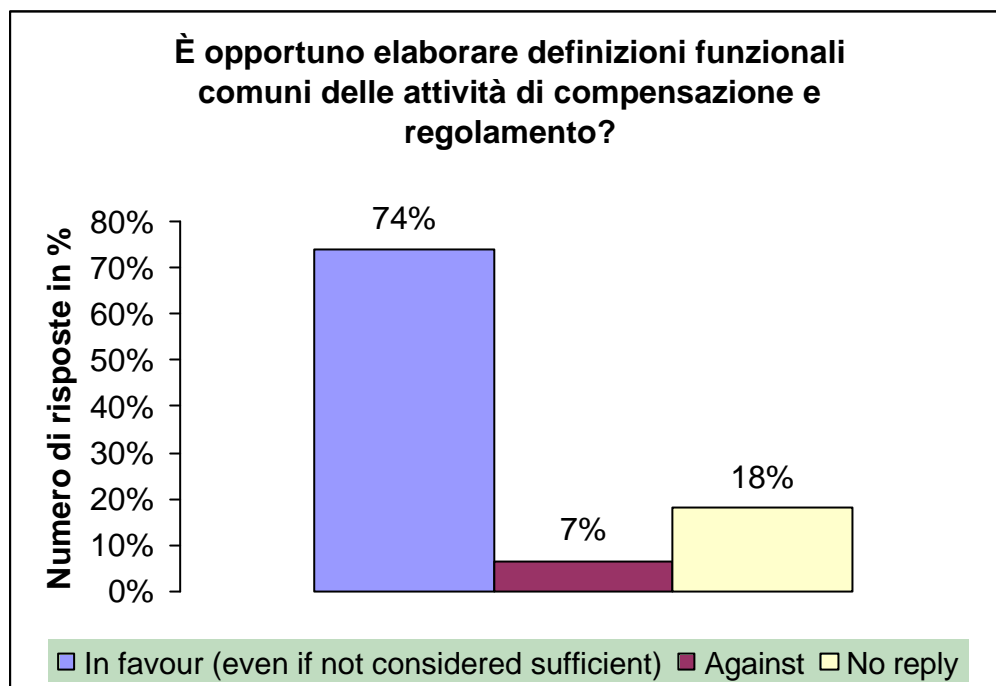
## **4 ELIMINARE LE DISTORSIONI E I VINCOLI**

### **4.1 Parità di trattamento**

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

Lo sviluppo di definizioni comunemente accettate per le varie categorie di attività posteriori alla negoziazione è visto generalmente come un'iniziativa positiva. In alcuni casi gli interpellati stimano che tali definizioni costituiscano il primo passo decisivo verso l'instaurazione di condizioni di concorrenza uguali, in quanto permettono un'analisi dei rischi impliciti. Molte risposte ritengono necessario basarsi sui lavori già realizzati in questo campo (ad esempio, CSPR-OICV) e assicurare che le definizioni siano ampiamente accettate e utilizzate. Alcuni mettono in guardia dal fissare definizioni rigide, che sarebbero poi difficili da aggiornare con l'evoluzione del mercato.

In numerose risposte si considera tuttavia che la messa a punto di definizioni comuni non sarà sufficiente a garantire la parità di trattamento e che sarà probabilmente necessario elaborare anche norme comuni. Nella maggior parte delle risposte a tale quesito si stabilisce un legame con l'adozione di un approccio funzionale alla regolamentazione. Questo punto è esaminato più approfonditamente in seguito. Benché non tutte le risposte siano favorevoli ad un approccio funzionale, quelle che affrontano la questione sono d'accordo nel considerare fondamentale, in caso di adozione di un tale approccio, la messa a punto di definizioni precise.



? Sì (anche se giudicato insufficiente)      | No      ? Nessuna risposta

Alcune risposte esprimono inquietudine per il fatto che le definizioni potrebbero essere utilizzate per imporre una separazione delle funzioni e dei servizi. Altre argomentano invece proprio a favore di una tale separazione adducendo come motivo il rischio sistemico o le possibili distorsioni della concorrenza. I livelli di separazione raccomandati sono diversi: la negoziazione dalla postnegoziazione, la controparte centrale dal regolamento, le funzioni "fondamentali" del regolamento dai servizi "accessori". I sostenitori di quest'ultima separazione propongono la separazione delle funzioni di registrazione centrale e conservazione di un'emissione dal regolamento in moneta della banca centrale tra istituzioni tenute a minimizzare il rischio e a rispettare requisiti regolamentari specifici. In particolare essi ritengono che ciò sia necessario per consentire di offrire questo tipo di agevolazioni a tutti i clienti, mentre le istituzioni come le banche offrono un pacchetto di servizi adattato al singolo cliente. Altre risposte sottolineano i vantaggi, in termini di efficienza e di liquidità, dei sistemi di regolamento che forniscono servizi quali il credito infragiornaliero, purché gli eventuali rischi siano opportunamente gestiti.

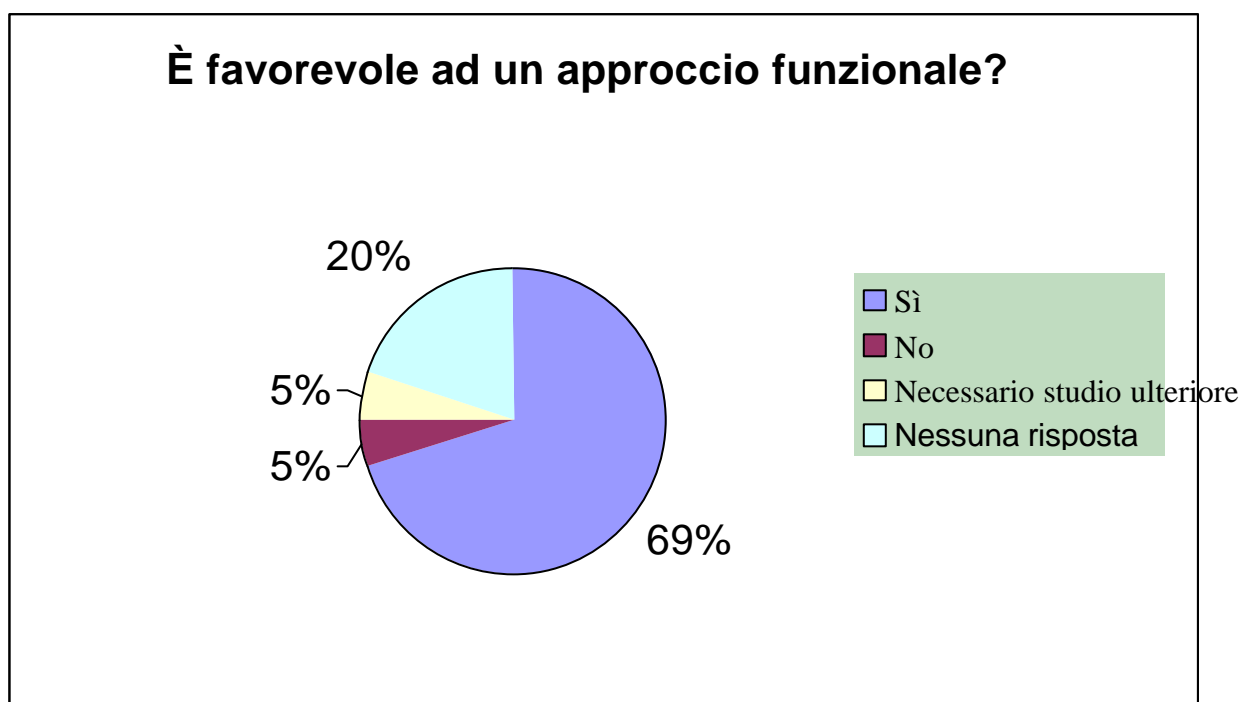
***Quali attività posteriori alla negoziazione dovrebbero rientrare in tali definizioni?***

Emerge chiaramente dalle risposte ricevute che le eventuali definizioni dovrebbero coprire l'insieme delle attività posteriori alla negoziazione, fondandosi se possibile sulle definizioni esistenti. Le definizioni riguarderebbero pertanto: il confronto degli ordini di acquisto/vendita e la conferma degli ordini, la compensazione, la controparte centrale, il netting, il regolamento, attraverso sia la banca centrale che le banche commerciali, la custodia, la gestione di titoli/servizi di deposito, il finanziamento di titoli, la gestione delle garanzie e la registrazione.

Alcuni interpellati reputano necessario prestare un'attenzione particolare alla funzione della registrazione, che consente di fissare la proprietà dei valori registrati. È stata sottolineata l'importanza di questa funzione per la tutela degli investitori.

## 4.2 Approccio funzionale

I due quesiti che precedono hanno suscitato numerosi commenti sulla possibilità di adottare un "approccio funzionale" alla regolamentazione dei servizi posteriori alla negoziazione. I principali punti di vista sono riepilogati di seguito.



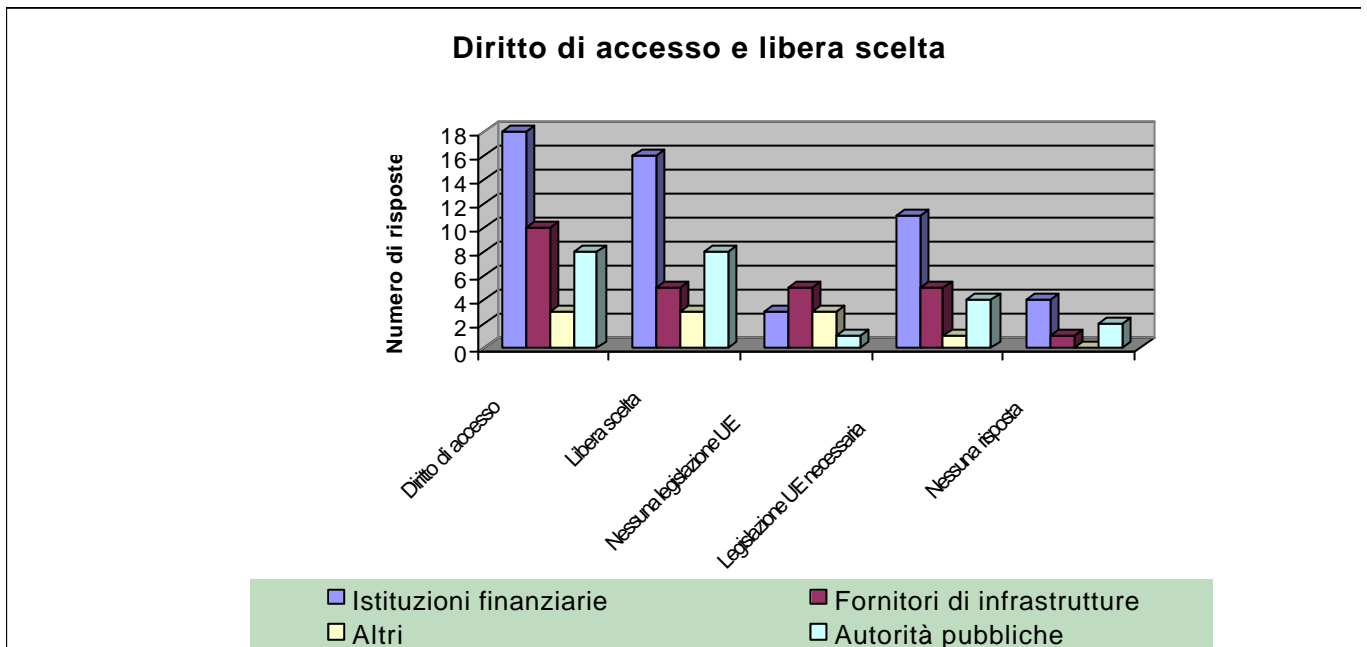
Molti di coloro che hanno formulato osservazioni su questo tema sono dell'opinione che l'adozione di un approccio funzionale renderebbe il contesto normativo più equo, poiché le stesse regole si applicherebbero a tutte le entità che svolgono le stesse funzioni, indipendentemente dalla loro veste giuridica. Si avrebbe così il vantaggio di sopprimere le distorsioni della concorrenza nonché le sovrapposizioni e le lacune normative. Tuttavia, questo obiettivo potrà essere raggiunto solo se le funzioni sono definite in modo preciso ed esaustivo e a condizione che i contesti giuridici nei quali operano queste entità siano più profondamente armonizzati. Si è sottolineato anche che non dovrebbe esistere una duplice regolamentazione; è pertanto opportuno esaminare quali disposizioni disciplinino attualmente tali entità (ad esempio, le direttive bancarie). Alcuni affermano esplicitamente che un approccio funzionale dovrebbe venire inizialmente dalle autorità di regolamentazione e non essere imposto da una legislazione comunitaria; altri penano invece che la via legislativa sia la sola percorribile.

Un gran numero d'interpellati collega l'approccio funzionale al rischio. La messa a punto di definizioni funzionali è vista come un primo passo verso un'accurata definizione dei rischi inerenti alle varie attività. In effetti, come sottolineano alcuni, due

entità che svolgono la stessa attività possono presentare un livello di rischio differente e devono perciò essere assoggettate a requisiti diversi. Questo approccio basato sul rischio si basa sull'idea che associa le "stesse attività" alla "stessa regolamentazione". Essa non tiene conto solo delle attività esercitate, ma considera anche l'interazione dei rischi e il livello d'importanza sistemica dell'istituzione. Alcuni avanzano l'idea di un approccio misto funzionale/istituzionale che potrebbe persino portare ad un'applicazione caso per caso, basata su definizioni funzionali comuni e metodi di misurazione del rischio comuni.

### 4.3 Accesso e scelta

*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?*



La maggior parte delle risposte ricevute sono favorevoli alla libertà di accesso e di scelta. L'accesso dovrebbe essere concesso senza condizioni e senza discriminazioni. In molti casi gli interpellati sono anche a favore di un'ampia scelta e di una libertà di scelta totale. Altri menzionano lo stretto collegamento esistente tra una borsa e una controparte centrale e ritengono che consentendo ai partecipanti al mercato di scegliere individualmente la controparte da utilizzare si comprometterebbe l'efficienza del mercato. Molti sottolineano che non dovrebbe essere obbligatorio creare un legame se esso non si giustifica economicamente o porterebbe il rischio ad un livello inaccettabile. La politica in materia di accesso non deve pregiudicare la stabilità o l'efficienza del sistema finanziario, né creare incertezza giuridica.

L'accordo è unanime sulla necessità di un accesso libero ed equo, ma non sulla questione se debba essere ottenuto attraverso una legislazione o con altri mezzi. Alcuni,

in particolare le istituzioni finanziarie, sono favorevoli all'idea di una legislazione, che considerano l'unico modo per conseguire risultati, soprattutto se le attuali restrizioni saranno ancorate nelle disposizioni nazionali. Un numero ristretto di interpellati pensa che sarebbe difficile elaborare una legislazione efficace e che sarebbero sufficienti raccomandazioni o un riferimento alle attuali disposizioni del trattato.

Per quanto riguarda i criteri di adesione, gli interpellati sottolineano che tutti i sistemi devono stabilire criteri trasparenti e non discriminatori; il rifiuto di accesso, ad esempio, dovrebbe essere possibile solo se giustificato da ragioni obiettive e rese note pubblicamente. Siffatti criteri sono in molti casi già applicati e assicurano la solidità dei sistemi. Per evitare discriminazioni, quando si applicano livelli di servizi o prezzi standard, ogni variazione rispetto a questi livelli dovrebbe essere giustificata con motivi obiettivi. Si dovrebbe vigilare affinché i mercati e gli investitori di piccole dimensioni non siano danneggiati. Tuttavia, un numero consistente di interpellati è del parere che la fissazione di criteri di accesso uniformi non sarà sufficiente da sola a garantire la scelta e la concorrenza, poiché i problemi sono strettamente legati ai vincoli tecnici, finanziari e operativi e al fatto che i collegamenti tra i sistemi non sono sempre funzionali.

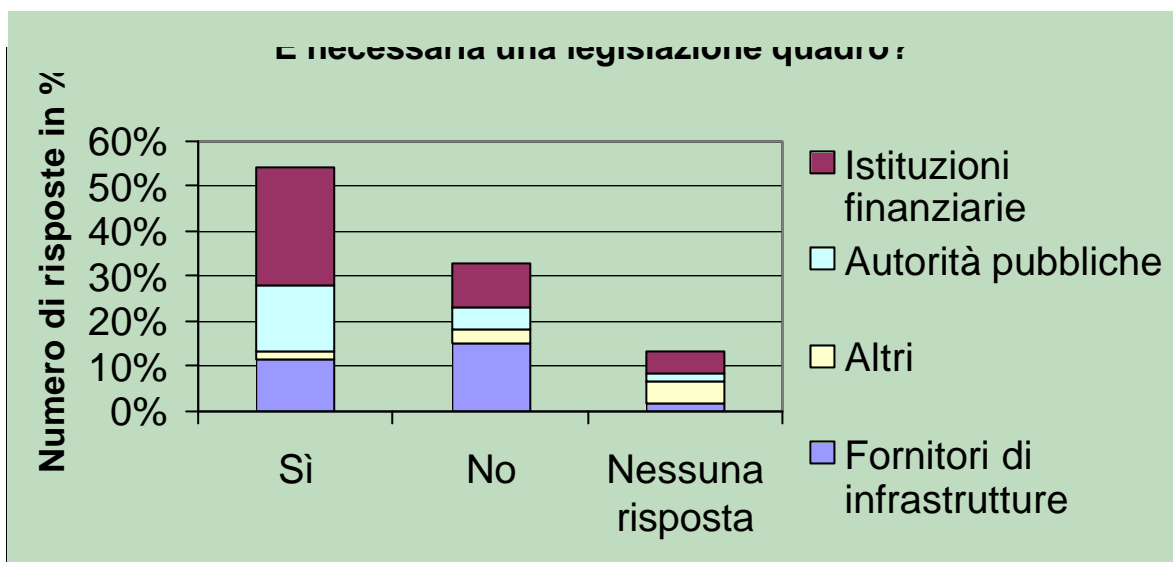
***Quali fattori dovrebbero prendere in considerazione le autorità di regolamentazione dei mercati nel decidere se ammettere l'uso di un sistema di un altro Stato membro?***

Molti degli interpellati considerano che l'autorizzazione del paese d'origine e il riconoscimento reciproco dovrebbero essere sufficienti per accedere ai sistemi degli altri Stati membri o perché i sistemi possano offrire i loro servizi nei vari Stati membri. Si riconosce però che questo approccio potrebbe richiedere l'elaborazione di norme o di una regolamentazione comuni che consentano alle autorità di regolamentazione nazionali di esercitare una certa forma di sorveglianza o vigilanza sui sistemi delle altre autorità di regolamentazione. Alcuni sottolineano che, in attesa di un'armonizzazione, la responsabilità deve incombere allo Stato membro di accoglienza, in particolare per quanto riguarda la tutela degli investitori. Essi considerano che i lavori del gruppo SEBC/CAERVUM, che porteranno all'adozione di norme comuni, faranno compiere progressi in questo campo.

Vengono menzionati una serie di fattori di cui le autorità di regolamentazione dovrebbero tener conto (e che figurano già nei lavori del SEBC/CAERVUM), tra cui la solidità giuridica e la compatibilità, le risorse finanziarie (requisiti di solvibilità), la gestione dei rischi, i sistemi e i controlli, la capacità tecnica, i criteri di accesso, le disposizioni di salvaguardia per gli investitori, la governance e lo scambio d'informazioni reciproco.

Un aspetto menzionato spesso è la questione dell'accesso alle agevolazioni di credito delle banche centrali. La preferenza va a criteri di accesso comuni e trasparenti e all'armonizzazione delle garanzie accettate. Alcuni sostengono la possibilità di utilizzare un unico punto di accesso, piuttosto che dover instaurare una serie di relazioni bilaterali. Il ricorso al sistema TARGET per i trasferimenti viene indicato come un modo per aggirare il problema dell'impossibilità per i membri a distanza di accedere al credito. [Si è sottolineato che questa questione è di competenza delle banche centrali piuttosto che della Commissione.]

#### **4.4 Quadro normativo**



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

La maggioranza degli interpellati è favorevole all'intervento legislativo, ma i punti di vista variano molto tra loro. Ad un'estremità dello spettro, taluni pensano che l'adozione di norme giuridicamente vincolanti al livello dell'UE sia il modo migliore per assicurare che l'armonizzazione delle pratiche di mercato e il consolidamento delle infrastrutture avvenga entro un quadro giuridico e regolamentare comune. Questa opzione offrirebbe a ciascuno la migliore possibilità di profittare pienamente del mercato unico. I sostenitori di questo punto di vista raccomandano di cominciare fin da ora ad elaborare una legislazione quadro.

Altri interpellati si mostrano più riservati osservando che una legislazione dovrebbe limitarsi a colmare le lacune del dispositivo attuale oppure a sopperire all'incapacità del mercato di risolvere determinati problemi. Molti affermano che definizioni comuni non sono sufficienti, ma alcuni mettono in guardia anche contro il rischio di elaborare un testo di legge troppo dettagliato proprio mentre il settore attraversa un periodo di cambiamenti e sviluppi rapidi.

Un numero significativo d'interpellati ritiene che la Commissione debba fare attenzione a basarsi sui lavori di normalizzazione e armonizzazione in corso nel mercato, tra cui sulle attività del gruppo congiunto SEBC-CAERVUM. La messa a punto di standard comuni è citata spesso come il prossimo passo più importante. Secondo questi interpellati, una volta stabiliti tali standard, sarà più chiaro se vi sono elementi che obbligano a legiferare per assicurare un'adeguata gestione dei rischi operativi, giuridici, sistemici e di credito. Gli standard in questione dovrebbero assicurare alle istituzioni un trattamento normativo neutro ed uguale sotto il profilo della concorrenza. Alcuni osservano che, se le autorità di regolamentazione non riescono in questo intento, potrà risultare necessaria una legislazione, ma che per il momento la priorità deve andare alla soppressione degli ostacoli e alla messa a punto di standard.

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

In generale gli interpellati mettono in guardia contro una legislazione troppo dettagliata. Essa dovrebbe limitarsi ai grandi principi, per consentire al settore di svilupparsi e di innovare con la massima flessibilità. La questione citata più di frequente dagli interpellati favorevoli ad una legislazione o che pensano che essa si renderà necessaria con il tempo è quella della vigilanza, ossia la designazione dell'organismo incaricato di

vigilare e di colmare le lacune, sopprimere i duplicati e i conflitti d'interessi tra i vari regimi. Numerosi interpellati menzionano la necessità di chiarezza riguardo al regime di vigilanza, all'identità del regolatore "principale" e alle regolamentazioni prudenziali (tra cui in particolare i requisiti relativi al capitale). Alcuni pensano che queste questioni di autorizzazione e vigilanza debbano essere definite al livello UE, affinché le entità che esercitano queste funzioni dispongano di un passaporto europeo che consenta loro di operare in tutta l'Unione. Tra gli altri aspetti citati, ma con minore frequenza, vi sono la trasparenza (dei rischi, delle norme ecc.), i criteri di accesso e la governance.

### **Trattamento della compensazione e del regolamento nella legislazione dell'UE**

Alcune risposte fanno riferimento anche alla relazione tra le attività di compensazione e di regolamento e la direttiva sui servizi d'investimento. Alcune sono favorevoli ad aggiungere le attività in questione all'elenco dei servizi forniti dalle imprese d'investimento stabilito dalla direttiva. Tuttavia, per lo più esse condividono l'approccio della Commissione, che sostiene un trattamento distinto della compensazione del regolamento, o perché vedono una differenza nella natura di queste attività, o perché non desiderano ritardare la revisione della direttiva, o ancora per entrambi i motivi. Alcuni affermano esplicitamente la necessità di armonizzare le pratiche del mercato e la fissazione di standard prima di includere la compensazione e il regolamento in una legislazione quadro quale la suddetta direttiva; la Commissione dovrebbe però considerare la possibilità in seguito di ampliare ulteriormente il campo di applicazione della direttiva. Altri ritengono invece che, indipendentemente dal calendario, la direttiva è lo strumento sbagliato per disciplinare la compensazione e il regolamento. Infine, un'altra questione sollevata è l'inclusione dell'attività di "compensazione" (ossia il fatto di operare come membro compensatore di una controparte centrale e di fornire questo servizio ad altri) tra i servizi d'investimento contemplati dalla direttiva in questione.