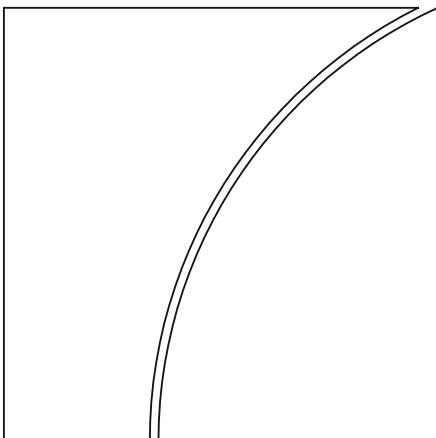


Comitato di Basilea per
la vigilanza bancaria

Board of the
International
Organization of
Securities Commissions



**Requisiti di margine
per i derivati non
compensati
centralmente**

Settembre 2013



BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI



OICU-IOSCO

Il presente documento è stato redatto in lingua inglese. In caso di dubbio, si rimanda alla versione originale.

La presente pubblicazione è consultabile sui siti internet della BRI (www.bis.org) e della IOSCO (www.iosco.org).

© *Banca dei Regolamenti Internazionali 2013. Tutti i diritti riservati. Sono consentite la riproduzione e la traduzione di brevi parti del testo purché sia citata la fonte.*

ISBN 92-9131-444-7 (stampa)

ISBN 92-9197-444-7 (web)

Indice

Parte A – Sommario	1
Parte B – Principi fondamentali e requisiti	7
Elemento 1 – Copertura: strumenti soggetti ai requisiti	7
Elemento 2 – Copertura: applicabilità.....	8
Elemento 3 – Importi minimi di base e metodologie per i margini iniziali e di variazione.....	11
Elemento 4 – Attività stanziabili in garanzia	17
Elemento 5 – Trattamento del margine iniziale versato.....	20
Elemento 6 – Trattamento delle operazioni con affiliate.....	23
Elemento 7 – Interazione fra i regimi nazionali nelle transazioni internazionali	23
Elemento 8 – Introduzione graduale dei requisiti.....	24
Appendice A – Tabella dei margini iniziali standardizzati.....	27
Appendice B – Tabella degli scarti standardizzati.....	28

Abbreviazioni

BRI	Banca dei Regolamenti Internazionali
CBVB	Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria
CCP	Controparte centrale
CSFG	Comitato sul sistema finanziario globale
CSPR	Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento
ESP	Ente del settore pubblico
FSB	Financial Stability Board
G20	Gruppo dei Venti
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
LCR	Indicatore di breve termine (Liquidity Coverage Ratio)
NSFR	Indicatore strutturale (Net Stable Funding Ratio)
OTC	Over-the-counter
QIS	Studio di impatto quantitativo (quantitative impact study)

Parte A – Sommario

Questo documento presenta la versione definitiva dello schema per l'introduzione di requisiti minimi di margine per le operazioni in derivati non soggette a compensazione centrale, concordato dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB) e dall'International Organization of Securities Commissions (IOSCO)¹. Lo schema definitivo è stato elaborato in consultazione con il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR) e con il Comitato sul sistema finanziario globale (CSFG).

Premesse

La crisi economica e finanziaria iniziata nel 2007 ha messo in luce carenze significative per quanto riguarda la capacità delle banche e degli operatori di mercato di far fronte agli shock finanziari ed economici. Nel caso dei derivati trattati fuori borsa (over-the-counter, OTC), in particolare, la recente crisi finanziaria ha dimostrato l'esigenza di una maggiore trasparenza dei mercati non regolamentati e di un'ulteriore regolamentazione dei derivati OTC e degli operatori di mercato al fine di limitare un'eccessiva e opaca assunzione di rischio tramite questi prodotti e di attenuare il rischio sistemico che pongono le operazioni e i mercati derivati OTC e le prassi collegate.

Alla luce di ciò, il Gruppo dei Ventì (G20) ha avviato nel 2009 un programma di riforme volto a ridurre il rischio sistemico posto dai derivati OTC. Inizialmente il programma si componeva di quattro elementi:

- la negoziazione di tutti i derivati OTC standardizzati su mercati regolamentati o piattaforme elettroniche, come opportuno;
- la compensazione mediante controparti centrali (CCP) di tutti i derivati OTC standardizzati;
- la segnalazione ad appositi sistemi di registrazione elettronica (trade repositories) di tutti i contratti derivati OTC;
- requisiti patrimoniali più elevati per i contratti derivati non compensati centralmente².

Nel 2011 il G20 ha concordato di includere nel programma di riforme l'introduzione di requisiti di margine per i derivati non compensati centralmente, e richiesto al CBVB e alla IOSCO di elaborare, a fini consultivi, standard internazionali coerenti in materia³. A tal fine il CBVB e la IOSCO, in consultazione con il CSPR e il CSFG, hanno creato nell'ottobre 2011 un apposito gruppo di lavoro, il Working Group on Margining Requirements (WGMR), incaricato di sviluppare una bozza di requisiti di margine per i derivati non compensati centralmente, da sottoporre a consultazione entro la metà del 2012.

Nel luglio 2012 una prima bozza è stata pubblicata a fini di consultazione, cui ha fatto seguito un invito a sottoporre commenti e osservazioni entro il 28 settembre 2012. In aggiunta, è stato condotto

¹ Nel prosieguo del documento, il termine "derivati non compensati centralmente" è utilizzato per brevità con riferimento alle operazioni in derivati non soggette a compensazione mediante controparte centrale.

² G20, *Dichiarazione conclusiva del vertice di Pittsburgh*, www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html.

³ G20, *Dichiarazione conclusiva del vertice di Cannes*, www.g20civil.com/documents/Cannes_Declaration_4_November_2011.pdf.

uno studio di impatto quantitativo (QIS) per valutare i potenziali effetti dei requisiti di margine obbligatori, ad esempio in termini di liquidità.

Nel febbraio 2013 il CBVB e la IOSCO hanno pubblicato un secondo documento consultivo contenente la versione pressoché definitiva dello schema, elaborata tenendo in attenta considerazione le osservazioni pervenute in occasione della prima consultazione, nonché i risultati del QIS. Tale documento sollecitava commenti riguardo a quattro questioni collegate ad aspetti specifici della versione pressoché definitiva dello schema.

Un grande numero di osservazioni è pervenuto in merito alla versione pressoché definitiva dello schema per i requisiti di margine. Di tali osservazioni si è tenuto conto nell'aggiornare la bozza e nel mettere a punto uno schema internazionale definitivo in materia di requisiti di margine per i derivati non compensati centralmente.

Il presente documento definisce i principali obiettivi, elementi e principi dello schema definitivo per i requisiti di margine da applicare ai derivati non compensati centralmente.

Obiettivi

I requisiti di margine per i derivati non compensati centralmente offrono due importanti vantaggi:

La riduzione del rischio sistemico. Solo i derivati standardizzati si prestano alla compensazione centrale. Una quota considerevole di derivati non è standardizzata e non può pertanto essere compensata centralmente⁴. I derivati non compensati centralmente, che in termini di valori nozionali ammontano a centinaia di migliaia di miliardi di dollari⁵, comportano gli stessi rischi di contagio e propagazione sistemica che si sono concretizzati durante la recente crisi finanziaria. I requisiti di margine per i derivati non compensati centralmente dovrebbero ridurre gli effetti di contagio e di propagazione assicurando che siano disponibili garanzie reali per compensare le perdite provocate dall'insolvenza di una controparte in un'operazione in derivati. Più in generale, i requisiti di margine possono inoltre offrire vantaggi macroprudenziali, riducendo la vulnerabilità del sistema finanziario di fronte a fenomeni potenzialmente destabilizzanti di prociclicità e limitando l'accumulo di esposizioni non garantite all'interno del sistema finanziario.

La promozione della compensazione centrale. In molte giurisdizioni la compensazione centrale diventerà obbligatoria per gran parte dei derivati standardizzati. La compensazione, tuttavia, comporta dei costi, in parte poiché le CCP richiedono la costituzione di margini di garanzia. I requisiti di margine per i derivati non compensati centralmente, commisurati al rischio generalmente più elevato che comportano questi derivati, promuoveranno la compensazione centrale, accrescendo l'efficacia del programma originario di riforme del G20 del 2009. Ciò potrebbe a sua volta contribuire a ridurre il rischio sistemico.

Esiste la possibilità che l'efficacia dei requisiti di margine venga compromessa laddove i requisiti stessi non siano applicati in maniera uniforme a livello internazionale. L'attività potrebbe trasferirsi verso i mercati che applicano margini inferiori, sollevando due ordini di timori:

⁴ L'FMI (*Global Financial Stability Report*, aprile 2010, capitolo 3) ritiene che un quarto degli swap di tasso di interesse, un terzo dei credit default swap e due terzi degli altri derivati OTC non siano sufficientemente standardizzati né liquidi per poter essere compensati centralmente.

⁵ Una recente indagine della BRI (*Semiannual OTC derivatives statistics at end-June 2012*) mostra che nel giugno 2012 il valore nozionale totale dei derivati OTC in essere ammontava a USD 639 000 miliardi.

- l'efficacia dei requisiti di margine potrebbe essere compromessa (arbitraggio regolamentare);
- le istituzioni finanziarie operanti nei mercati che applicano margini inferiori potrebbero guadagnare un vantaggio competitivo (assenza di parità concorrenziale).

Margini di garanzia e patrimonio

Il patrimonio e i margini di garanzia svolgono importanti funzioni complementari di attenuazione del rischio, ma differiscono sotto vari aspetti. In primo luogo, i margini di garanzia rispondono alla logica per cui paga la parte insolvente ("defaulter-pay"). In caso di insolvenza, essi assicurano la protezione della controparte solvibile poiché le perdite vengono assorbite dalle garanzie reali fornite dalla parte insolvente. Per contro, sebbene il patrimonio accresca anch'esso la capacità di assorbimento delle perdite del sistema, esso lo fa in base alla logica per cui è la parte solvibile a pagare ("survivor-pay"): l'impiego del patrimonio per far fronte alle perdite intacca i mezzi finanziari propri della controparte solvibile. Un maggiore ricorso ai margini influirà positivamente sugli incentivi. Esso aiuterà gli operatori a internalizzare meglio il costo della propria assunzione di rischio, dal momento che li obbligherà a stanziare garanzie reali alla stipula di un contratto derivato. Promuoverà inoltre la resilienza dei mercati nei momenti di tensione, quando gli operatori che non abbiano ricevuto i margini di garanzia potrebbero essere spinti a ritirarsi dalle contrattazioni per preservare il proprio patrimonio.

In secondo luogo, i margini di garanzia sono più "mirati" e dinamici, poiché a ciascun portafoglio corrisponde un particolare margine designato ad assorbire le potenziali perdite relative al portafoglio stesso, e poiché tale margine viene adeguato nel tempo in funzione delle variazioni del rischio del portafoglio in parola. Per contro, il patrimonio è condiviso collettivamente da tutte le attività operative di un'entità, ed è quindi più facile che venga intaccato nei momenti di tensione. È inoltre difficile adeguare rapidamente il patrimonio in risposta alle variazioni delle esposizioni al rischio. I requisiti patrimoniali a fronte delle singole esposizioni non sono intesi a coprire le perdite dovute all'insolvenza della controparte bensì, in caso di insolvenza, le perdite ponderate in base alla probabilità di insolvenza. Per questi motivi si può ritenere che, se attuati correttamente, i margini di garanzia offrano una migliore protezione contro il rischio di credito di controparte. Affinché i margini possano agire efficacemente da presidio contro il rischio, occorre che siano: 1) accessibili in caso di necessità e 2) costituiti in una forma tale che permetta la loro rapida liquidazione a un prezzo prevedibile anche nei momenti di tensione finanziaria.

Impatto dei requisiti di margine sulla liquidità

I potenziali benefici dei requisiti di margine vanno soppesati a fronte dell'impatto sulla liquidità che deriverebbe dall'obbligo, per le controparti in derivati, di stanziare garanzie reali liquide di elevata qualità per soddisfare tali requisiti, incluso per effetto di potenziali cambiamenti nel funzionamento del mercato indotti da un aumento della domanda aggregata di garanzie di questo tipo. Le istituzioni finanziarie potrebbero dover procurarsi e impiegare risorse liquide addizionali per soddisfare requisiti di margine superiori a quelli attualmente applicati. Inoltre, l'impatto dei margini obbligatori sulla liquidità non può essere considerato in astrazione. È anzi importante tenere conto di altre iniziative regolamentari in atto che influiranno sulla liquidità, come il Liquidity Coverage Ratio (LCR) e il Net Stable Funding Ratio (NSFR) del CBVB, nonché i mandati globali per la compensazione centrale dei derivati standardizzati.

Il CBVB e la IOSCO hanno condotto un QIS per valutare l'impatto delle proposte in materia di margini obbligatori. In particolare, il QIS ha valutato l'ammontare di margini di garanzia richiesti a fronte dei derivati non compensati centralmente, nonché quello di garanzie reali disponibili potenzialmente utilizzabili per soddisfare i requisiti.

I risultati del QIS, unitamente alle osservazioni pervenute in merito alla proposta iniziale e allo schema pressoché definitivo, sono stati attentamente considerati nell'elaborazione dello schema enunciato nel presente documento. In particolare, si è tenuto conto dell'onere complessivo in termini di liquidità risultante dai margini iniziali obbligatori, nonché della disponibilità di garanzie reali idonee a soddisfare i corrispondenti requisiti. In specifica considerazione del fabbisogno di liquidità associato ai requisiti, sono stati inseriti fra gli elementi fondamentali dello schema per i requisiti di margine i seguenti elementi: l'applicazione di soglie autorizzate per i margini iniziali (trattata in maggiore dettaglio all'interno dell'elemento n. 2), la stanziabilità di un'ampia gamma di garanzie reali (cfr. elemento n. 4), il diritto di riutilizzo (re-hypothecation), nel rispetto di rigorose condizioni, di alcune garanzie stanziata come margine iniziale (cfr. elemento n. 5) e infine meccanismi per un'introduzione graduale dei requisiti (cfr. elemento 8).

Principi fondamentali e requisiti

Come illustrato in maggiore dettaglio nella parte B, questo documento presenta la politica definitiva del CBVB e della IOSCO sui requisiti di margine per i derivati non compensati centralmente, la quale si articola intorno a principi fondamentali riguardanti gli otto elementi chiave specificati di seguito.

1. Per tutte le operazioni in derivati non compensate mediante CCP dovrebbero vigere prassi adeguate in materia di margini di garanzia.
2. Tutte le società finanziarie e le entità non finanziarie di rilevanza sistemica (entità destinatarie dei requisiti) che prendono parte a un'operazione in derivati non compensata centralmente devono scambiarsi margini iniziali e di variazione commisurati ai rischi di controparte che tale operazione comporta.
3. Le metodologie di calcolo dei margini iniziali e dei margini di variazione su cui si basa la raccolta di margini da una controparte dovrebbero: a) essere coerenti fra le diverse entità destinatarie dei requisiti e riflettere l'esposizione futura potenziale (margine iniziale) e quella corrente (margine di variazione) associata al portafoglio di derivati non compensati centralmente in questione; b) assicurare che tutte le esposizioni al rischio di controparte siano pienamente coperte con un elevato grado di certezza.
4. Al fine di assicurare che le garanzie reali ricevute a titolo di margine iniziale e di variazione possano essere liquidate in tempi ragionevoli per generare proventi che possano tutelare adeguatamente le entità riceventi destinatarie dei requisiti dalle perdite sui derivati non compensati centralmente in caso di insolvenza della controparte, tali garanzie dovrebbero essere costituite da attività altamente liquide in grado di mantenere, al netto dell'applicazione di uno scarto appropriato, il proprio valore nei periodi di tensione finanziaria.
5. I margini iniziali andrebbero scambiati da entrambe le controparti, senza compensare gli importi raccolti da ciascuna controparte (ossia su base lorda), e detenuti in modo da assicurare che: a) siano immediatamente a disposizione della parte ricevente in caso di insolvenza della controparte; b) siano soggetti a dispositivi che, nella misura consentita dalla legge applicabile, tutelano appieno la parte che li versa in caso di fallimento della parte che li riceve.
6. Le operazioni fra una società e le sue affiliate andrebbero opportunamente disciplinate, in modo coerente con il quadro giuridico e regolamentare di ciascuna giurisdizione.
7. I regimi di regolamentazione delle varie giurisdizioni dovrebbero interagire in modo tale da dare luogo, per i derivati non compensati centralmente, a requisiti di margine sufficientemente coerenti e non ridondanti.
8. I requisiti di margine andrebbero introdotti gradualmente nell'arco di un periodo di tempo adeguato ad assicurare che i relativi costi di transizione siano opportunamente gestibili. Una volta introdotti e applicati i requisiti, le autorità di regolamentazione dovrebbero intraprendere un esame coordinato degli standard in materia di margini di garanzia al fine di valutarne l'efficacia complessiva e di assicurarne l'armonizzazione fra giurisdizioni nazionali, nonché fra iniziative di regolamentazione collegate.

Monitoraggio e valutazione

L'impatto effettivo dei margini di garanzia è soggetto a vari fattori e fonti di incertezza, fra cui ad esempio il rapporto fra derivati compensati centralmente e derivati non compensati centralmente e le variazioni nel tempo della volatilità di mercato. È inoltre possibile che vari elementi strutturali dello schema di regolamentazione producano effetti variabili nel tempo a seconda dei cambiamenti nella struttura e nelle condizioni del mercato.

Il CBVB e la IOSCO istituiranno nel 2014 un gruppo di osservazione incaricato di valutare i presenti standard dal punto di vista della relazione e della coerenza con le iniziative di regolamentazione collegate che potrebbero svilupparsi in parallelo da qui al 2014 (come la modifica dei metodi standardizzati per il calcolo dei requisiti patrimoniali relativi al portafoglio di negoziazione e al rischio di credito di controparte, eventuali scarti minimi per le operazioni pronti contro termine attive e passive, l'attuazione dell'LCR e requisiti patrimoniali per i derivati compensati centralmente).

Il gruppo di osservazione valuterà l'opportunità di condurre ulteriori analisi dei costi e dei benefici, nonché dell'impatto in termini di concorrenza delle regole in materia di requisiti di margine per i derivati non compensati centralmente. Considererà inoltre l'efficacia e l'adeguatezza complessive delle metodologie e degli standard relativi ai margini di garanzia. Infine, valuterà la possibilità di allineare il metodo dei modelli e quello dei valori standardizzati per il calcolo dei margini iniziali, nonché l'eventuale prociclicità dei requisiti di margine.

Il gruppo di osservazione prenderà in considerazione i risultati dei vari studi attualmente in corso, come quello condotto dal Macroeconomic Assessment Group on Derivatives della Banca dei Regolamenti Internazionali sull'impatto macroeconomico delle riforme dei mercati dei derivati OTC o quello dell'OTC Derivatives Assessment Team sulla valutazione degli incentivi a favore della compensazione centrale, e monitorerà e valuterà ulteriormente l'impatto sulla liquidità prodotto dai presenti requisiti di margine per i vari tipi di entità destinatarie dei requisiti. Ove opportuno, il gruppo di osservazione condurrà uno studio quantitativo per valutare l'impatto dei requisiti di margine o di determinati aspetti specifici del presente schema.

Il gruppo di osservazione valuterà l'opportunità di fornire maggiori istruzioni sulla convalida e i test retrospettivi (backtesting) dei modelli relativi ai margini di garanzia. Esaminerà inoltre i rischi che comporta l'esenzione dai margini iniziali delle operazioni in cambi con regolamento per consegna collegate allo scambio del capitale nell'ambito dei cross-currency swap, e valuterà l'opportunità di apportarvi modifiche.

Il gruppo di osservazione analizzerà gli andamenti intercorsi allo scopo di stabilire un quadro internazionale delle interazioni fra le varie iniziative regolamentari dei diversi paesi, comprese quelle riguardanti i margini di garanzia. L'analisi sarà tesa a garantire che le interazioni fra le diverse giurisdizioni in materia di requisiti di margine siano compatibili con gli obiettivi del presente schema di regolamentazione.

Infine, il gruppo di osservazione raccoglierà dati per valutare in che misura venga esercitato il diritto di riutilizzazione (re-hypothecation) previsto a determinate condizioni restrittive dall'elemento 5, le modalità e il luogo di detenzione delle garanzie riutilizzate, eventuali problematiche di attuazione nonché i vantaggi e i rischi di tale diritto, al fine di formulare raccomandazioni al CBVB e alla IOSCO in merito all'opportunità di continuare a concedere il diritto di riutilizzazione delle garanzie reali a tali condizioni, ovvero consentire la riutilizzazione soltanto per un sottoinsieme di prodotti derivati non compensati centralmente, proibire del tutto la riutilizzazione delle garanzie o ancora modificare in altro modo le condizioni applicate.

È possibile che si renda necessario rivalutare o modificare alcuni elementi degli standard in materia di margini laddove dati o analisi ulteriori indichino che gli incentivi e gli effetti di tali standard si discostano significativamente dai risultati del QIS, non siano coerenti con gli obiettivi enunciati nel

presente schema, o ancora non forniscano il giusto equilibrio fra costi e benefici. Sulla scorta dei risultati del gruppo di osservazione, il CBVB e la IOSCO valuteranno congiuntamente l'opportunità di condurre lavori ulteriori o di modificare i requisiti di margine. Questo processo di osservazione e valutazione non intende scoraggiare le singole autorità di regolamentazione dal procedere, mentre il gruppo di osservazione è al lavoro, con l'adozione di regole in materia di requisiti di margine per i derivati non compensati centralmente che siano coerenti con il presente documento.

Il CBVB e la IOSCO continueranno inoltre a lavorare per monitorare e valutare il grado di coerenza nell'applicazione dei requisiti a prodotti, giurisdizioni e operatori di mercato diversi.

Parte B – Principi fondamentali e requisiti

Elemento 1 – Copertura: strumenti soggetti ai requisiti

Premessa

1(a) Una prima questione imprescindibile da affrontare nell'elaborazione di requisiti di margine per i derivati non compensati centralmente riguarda la gamma di strumenti derivati cui applicare i requisiti stessi. Coerentemente con il mandato ricevuto dal G20, il CBVB e la IOSCO si sono concentrati su tutti i derivati non soggetti a compensazione mediante CCP, a prescindere dalla loro tipologia. Al tempo stesso, si è valutato se alcuni tipi di operazioni (come i riporti o gli swap in cambi) debbano essere esclusi dall'applicazione dei requisiti di margine in ragione delle loro specificità in termini di caratteristiche o prassi di mercato.

Principio fondamentale 1

Per tutte le operazioni in derivati non compensate mediante CCP dovrebbero vigere prassi adeguate in materia di margini di garanzia⁶.

Requisito 1

1.1 Fatta eccezione per i riporti e gli swap in cambi con regolamento per consegna, i requisiti di margine si applicano a tutti i derivati non compensati centralmente. I requisiti di margine enunciati in questo documento non si applicano ai riporti e agli swap in cambi con regolamento per consegna. Tuttavia, il CBVB e la IOSCO riconoscono che è prassi consolidata e comune fra i principali operatori di mercato applicare margini di variazione a tali derivati, e che lo scambio di margini di variazione costituisce uno strumento di gestione prudente dei rischi in grado di contenere l'accumulo di rischio sistemico. Per questo motivo il CBVB e la IOSCO concordano con l'applicazione, per mezzo di linee di indirizzo prudenziali o normative nazionali, di standard che prevedano per i riporti e gli swap in cambi con regolamento per consegna lo scambio di margini di variazione, in maniera coerente con lo schema di regolamentazione definitivo presentato in questo documento. Il CBVB e la IOSCO fanno rilevare che il CBVB ha aggiornato le linee guida prudenziali per la gestione del rischio di regolamento delle operazioni in cambi⁷. L'aggiornamento contempla altresì requisiti di margine per i riporti e gli swap in cambi con regolamento per consegna. In sede di elaborazione di standard in materia di margini di variazione per questi contratti, le autorità nazionali di supervisione dovrebbero tenere conto delle raccomandazioni contenute nelle linee guida prudenziali del CBVB.

⁶ Tali prassi riguardano unicamente le operazioni in derivati non soggette a compensazione mediante CCP, e non altre operazioni (come quelle pronti contro termine o di prestito titoli) che presentano caratteristiche comuni ai derivati ma non costituiscono esse stesse operazioni in derivati. Sono inoltre esentate da questi requisiti le operazioni in derivati compensate indirettamente per il tramite di un partecipante di una CCP per conto di un cliente non partecipante, a condizione che il cliente non partecipante: a) sia soggetto ai requisiti di margine della stanza di compensazione, o b) costituisca margini di garanzia in linea con quelli corrispondenti richiesti dalla stanza di compensazione.

⁷ Il CBVB ha pubblicato le linee guida prudenziali per la gestione dei rischi associati con il regolamento delle operazioni in cambi: www.bis.org/publ/bcbs241.htm.

1.2 L'obbligo di costituire margini iniziali per gli swap di tasso di interesse a valute incrociate (cross-currency swap) non si applica alle operazioni in cambi con regolamento per consegna collegate allo scambio del capitale previsto da questi swap. In pratica, i requisiti di margine per i cross-currency swap potranno essere calcolati in uno dei due modi seguenti: con riferimento alla porzione di "tasso di interesse", utilizzando i valori standardizzati per i margini iniziali discussi più avanti e presentati in appendice, oppure, nel caso di impiego di un modello autorizzato per i margini iniziali, escludendo dal modello il rischio associato alle operazioni in cambi con regolamento per consegna collegate allo scambio del capitale, ma considerando tutti gli altri rischi relativi ai cross-currency swap⁸. Infine, i margini di variazione obbligatori descritti di seguito si applicano a tutte le componenti dei cross-currency swap.

Elemento 2 – Copertura: applicabilità

Premessa

2(a) Un altro importante elemento dei requisiti di margine è il loro ampio ambito di applicazione, in termini di numero di società cui i requisiti si applicano e di obblighi imposti dai requisiti a tali società. In particolare, l'ambito di applicazione dei requisiti di margine produce effetti importanti su ciascuno dei seguenti aspetti:

- la misura in cui i requisiti riducono il rischio sistemico: sotto questo aspetto il CBVB e la IOSCO hanno valutato la misura in cui i vari approcci possibili coprirebbero la totalità o gran parte del rischio sistemico riveniente dai derivati non compensati centralmente, il cui rischio è generalmente concentrato nell'attività dei maggiori operatori chiave del mercato che negoziano un importo significativo di derivati non compensati centralmente (nella loro attività di intermediazione o nell'ambito di altre attività), eccezione fatta per alcune classi di attività specifiche, come le merci;
- la misura in cui i requisiti promuovono la compensazione centrale: sotto questo aspetto il CBVB e la IOSCO hanno valutato la misura in cui i vari approcci possibili sono compatibili con il mandato della compensazione centrale, che si applica generalmente a tutte le istituzioni finanziarie e alle istituzioni non finanziarie che comportano un rischio sistemico significativo;
- l'impatto dei requisiti sulla liquidità: sotto questo aspetto il CBVB e la IOSCO hanno considerato che una maggiore applicabilità comporterebbe un impatto proporzionalmente maggiore sulla liquidità.

2(b) Nel valutare questo elemento fondamentale dei requisiti di margine e le sue implicazioni per la riduzione del rischio sistemico, gli incentivi a favore della compensazione centrale e l'impatto sulla liquidità, il CBVB e la IOSCO si sono concentrati su due questioni principali:

- l'opportunità di applicare i requisiti di margine a tutte le controparti delle transazioni in derivati non compensate centralmente, soltanto alle società finanziarie, ovvero soltanto ai principali operatori di mercato;

⁸ A fini di chiarezza, gli unici pagamenti esentati dalla costituzione di margini iniziali nel caso di un cross-currency swap sono le operazioni fisse in cambi con regolamento per consegna associate allo scambio del capitale (che hanno le stesse caratteristiche di un contratto di riporti in cambi). Tutti gli altri pagamenti o flussi di cassa che si verificano durante la vita dello swap sono soggetti all'applicazione di margini iniziali obbligatori.

- l'opportunità di richiedere lo scambio bilaterale di margini di garanzia fra tutte le entità destinatarie dei requisiti, oppure soltanto la raccolta unilaterale di margini da parte di alcuni tipi di società (ad esempio i principali operatori di mercato).

2(c) Il CBVB e la IOSCO ritengono che i requisiti di margine non debbano essere necessariamente applicati alle transazioni in derivati non compensate centralmente effettuate fra controparti non finanziarie non aventi rilevanza sistemica, poiché: 1) si considera che tali transazioni comportino un rischio sistemico basso o nullo e 2) tali transazioni sono esentate dai mandati di compensazione centrale in gran parte dei regimi nazionali. Del pari, il CBVB e la IOSCO ritengono che i requisiti di margine non debbano essere applicati in modo tale per cui i soggetti sovrani, le banche centrali, le banche multilaterali di sviluppo (BMS) o la Banca dei Regolamenti Internazionali si trovino nell'obbligo di raccogliere o costituire margini di garanzia. Entrambe queste opinioni trovano riflesso nell'esclusione delle corrispondenti transazioni dall'ambito di applicazione dei requisiti di margine. Di conseguenza, le transazioni fra un'entità destinataria dei requisiti e una qualunque delle entità summenzionate non sono soggette ai requisiti enunciati in questo documento.

2(d) Per quanto riguarda altri derivati non compensati centralmente, il CBVB e la IOSCO sono a favore di requisiti di margine che, in linea di principio, comportino per le operazioni in derivati non compensate centralmente lo scambio obbligatorio fra le controparti di margini sia iniziali sia di variazione ("margini bidirezionali universali").

2(e) Nel caso dei margini di variazione, il CBVB e la IOSCO riconoscono che lo scambio periodico e tempestivo di margini di variazione rappresenta il regolamento del guadagno o della perdita corrente su un derivato e non comporta costi netti di liquidità poiché costituisce un trasferimento di risorse da una controparte all'altra. Il CBVB e la IOSCO riconoscono inoltre che lo scambio periodico e tempestivo di margini di variazione costituisce una prassi ottimale ampiamente diffusa che promuove una gestione efficace e solida dei rischi.

2(f) Nel caso dei margini iniziali, il CBVB e la IOSCO riconoscono che l'obbligo di costituire un margine iniziale comporta un impatto misurabile sulla liquidità di mercato, poiché le attività costituite in garanzia non sono prontamente disponibili per essere utilizzate ad altri scopi nell'arco della vita del contratto derivato non compensato centralmente. Si riconosce altresì che tale obbligo rappresenta un cambiamento significativo delle prassi di mercato e comporta alcune sfide operative e logistiche che andranno affrontate al momento di introdurre i nuovi requisiti.

2(g) Queste sfide operative e logistiche saranno affrontate in tempi coerenti con la tabella di marcia per l'introduzione graduale dei nuovi requisiti già menzionata e presentata in dettaglio nell'ambito dell'elemento 8. Successivamente al periodo di transizione entrerà in vigore un livello minimo di attività in derivati OTC non compensati centralmente (€8 miliardi in termini di importi nozionali lordi in essere) al di là del quale le entità destinatarie dei requisiti saranno soggette ai margini iniziali obbligatori descritti in questo documento.

2(h) Un metodo per gestire l'impatto sulla liquidità associato ai margini iniziali obbligatori, che gode di ampio sostegno, è quello di fissare un importo minimo di margine iniziale (soglia) al di sotto del quale una società può decidere di non raccogliere il margine stesso. Nei casi in cui il margine iniziale richiesto per il portafoglio supera la soglia, la società è invece tenuta a raccogliere dalla controparte un margine iniziale pari ad almeno la differenza fra il margine iniziale richiesto e la soglia. Ad esempio, se la soglia ammonta a 10 e il margine iniziale richiesto per un dato portafoglio di derivati non compensati centralmente è pari a 15, allora la società è tenuta a raccogliere dalla controparte un margine iniziale pari ad almeno 5 ($15-10=5$), o più elevato qualora lo ritenga opportuno in base alle sue linee guida e principi in materia di gestione dei rischi. Se applicato in maniera coerente con le prassi corrette di gestione dei rischi, tale approccio può alleviare i costi associati a un regime di margini bidirezionali universali.

Principio fondamentale 2

Tutte le entità destinatarie (ossia società finanziarie e entità non finanziarie di rilevanza sistemica) che prendono parte a un'operazione in derivati non compensata centralmente devono scambiarsi margini iniziali e di variazione commisurati ai rischi di controparte che tale operazione comporta⁹.

Requisito 2

2.1 Tutte le entità destinatarie che prendono parte a un'operazione in derivati non compensata centralmente devono scambiarsi, su base bilaterale, l'intero importo del margine di variazione (soglia pari a zero) con frequenza periodica (ad esempio giornalmente).

2.2 Tutte le entità destinatarie devono scambiarsi, su base bilaterale, margini iniziali a partire da una soglia non superiore a €50 milioni. Tale soglia è applicata al livello del gruppo consolidato al quale viene estesa e si basa sulla totalità dei derivati non compensati centralmente fra due gruppi consolidati¹⁰.

2.3 È possibile applicare a tutti i trasferimenti di margini fra controparti un importo minimo di rilevanza del trasferimento non superiore a €500 000.

2.4 Le entità destinatarie sono tutte le società finanziarie e le società non finanziarie di rilevanza sistemica. Le banche centrali, i soggetti sovrani¹¹, le banche multilaterali di sviluppo, la Banca dei Regolamenti Internazionali e le società non finanziarie non aventi rilevanza sistemica non rientrano fra le entità destinatarie¹².

2.5 I margini iniziali obbligatori saranno introdotti gradualmente, ma al termine del periodo di transizione entrerà in vigore un livello minimo di attività in derivati OTC non compensati centralmente (€8 miliardi in termini di importi nozionali lordi in essere) al di là del quale le entità destinatarie saranno tenute al rispetto dei requisiti in materia di margini iniziali descritti in questo documento.

2.6 La definizione precisa di società finanziarie, società non finanziarie e società non finanziarie di rilevanza sistemica sarà determinata da opportune norme nazionali. I requisiti enunciati in questo documento si applicano soltanto alle operazioni in derivati non compensate centralmente fra due entità destinatarie.

⁹ Il CBVB e la IOSCO fanno rilevare che alle operazioni fra entità affiliate si applica un trattamento diverso, come descritto nel successivo elemento 6.

¹⁰ I fondi di investimento gestiti da investment advisor vengono considerati come entità distinte e trattati separatamente ai fini dell'applicazione della soglia, a condizione che siano entità giuridiche distinte non assistite da garanzie reali o di altro tipo, né dal sostegno di altri fondi di investimento o dall'investment advisor stesso in caso di insolvenza o fallimento.

¹¹ A discrezione delle autorità nazionali, gli enti del settore pubblico (ESP) potranno essere equiparati ai soggetti sovrani ai fini di determinare l'applicabilità dei requisiti di margine. Nel valutare se un ESP debba essere equiparato a un soggetto sovrano a questo scopo, le autorità nazionali dovranno prendere in esame il rischio di credito di controparte dell'ESP, considerando ad esempio la sua capacità impositiva e l'entità delle garanzie fornite dalle amministrazioni centrali.

¹² Le banche multilaterali di sviluppo esentate dal requisito sono quelle aventi titolo a una ponderazione per il rischio pari a zero in base allo schema di regolamentazione del patrimonio di Basilea (ossia, al momento di pubblicazione del presente documento, quelle elencate alla nota 24 del paragrafo 54, parte 2, di *Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali – Nuovo schema di regolamentazione*, www.bis.org/publ/bcbs128ita.pdf).

Osservazioni

2(i) Tutte le entità destinatarie che prendono parte a un'operazione in derivati non compensata centralmente devono scambiarsi margini iniziali e di variazione commisurati ai rischi di controparte che tale operazione comporta.

2(ii) Il requisito che prevede l'applicazione della soglia al livello del gruppo consolidato intende evitare la proliferazione di affiliate o altre entità giuridiche all'interno di entità più ampie al solo scopo di aggirare i requisiti di margine. L'esempio seguente illustra l'applicazione della soglia a un'entità controparte di tre entità giuridiche distinte appartenenti a uno stesso gruppo consolidato.

2(iii) Si ipotizzi che una società effettui tre transazioni distinte in derivati, nel quadro di distinti accordi di compensazione giuridicamente vincolanti, con le tre controparti A1, A2, A3. Queste ultime appartengono tutte allo stesso gruppo consolidato, ad esempio una società holding bancaria. Si ipotizzi inoltre che il margine iniziale richiesto (come descritto nell'elemento 3) sia di €100 milioni per ciascuno degli insiemi di compensazione della società con A1, A2 e A3. La società che opera con queste tre affiliate deve raccogliere dal gruppo consolidato almeno €250 milioni ($250=100+100+100-50$). La ripartizione esatta della soglia di €50 milioni fra i tre insiemi di compensazione dipenderà dall'accordo fra la società e le sue controparti. La società non può estendere la soglia di €50 milioni a ciascun insieme di compensazione con A1, A2 e A3 in modo tale da ridurre l'importo totale del margine iniziale richiesto ad appena €150 milioni ($150=100-50+100-50+100-50$).

2(iv) Il requisito che prevede l'applicazione della soglia su base pienamente consolidata si applica inoltre sia alla controparte cui viene estesa la soglia, sia alla controparte che estende la soglia. Si consideri a fini illustrativi che la società dell'esempio precedente sia articolata in tre filiazioni F1, F2 ed F3, e che ciascuna di queste filiazioni effettui transazioni in derivati non compensate centralmente con A1, A2 e A3. In questo caso, l'estensione della soglia di €50 milioni da parte della società ad A1, A2 e A3 è considerata nell'interesse della società stessa, ossia F1, F2 ed F3, cosicché tutte le filiazioni della società estendono in aggregato una soglia di margine iniziale non superiore a €50 milioni all'insieme delle controparti A1, A2 e A3.

2(v) L'attuazione di questo approccio richiede un'adeguata cooperazione fra le autorità di vigilanza del paese d'origine e del paese ospitante. Poiché la soglia viene applicata su base consolidata, l'autorità di supervisione del paese di origine del gruppo consolidato è necessariamente l'unica in grado di verificare che il gruppo non superi tale soglia con l'insieme delle sue controparti. Le autorità dei paesi che ospitano le filiazioni di un gruppo non saranno in grado di verificare che le filiazioni locali di loro competenza osservino la soglia allocata dal gruppo a ciascuna delle sue filiazioni. La comunicazione fra l'autorità di vigilanza del paese di origine del gruppo consolidato e quelle dei paesi ospitanti sarà pertanto fondamentale per assicurare che queste ultime abbiano accesso alle informazioni pertinenti sulla soglia allocata alle filiazioni locali di loro competenza.

Elemento 3 – Importi minimi di base e metodologie per i margini iniziali e di variazione

Premessa

3(a) Il terzo elemento dei requisiti di margine consiste nell'importo minimo di base per i margini iniziali e di variazione da raccogliere per un'operazione in derivati non compensata centralmente e nelle metodologie per il calcolo di tale importo. Il CBVB e la IOSCO hanno preso in esame il calcolo degli importi di base con riferimento a due benefici di fondo dei requisiti di margine descritti nella parte A, ossia la riduzione del rischio sistemico e la promozione della compensazione centrale. Dal punto di vista della riduzione del rischio sistemico, il CBVB e la IOSCO hanno considerato in che misura gli importi di

base dei margini sarebbero sufficienti a compensare con un elevato grado di certezza eventuali perdite causate dall'insolvenza di una controparte; questa analisi comporta la calibrazione degli importi di base in relazione all'esposizione corrente e potenziale riveniente dalle singole operazioni in derivati. Dal punto di vista della promozione della compensazione centrale, il CBVB e la IOSCO hanno considerato i costi associati con l'osservanza dei requisiti in materia di margini di base; tale analisi comporta la calibrazione degli importi di base in relazione ai costi di eseguire transazioni uguali o simili ricorrendo alla compensazione centrale. Il presente documento istituisce uno schema generale per il calcolo dei margini di variazione e iniziali di base inteso a concretizzare entrambi i benefici dei requisiti di margine.

3(b) Per quanto riguarda la distinzione dei requisiti di base per i margini iniziali e i margini di variazione, il CBVB e la IOSCO hanno preso in esame la diversa forma e finalità di ciascun tipo di margine e le consuetudini d'uso nella prassi del mercato.

3(c) I margini di variazione tutelano le parti contraenti dall'esposizione corrente in cui una delle parti è già incorsa per effetto delle variazioni del valore corrente di mercato del contratto dopo la sua stipula. L'importo del margine di variazione riflette l'entità di questa esposizione corrente. Esso dipende dal valore corrente di mercato del derivato in un dato momento, e può pertanto variare nel tempo.

3(d) I margini iniziali tutelano le parti contraenti dall'esposizione futura potenzialmente derivante da variazioni del valore corrente di mercato del contratto durante il periodo necessario a chiudere il contratto stesso e rimpiazzare la posizione nel caso in cui una o più controparti si rendano insolventi. L'importo del margine iniziale riflette l'entità di questa esposizione futura potenziale. Esso dipende da vari fattori, fra cui la frequenza di rivalutazione del contratto e dello scambio di margini di variazione, la volatilità dello strumento sottostante e la probabile durata del periodo di chiusura e rimpiazzo del contratto, e può variare nel tempo, in particolare laddove sia calcolato con riferimento a un portafoglio al quale vengano aggiunte o rimosse transazioni su base continuativa.

Principio fondamentale 3

Le metodologie di calcolo dei margini iniziali e dei margini di variazione su cui si basa la raccolta di margini da una controparte dovrebbero: a) essere coerenti fra le diverse entità destinatarie dei requisiti e riflettere l'esposizione futura potenziale (margine iniziale) e quella corrente (margine di variazione) associata allo specifico portafoglio dei derivati non compensati centralmente in questione; e b) assicurare che tutte le esposizioni al rischio di controparte siano pienamente coperte con un elevato grado di certezza.

Requisito 3 – Margine iniziale

3.1 Ai fini del calcolo del margine iniziale di base, l'esposizione futura potenziale relativa a un derivato non compensato centralmente dovrebbe riflettere una stima estrema ma plausibile di un aumento di valore dello strumento coerente con un intervallo di confidenza unidirezionale al 99% su un orizzonte di 10 giorni¹³, in base a dati storici che incorporino un periodo di tensioni finanziarie

¹³ Il requisito dei 10 giorni va applicato nel caso in cui i margini di variazione siano scambiati giornalmente. Laddove invece tali margini siano scambiati con frequenza inferiore, allora l'orizzonte minimo dovrà essere pari a 10 giorni, più il numero di giorni intercorrenti tra ciascuno scambio di margini; a prescindere dalla frequenza di scambio dei margini, andrà comunque applicata la soglia specificata nel paragrafo 2.2.

significative¹⁴. L'importo del margine iniziale va calibrato su un periodo che comprende tensioni finanziarie al fine di assicurare che nei momenti di maggiore necessità sia disponibile un margine sufficiente e al fine di limitare la potenziale prociclicità del margine stesso. L'importo del margine iniziale richiesto può essere calcolato con riferimento a 1) un modello quantitativo di portafoglio oppure a 2) un sistema di valori standardizzati. Allorché il margine iniziale è calcolato con riferimento a un modello, il periodo di tensione finanziaria utilizzato per la calibrazione andrà selezionato e applicato separatamente per ciascuna ampia classe di attività per la quale è consentito calcolare il margine a livello di portafoglio, come descritto di seguito. Il periodo selezionato dovrà inoltre includere un periodo di tensione finanziaria e coprire un periodo storico non superiore ai cinque anni. In aggiunta, ai fini della calibrazione i dati all'interno del periodo selezionato dovranno avere uguale ponderazione.

3.2 I derivati non compensati centralmente sono spesso esposti a un numero di rischi complessi e non correlati. I modelli quantitativi interni o di terzi che valutano tali rischi in forma granulare possono essere utili per assicurare che gli importi dei margini iniziali siano calcolati con l'opportuna sensibilità al rischio. In aggiunta, è prassi corrente presso varie grandi CCP attive utilizzare modelli quantitativi interni per determinare gli importi dei margini iniziali.

3.3 Nonostante la loro utilità, l'uso dei modelli quantitativi è subordinato al soddisfacimento di varie condizioni preliminari. In primo luogo, qualunque modello quantitativo utilizzato ai fini del calcolo dei margini iniziali deve essere autorizzato dall'autorità di supervisione competente. I modelli non esplicitamente autorizzati non potranno essere usati ai fini del calcolo dei margini iniziali. I modelli possono essere sviluppati internamente oppure acquisiti da controparti o fornitori terzi, ma devono comunque essere autorizzati in ogni caso dall'autorità di supervisione competente. Nel caso in cui ai fini del calcolo dei margini iniziali venga utilizzato un modello fornito da terzi, inoltre, tale modello dovrà ricevere l'opportuna autorizzazione per essere utilizzato in ogni giurisdizione e da ogni istituzione interessata. Analogamente, una controparte non regolamentata che desidera utilizzare un modello quantitativo ai fini del calcolo dei margini iniziali potrà utilizzare un modello autorizzato. L'autorizzazione concessa a una o più istituzioni da parte di un'autorità di supervisione non comporta automaticamente l'autorizzazione per una serie più ampia di giurisdizioni e/o istituzioni. In secondo luogo, i modelli quantitativi per il calcolo dei margini iniziali devono essere sottoposti a un processo di governance interna volto a valutare in via continuativa le stime del rischio prodotte dal modello, verificare tali stime a fronte dei dati e dell'esperienza effettivi e a convalidare l'applicabilità del modello ai derivati per i quali viene utilizzato. Il processo deve tenere conto della complessità dei prodotti coperti (ad esempio, opzioni con barriera e altre strutture più complesse). Questi requisiti aggiuntivi intendono assicurare che l'impiego dei modelli non comporti un abbassamento degli standard di margine. L'uso dei modelli non deve inoltre essere finalizzato ad abbassare gli standard di margine già esistenti nel contesto di alcuni derivati non compensati centralmente, ma piuttosto a produrre appropriate stime sensibili al rischio dell'esposizione futura potenziale allo scopo di promuovere solidi requisiti di margine.

3.4 I modelli quantitativi per il calcolo dei margini iniziali possono tenere conto del rischio a livello di intero portafoglio. Più in particolare, il modello per il calcolo dei margini iniziali può prendere in considerazione l'insieme dei derivati per i quali ha ricevuto l'autorizzazione a essere utilizzato e che rientrano nel quadro di un unico accordo di compensazione giuridicamente vincolante. I derivati fra controparti non sottoposti al medesimo accordo di compensazione giuridicamente vincolante non possono essere considerati nello stesso modello di calcolo dei margini iniziali. I portafogli di derivati sono spesso esposti a una serie di rischi contrapposti che possono e dovrebbero essere quantificati in

¹⁴ In ragione del sottoinsieme discreto di transazioni coperte dai requisiti di margine, queste ipotesi differiscono in certa misura da quelle utilizzate per calcolare l'esposizione futura potenziale per i derivati OTC nell'ambito dello schema di regolamentazione patrimoniale di Basilea.

maniera affidabile ai fini del calcolo dei margini iniziali. Nel contempo, va effettuata una distinzione fra i rischi contrapposti che possono essere quantificati in maniera affidabile e quelli di più ardua quantificazione. In particolare, è difficile modellizzare e convalidare le interrelazioni fra derivati relativi a classi di attività distinte, come azioni e merci. Questo tipo di relazione è inoltre soggetta a instabilità e presenta maggiori probabilità di interrompersi in periodi di tensione finanziaria. Di conseguenza, i modelli per il calcolo dei margini iniziali possono tenere conto della diversificazione, delle coperture e dei rischi contrapposti **all'interno di una classe** ben definita di attività come tassi di cambio/di interesse^{15, 16}, azioni, credito o merci, ma non **fra classi di attività diverse**, e a condizione che gli strumenti in parola siano coperti dallo stesso accordo di compensazione giuridicamente vincolante. L'inserimento di siffatti elementi di diversificazione, copertura e rischi contrapposti in un modello per i margini iniziali dovrà essere approvato dall'autorità di sorveglianza competente. Il calcolo dei margini iniziali per i derivati di una determinata classe di attività va effettuato senza considerare i derivati di altre classi di attività. Ad esempio, nel caso specifico di un portafoglio di derivati composto da un solo derivato su crediti e da un solo derivato su merci, il calcolo del margine iniziale mediante modello interno andrebbe effettuato calcolando anzitutto il margine iniziale richiesto per il derivato su crediti e successivamente quello richiesto per il derivato su merci. Il margine iniziale totale richiesto per il portafoglio corrisponderebbe quindi alla somma dei due importi ottenuti, poiché si riferiscono a due classi di attività diverse (merci e crediti). Infine, i derivati per i quali una società non è esposta ad alcun rischio di controparte (rischio zero) non richiedono la raccolta di alcun margine iniziale e possono essere esclusi dal calcolo.

3.5 Sebbene i modelli quantitativi per il calcolo dei margini iniziali a livello di portafoglio possano rappresentare un valido strumento di gestione dei rischi se monitorati e governati adeguatamente, esistono casi in cui per il calcolo dei margini iniziali potrebbe risultare appropriato un approccio più semplice e meno sensibile al rischio. In particolare, gli operatori di mercato minori potrebbero non volere o non essere in grado di sviluppare o mantenere un modello quantitativo ed essere restii ad affidarsi al modello della controparte. Nel calcolo dei margini iniziali alcuni operatori potrebbero inoltre apprezzare gli aspetti di semplicità e trasparenza, senza ricorrere a un modello quantitativo complesso. Infine, è necessario disporre di un metodo alternativo adeguatamente prudente nel caso in cui non esista alcun modello autorizzato per calcolare i margini iniziali relativi a una transazione specifica. Di conseguenza, il CBVB e la IOSCO hanno elaborato una tabella di valori, presentata nell'appendice A, utilizzabile per calcolare l'importo dei margini iniziali richiesti per una serie di transazioni in derivati.

3.6 Il margine iniziale richiesto sarà calcolato con riferimento ai tassi standardizzati presentati nell'appendice A e aggiustando l'importo lordo del margine iniziale in funzione di un importo relativo al rapporto netto lordo (NGR) riferito a tutti i derivati dell'insieme di compensazione giuridicamente vincolante. L'uso del rapporto netto lordo è prassi consolidata nel contesto della regolamentazione del capitale bancario e permette di tenere conto di importanti effetti contrapposti che verrebbero ignorati applicando un semplice sistema di margini standardizzato¹⁷. Il margine iniziale richiesto è calcolato in

¹⁵ I derivati su valute e tassi di interesse possono essere considerati congiuntamente ai fini del calcolo dei margini iniziali di portafoglio. Ad esempio, uno swap di tasso di interesse e un'opzione valutaria possono essere considerati come appartenenti a una singola classe di attività ai fini del calcolo dei margini iniziali per il portafoglio.

¹⁶ Gli swap sull'inflazione, che trasferiscono il rischio di inflazione fra le controparti, possono essere considerati come appartenenti alla classe di attività tassi di cambio/di interesse ai fini del calcolo dei margini iniziali mediante modello, e come appartenenti alla classe di attività tassi di interesse ai fini del calcolo dei margini iniziali sulla base del sistema di valori standardizzati.

¹⁷ L'impiego del rapporto netto lordo ai fini dei requisiti patrimoniali delle banche è descritto nello schema di regolamentazione patrimoniale di Basilea, allegato 4, paragrafo 96(iv), parte VII, *Basilea 2: Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali minimi – Nuovo schema di regolamentazione*, www.bis.org/publ/bcbs128ita.pdf. Il CBVB ha di recente pubblicato a fini consultivi il documento *The non-internal model method for capitalising counterparty credit risk*

due fasi. In primo luogo, il tasso di margine riportato nella tabella è moltiplicato per le dimensioni nozionali lorde del contratto derivato; il calcolo va ripetuto per ciascun contratto derivato¹⁸. L'importo ottenuto è definibile come margine iniziale standardizzato lordo. In secondo luogo, l'importo del margine iniziale lordo è aggiustato in funzione del rapporto fra costo di sostituzione corrente netto e costo di sostituzione corrente lordo (NGR). In termini di formula, il calcolo è espresso come:

$$\text{Margine iniziale standardizzato netto} = 0,4 * \text{Margine iniziale lordo} + 0,6 * \text{NGR} * \text{Margine iniziale lordo}$$

dove NGR è definito come livello del costo netto di sostituzione rispetto al livello del costo lordo di sostituzione per le transazioni soggette ad accordi di compensazione giuridicamente vincolanti. L'importo totale del margine iniziale richiesto per un portafoglio in base al sistema di valori standardizzati corrisponde all'importo del margine iniziale standardizzato netto. Tuttavia, laddove un'entità regolamentata faccia già uso di un sistema di valori prefissati per soddisfare i requisiti previsti dalla rispettiva regolamentazione patrimoniale, l'autorità di supervisione competente potrà consentire che lo stesso sistema sia utilizzato ai fini dei margini iniziali, a condizione che sia almeno altrettanto prudente.

3.7 Come nel caso dell'impiego di modelli quantitativi, i derivati per i quali una società non è esposta ad alcun rischio di controparte (rischio zero) non richiedono la raccolta di alcun margine iniziale e possono essere esclusi dal calcolo standardizzato.

3.8 Gli operatori nei mercati derivati non dovrebbero poter essere in grado di calcolare in modo opportunistico i margini iniziali utilizzando alternativamente modelli o il sistema di valori standardizzati al fine di ottenere le condizioni più favorevoli. Di conseguenza, la scelta fra i due metodi di calcolo per tutte le transazioni appartenenti alla stessa classe ben definita di attività dovrebbe essere coerente nel tempo e, ove del caso, conformarsi a eventuali altri requisiti imposti dall'autorità di supervisione dell'entità in questione.

3.9 Al tempo stesso, è del tutto plausibile che un operatore ricorra a un modello per calcolare i margini iniziali relativi a una classe di derivati che negozia abitualmente e al sistema di margini standardizzati nel caso di derivati che negozia con minore frequenza. Non è necessario che una società adotti l'approccio dei modelli o quello dei valori standardizzati per l'insieme della sua attività in derivati. Il requisito intende semplicemente assicurare che gli operatori di mercato non optino per i modelli nei casi in cui diano luogo a risultati più favorevoli rispetto ai valori standardizzati, e viceversa.

3.10 I margini iniziali vanno raccolti all'inizio della transazione, nonché in seguito su base abituale e coerente in caso di variazioni nell'esposizione futura potenziale misurata, come ad esempio nel caso in cui vengano aggiunte o sottratte operazioni dal portafoglio. Al fine di attenuare l'impatto sulla prociclicità, andrebbero scoraggiate richieste discrete ingenti di margini iniziali (addizionali) dovute a meccanismi automatici ("cliff-edge").

exposures, che esamina in dettaglio l'uso dell'NGR (www.bis.org/publ/bcbs254.htm). L'opportunità che il CBVB elabori eventuali sistemi alternativi per tenere conto delle coperture e degli effetti contrapposti nel contesto del rischio di credito di controparte sarà considerata nel corso del periodo di osservazione e valutazione sopradescritto.

¹⁸ Subordinatamente all'autorizzazione dell'autorità di supervisione competente, è in parte consentita la compensazione al livello di un contratto derivato specifico per calcolare l'importo nozionale cui applicare il tasso di margine. Ad esempio, uno swap che preveda il pagamento di un tasso di interesse fisso con scadenza a tre anni e un importo nozionale di 100 può essere compensato con uno swap che preveda il pagamento di un tasso variabile con scadenza a tre anni e nozionale di 50, ottenendo così un nozionale unico pari a 50 cui applicare il tasso di margine pertinente. I derivati che differiscono in termini di caratteristiche fondamentali, come sottostante, scadenza ecc. non possono essere compensati ai fini del calcolo dell'importo nozionale cui applicare il tasso di margine standardizzato.

3.11 La costituzione di margini iniziali addizionali dovrebbe essere graduale in modo da poter essere gestita nel tempo. Inoltre, i livelli dei margini dovrebbero essere sufficientemente prudenti, anche nei periodi di bassa volatilità del mercato, al fine di ridurre la prociclicità. Il requisito specifico che prevede di fissare i margini iniziali tenendo conto di un periodo comprendente fasi di tensione intende limitare le variazioni procicliche dei margini iniziali richiesti.

3.12 Le controparti in un contratto derivato dovrebbero disporre di procedure solide e rigorose per la risoluzione delle loro controversie prima dell'inizio della transazione. In particolare, l'importo del margine iniziale che una parte versa all'altra sarà determinato in base al calcolo mediante modelli ovvero al metodo dei valori standardizzati. Il metodo e i parametri specifici utilizzati da ciascuna controparte nel calcolo dei margini iniziali dovrebbero fare l'oggetto di un accordo ed essere registrati all'inizio della transazione al fine di ridurre le potenziali controversie. In aggiunta, previo accordo bilaterale e autorizzazione dell'autorità competente, le controparti potranno decidere congiuntamente di utilizzare un unico modello ai fini del calcolo dei margini. In caso di controversia in materia di margini, entrambe le controparti dovrebbero prendere tutti i provvedimenti necessari e opportuni per risolvere la controversia stessa, ad esempio mediante l'avvio tempestivo dei protocolli di risoluzione delle controversie, e per scambiarsi in tempi brevi l'importo richiesto di margine iniziale.

Requisito 3 – Margine di variazione

3.13 Per quanto riguarda i margini di variazione, occorre scambiare l'intero importo necessario a garantire pienamente l'esposizione al valore corrente di mercato del derivato non compensato centralmente.

3.14 Al fine di ridurre gli shock di liquidità avversi e di attenuare in modo efficace il rischio di credito di controparte, per i derivati non compensati centralmente soggetti a un unico accordo di compensazione giuridicamente vincolante i margini di variazione andrebbero calcolati e scambiati con frequenza sufficiente (ad esempio giornaliera).

3.15 La valutazione dell'esposizione corrente di un derivato può essere complessa e talvolta risultare oggetto di discussione o di controversia per una o entrambe le controparti. È probabile che i derivati non compensati centralmente risultino relativamente illiquidi. L'associata mancanza di trasparenza riguardo al prezzo complica ulteriormente il raggiungimento di un accordo in merito agli importi dell'esposizione corrente ai fini dei margini di variazione. Di conseguenza, le controparti in un contratto derivato dovrebbero disporre di procedure solide e rigorose per la risoluzione delle loro controversie prima dell'inizio della transazione. In caso di controversia in materia di margini, entrambe le controparti dovrebbero prendere tutti i provvedimenti necessari e opportuni per risolvere la controversia stessa, ad esempio mediante l'avvio tempestivo dei protocolli di risoluzione delle controversie, e per scambiarsi in tempi brevi l'importo richiesto di margine di variazione.

Osservazioni

3(i) La compresenza di due standard per la determinazione dei margini iniziali, uno basato sui modelli, l'altro su un sistema di valori prefissati, consente agli operatori in derivati di scegliere fra un modello quantitativo più sensibile al rischio, ma potenzialmente meno trasparente, e un sistema meno sensibile al rischio, ma più trasparente. Al tempo stesso, gli operatori nei mercati derivati non dovrebbero poter essere in grado di calcolare in modo opportunistico i margini iniziali utilizzando alternativamente i modelli o il sistema di valori standardizzati al fine di ottenere le condizioni più favorevoli. Di conseguenza, la scelta fra i due metodi di calcolo dovrà essere coerente nel tempo.

3(ii) Gli accordi di compensazione applicabili utilizzati dagli operatori di mercato dovranno risultare efficaci ai sensi delle leggi delle giurisdizioni pertinenti ed essere assistiti da pareri giuridici aggiornati

periodicamente. Le autorità di supervisione e gli operatori interessati dovrebbero valutare quali siano in pratica le modalità più appropriate per dare attuazione a questi requisiti.

3(iii) Il CBVB e la IOSCO riconoscono inoltre che le autorità nazionali di supervisione potrebbero voler alterare i requisiti di margine per conseguire risultati di natura macroprudenziale, come ad esempio limitare l'accumulo di leva finanziaria o l'espansione dei bilanci. A tal fine, esse potrebbero applicare ai livelli di base (o minimi) dei margini una maggiorazione o buffer macroprudenziale. Sebbene a questo riguardo non sia stata raggiunta alcuna conclusione, il CBVB e la IOSCO proseguono la riflessione sulle potenziali problematiche di coordinamento che si potrebbero presentare.

3(iv) Come già accennato, le operazioni in derivati fra entità destinatarie a rischio di controparte zero non richiedono alcun margine iniziale e possono essere escluse dal calcolo dei margini iniziali. Si consideri ad esempio un'opzione call di tipo europeo su un singolo titolo azionario. Si ipotizzi che una parte, il venditore dell'opzione, accetti di vendere a una specifica data futura (la scadenza dell'opzione) e a un prezzo predeterminato un numero prefissato di azioni all'altra parte, l'acquirente dell'opzione, qualora quest'ultimo lo desideri. Si ipotizzi inoltre che all'inizio della transazione l'acquirente dell'opzione effettui a favore del venditore un versamento che lo compensa pienamente per l'eventualità che alla scadenza del contratto debba vendere le azioni al prezzo prefissato. In questo caso il venditore dell'opzione non incorre in alcun rischio di controparte, l'acquirente viceversa sì. Il venditore ha infatti ricevuto l'intero valore dell'opzione all'avvio della transazione, mentre l'acquirente è soggetto al rischio di controparte poiché al momento della scadenza del contratto il venditore potrebbe non essere disposto o in grado di vendere le azioni al prezzo prefissato. In questo caso il venditore dell'opzione non è tenuto a raccogliere alcun margine iniziale dal compratore, e l'opzione call può essere esclusa dal calcolo dei margini iniziali. Essendo soggetto al rischio di controparte, invece, l'acquirente dell'opzione dovrà esigere dal venditore il versamento di un margine iniziale, in linea con i requisiti previsti dal presente documento.

Elemento 4 – Attività stanziabili in garanzia

Premessa

4(a) Anche qualora i margini versati siano sufficienti a tutelare pienamente una società in caso di insolvenza di una controparte in derivati, la società potrebbe comunque subire perdite laddove i margini stessi non siano costituiti in una forma che ne consenta la pronta liquidazione a valore pieno al momento dell'insolvenza, specie durante un periodo di tensione finanziaria.

4(b) Di conseguenza, il CBVB e la IOSCO hanno preso in considerazione quali tipi di garanzie reali debbano essere considerate idonee a soddisfare le richieste di margini, ipotizzando vari approcci diversi. Il primo approccio consisterebbe nel restringere la gamma di garanzie idonee alle attività più liquide di massima qualità, come ad esempio contanti e titoli di debito di emittenti sovrani con elevato merito di credito, poiché ciò rappresenterebbe la migliore assicurazione di poter realizzare pienamente il valore delle garanzie reali in periodi di tensione finanziaria. Un approccio alternativo sarebbe quello di allargare la gamma di garanzie idonee, includendovi anche attività come titoli azionari e obbligazioni societarie liquidi, e ovviare alla potenziale volatilità di questi strumenti mediante l'applicazione di adeguati scarti di valutazione ai fini dei margini di garanzia. I potenziali vantaggi di quest'ultimo approccio comprendono: 1) la riduzione del possibile impatto dei requisiti di margine sulla liquidità, poiché le società possono utilizzare una gamma più ampia di attività per soddisfare i requisiti e 2) un migliore allineamento con le prassi della compensazione centrale, poiché le CCP spesso accettano una gamma più ampia di attività, applicandovi scarti di garanzia. Dopo aver valutato entrambe le alternative, il CBVB e la IOSCO hanno optato per il secondo approccio (gamma più ampia di garanzie idonee).

Principio fondamentale 4

Al fine di assicurare che le garanzie reali versate a titolo di margine iniziale e di variazione possano essere liquidate in tempi ragionevoli per generare proventi che possano tutelare adeguatamente le entità riceventi destinatarie dei requisiti dalle perdite sui derivati non compensati centralmente in caso di insolvenza della controparte, tali garanzie dovrebbero essere attività altamente liquide in grado di mantenere, al netto dell'applicazione di uno scarto appropriato, il proprio valore nei periodi di tensione finanziaria. La gamma di garanzie idonee dovrebbe considerare che attività liquide in condizioni di mercato normali possono diventare rapidamente illiquide nei momenti di tensione finanziaria. Oltre a essere liquide, le garanzie idonee non dovrebbero essere esposte a rischi eccessivi di credito, di mercato e di cambio (compreso per l'effetto di differenze fra la loro valuta di denominazione e quella di regolamento dell'operazione). Nella misura in cui il valore della garanzia è esposto a questi rischi, andranno opportunamente applicati scarti di garanzia commisurati. Aspetto ancora più importante, il valore delle garanzie non dovrebbe essere significativamente correlato con il merito di credito della controparte o con il valore del portafoglio di derivati non compensati centralmente in modo da pregiudicare l'efficacia della protezione offerta dai margini versati (rischio di correlazione sfavorevole). Per questo motivo non dovrebbero essere accettati in garanzia i titoli emessi dalla controparte o da entità a questa collegate. Le garanzie accettate dovrebbero inoltre presentare un ragionevole grado di diversificazione.

Requisito 4

4.1 Le autorità nazionali di supervisione dovrebbero stilare l'elenco di garanzie reali idonee nella loro giurisdizione in base a questo principio fondamentale, tenendo conto delle condizioni dei rispettivi mercati. A titolo di guida, fra le attività idonee che soddisfano il principio fondamentale dovrebbero di norma figurare:

- contanti;
- titoli di elevata qualità emessi da amministrazioni pubbliche e banche centrali;
- titoli societari di elevata qualità;
- covered bond di elevata qualità;
- azioni comprese in importanti indici azionari;
- oro.

Il precedente elenco illustrativo non pretende di essere esaustivo. Altre attività e strumenti che soddisfano il principio fondamentale potranno essere utilizzati come garanzie idonee. È inoltre possibile che in giurisdizioni diverse alcune forme specifiche di garanzie reali siano più abbondanti o generalmente disponibili a causa di prassi di mercato o norme istituzionali. Le garanzie idonee possono essere denominate in qualunque valuta in cui siano effettuabili i pagamenti previsti dal derivato non compensato centralmente, ovvero in valute estere altamente liquide, applicando scarti adeguati per tenere conto del rischio di cambio corrispondente.

4.2 Al fine di determinare gli scarti di garanzia adeguati potrebbero essere impiegati modelli quantitativi interni o di fornitori esterni, ovvero sistemi di scarti prefissati. Entrambe le opzioni sono brevemente considerate di seguito.

4.3 Come nel caso del calcolo dei margini iniziali, anche per determinare gli scarti di garanzia potrebbero essere utilizzati modelli quantitativi sensibili al rischio, sia interni sia forniti da terzi, a condizione che tali modelli siano autorizzati dalle autorità di supervisione competenti e siano sottoposti a opportuni standard di governance interna. Come nel caso dei modelli per i margini iniziali, anche una controparte non regolamentata ha la facoltà di utilizzare un modello quantitativo autorizzato. Oltre agli aspetti relativi all'uso dei modelli interni trattati nel contesto dei margini iniziali, il CBVB e la IOSCO

rilevano altresì che le garanzie idonee potrebbero variare a seconda delle giurisdizioni nazionali a causa delle differenze nella disponibilità e liquidità di certi tipi di garanzie reali. Di conseguenza, potrebbe risultare difficile stabilire una serie standardizzata di scarti applicabili a tutti i tipi di garanzie reali in tutte le giurisdizioni nel rispetto del principio fondamentale.

4.4 Oltre agli scarti basati su modelli quantitativi, le controparti in derivati dovrebbero avere la possibilità di usare, come nel caso dei margini iniziali, anche scarti standardizzati che offrano trasparenza e minori effetti prociclici. Il CBVB e la IOSCO hanno stabilito un sistema standardizzato di scarti per l'elenco di garanzie esposto in precedenza. I livelli degli scarti sono ricavati dagli scarti prudenziali standard adottati nel metodo integrale dell'Accordo di Basilea per le operazioni assistite da garanzia reale, e sono riportati nell'appendice B¹⁹. Qualora il CBVB decida di modificare gli scarti applicati ai fini dell'adeguatezza patrimoniale, il CBVB e la IOSCO estenderanno tali modifiche anche ai requisiti di margine per i derivati non compensati centralmente, a meno che non vi siano validi motivi di policy per non farlo. Tuttavia, laddove un'entità regolamentata sia soggetta a un sistema esistente di scarti standardizzati nell'ambito della rispettiva regolamentazione patrimoniale, l'autorità di supervisione competente potrà consentire che lo stesso sistema sia utilizzato ai fini dei margini iniziali, a condizione che sia almeno altrettanto prudente. Sebbene gli scarti svolgano una funzione cruciale per la gestione dei rischi assicurando che le garanzie versate siano sufficienti a coprire il fabbisogno di margini nei periodi di tensione finanziaria, altri fattori di attenuazione dei rischi dovrebbero essere presi in considerazione nell'accettare garanzie diverse dai contanti. In particolare, le entità destinatarie dei requisiti dovrebbero assicurarsi che le garanzie ricevute non presentino un grado eccessivo di concentrazione in termini di singoli emittenti, tipi di emittenti e tipi di attività.

4.5 In caso di controversia riguardo al valore delle garanzie idonee, entrambe le controparti dovrebbero prendere tutti i provvedimenti necessari e opportuni per risolvere la controversia stessa, ad esempio mediante l'avvio tempestivo dei protocolli di risoluzione delle controversie, e per scambiarsi in tempi brevi l'eventuale margine richiesto.

Osservazioni

4(i) Le condizioni di mercato e la disponibilità dei vari tipi di attività differiscono a seconda delle giurisdizioni. Le autorità nazionali di supervisione dovrebbero elaborare il rispettivo elenco di garanzie reali idonee sulla base del principio fondamentale, tenendo conto delle condizioni dei propri mercati e facendo riferimento all'elenco illustrativo di garanzie idonee presentato nella sezione relativa al requisito.

4(ii) I requisiti in termini di scarti di garanzia dovrebbero essere trasparenti e facili da calcolare, in modo da agevolare i pagamenti fra controparti, evitare le controversie e ridurre il rischio operativo complessivo. I livelli degli scarti dovrebbero basarsi sui rischi ed essere opportunamente calibrati in modo da riflettere i rischi di fondo che influiscono sul valore delle garanzie idonee, come ad esempio la volatilità del prezzo di mercato, la liquidità, il rischio di credito e la volatilità dei tassi di cambio, in condizioni di mercato sia normali sia di tensione. Gli scarti dovrebbero essere fissati in maniera prudente per evitare la prociclicità. Essi dovrebbero ad esempio risultare sufficientemente elevati nei periodi favorevoli per evitare che debbano essere innalzati in modo considerevole e improvviso in caso di tensioni.

¹⁹ Gli scarti presentati nell'appendice B si basano sugli scarti prudenziali standard riportati nel paragrafo 151, parte 2, di *Basilea 2: Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali – Nuovo schema di regolamentazione*, www.bis.org/publ/bcbs128ita.pdf.

4(iii) Alcune società potrebbero non volere o non essere in grado di sviluppare modelli interni di calcolo degli scarti che soddisfino i requisiti delle autorità di regolamentazione. Potrebbe inoltre essere auspicabile mettere a disposizione un metodo più semplice, prudente e trasparente per il calcolo degli scarti. Il CBVB e la IOSCO hanno stabilito una serie di scarti di garanzia standardizzati utilizzabile in luogo degli scarti basati sui modelli.

4(iv) Il sistema di scarti prefissati dovrebbe essere sufficientemente restrittivo da incentivare le società a elaborare modelli interni. Al fine di evitare l'applicazione opportunistica delle tabelle standardizzate per ottenere scarti inferiori, le società dovranno applicare in maniera coerente il metodo delle tabelle standardizzate oppure quello dei modelli interni/di fornitori terzi a tutte le garanzie reali appartenenti alla stessa classe ben definita di attività.

4(v) Può verificarsi che prima della scadenza del contratto una controparte necessiti per qualche ragione o finalità particolare delle garanzie già versate per soddisfare i requisiti di margine. In tal caso, sarà possibile sostituirle o scambiarle con garanzie reali alternative, a condizione che entrambe le parti acconsentano alla sostituzione e che la sostituzione o lo scambio vengano effettuati alle condizioni applicabili agli accordi fra loro intercorrenti. In caso di sostituzione, le garanzie reali alternative dovranno soddisfare tutti i requisiti precedentemente esposti. Inoltre, il valore delle garanzie alternative, al netto dell'applicazione degli scarti, dovrà essere sufficiente a soddisfare il requisito di margine.

Elemento 5 – Trattamento del margine iniziale versato

Premessa

5(a) La forma giuridica con la quale viene detenuto o scambiato il margine iniziale può influire significativamente sull'efficacia del margine stesso nel proteggere una società dalle perdite in caso di insolvenza della controparte. In particolare, allorché le due parti in una operazione in derivati si scambiano i margini iniziali su base netta o commista è possibile che la misura in cui ciascuna di loro sia protetta dall'insolvenza della controparte di fatto aumenti in misura soltanto limitata o nulla. Sebbene una parte abbia ricevuto in garanzia un margine iniziale, essa si ritrova a dover sopportare il rischio di perdite addizionali sul margine iniziale versato alla controparte in caso di insolvenza di quest'ultima, rischio che potrebbe controbilanciare in tutto o in parte i vantaggi del margine iniziale ricevuto. Tale rischio sarebbe esacerbato qualora la controparte stanzi, impegni o riutilizzi in altro modo (re-hypothecation) il margine ricevuto, in modo tale per cui parti terze acquisiscano un titolo giuridico o effettivo sul margine, oppure il margine sia integrato o messo in pool con attività di proprietà di terzi, per cui emergano complicità legali in merito al diritto della società sul margine, in grado di ritardare o precludere la restituzione delle attività riutilizzate in caso di insolvenza della controparte.

5(b) Attualmente, lo scambio bidirezionale di margini iniziali nelle operazioni bilaterali non costituisce una prassi di mercato universalmente accettata. Di conseguenza, la segregazione obbligatoria o altre forme di protezione delle garanzie versate a titolo di margine iniziale potrebbe dare luogo a richieste di liquidità e a costi di negoziazione incrementali elevati rispetto alle prassi attuali poiché le società: a) sarebbero obbligate a impiegare una quantità significativamente maggiore di attività liquide per versare alle controparti i margini iniziali su base lorda, anziché netta, e b) non avrebbero più la capacità illimitata di utilizzare i margini iniziali ricevuti come fonte di finanziamento, ovvero di stanziarli, impegnarli o riutilizzarli in altro modo discrezionale.

5(c) Considerata la possibilità che il trattamento netto dei margini versati pregiudichi i benefici generali offerti dai margini obbligatori, presso il CBVB e la IOSCO si è creato un ampio consenso a favore dell'obbligo di scambiare i margini su base lorda e di segregare o proteggere in altro modo efficace i margini iniziali versati, così da preservare la capacità dei margini stessi di controbilanciare pienamente il rischio di perdite in caso di insolvenza della controparte nell'operazione in derivati.

Principio fondamentale 5

Poiché lo scambio di margini iniziali su base netta potrebbe non bastare a tutelare due operatori di mercato con ingenti posizioni lorde reciproche in derivati qualora uno dei due fallisca, occorrerebbe che tali operatori si scambino margini iniziali su base lorda. I margini iniziali ricevuti andrebbero detenuti in modo da assicurare che: a) siano immediatamente a disposizione della parte ricevente in caso di insolvenza della controparte; e b) siano soggetti a dispositivi che, nella misura consentita dalla legge applicabile, tutelano appieno la parte che li versa in caso di fallimento della parte che li riceve. Le singole giurisdizioni sono invitate a rivedere le rispettive leggi pertinenti al fine di assicurare una sufficiente protezione delle garanzie reali in caso di fallimento.

Requisito 5

5.1 I margini iniziali andrebbero scambiati su base lorda ed essere detenuti in modo coerente con il principio fondamentale precedente.

Osservazioni

5(i) Esistono molteplici modi diversi per tutelare il margine versato, ma ciascuno presenta dei rischi. Ad esempio, si ritiene generalmente che il ricorso a depositari terzi offra la tutela migliore, ma vi sono stati casi in cui l'accesso alle attività detenute presso depositari terzi è risultato in pratica limitato o difficoltoso. Il livello di tutela dipenderà inoltre dal diritto fallimentare vigente, e varierà da una giurisdizione all'altra.

5(ii) I dispositivi utilizzati in materia di garanzie dovranno risultare efficaci ai sensi delle leggi applicabili ed essere assistiti da pareri giuridici favorevoli aggiornati periodicamente.

5(iii) Il contante e le garanzie reali diverse dal contante ricevuti a titolo di margine di variazione potranno essere rimpegnati o altrimenti riutilizzati (diritto di re-hypothecation).

5(iv) Fatte salve le disposizioni del paragrafo 5(v), il contante e le garanzie diverse dal contante ricevuti a titolo di margine iniziale non dovrebbero essere rimpegnati né riutilizzati in altro modo. Una giurisdizione potrà consentire alla parte che riceve il margine iniziale (ricevente del margine iniziale) di rimpegnare o riutilizzare in altro modo alcuni margini iniziali ricevuti da un cliente (cliente), a patto che siano pienamente rispettati i criteri rigorosi previsti dal successivo paragrafo 5(v) e che la giurisdizione accerti l'esistenza di controlli adeguati ad assicurare che le garanzie in parola vengano riutilizzate una volta sola all'interno del sistema finanziario internazionale, ossia che, una volta riutilizzata presso una parte terza (parte terza) nel rispetto delle disposizioni del paragrafo 5(vi), la garanzia stanziata a titolo di margine iniziale non venga ulteriormente riutilizzata dalla parte terza. Le garanzie reali ricevute dovranno inoltre essere segregate dalle attività di proprietà del ricevente del margine iniziale. In aggiunta, il ricevente del margine iniziale dovrà offrire al cliente l'opzione di segregare le attività reali da questo versate dalle attività di tutti gli altri clienti e controparti del ricevente (segregazione individuale).

5(v) Il contante e le garanzie diverse dal contante ricevuti a titolo di margine iniziale da clienti possono essere rimpegnati o altrimenti riutilizzati (di seguito, riutilizzati) presso una parte terza unicamente ai fini della copertura della posizione in derivati del ricevente del margine iniziale originata dalle transazioni con clienti per le quali sono stati raccolti margini iniziali e a condizioni che proteggano i diritti dei clienti sulle garanzie reali, nella misura consentita dalla legge nazionale applicabile. In tale contesto, i clienti dovrebbero essere unicamente società finanziarie dal lato dell'acquisto ("buy-side") o entità non finanziarie, e non entità che effettuano regolarmente attività di marker-making in derivati, quotano abitualmente prezzi in acquisto e in vendita per contratti derivati e rispondono abitualmente a richieste di prezzi in acquisto o in vendita per contratti derivati. In qualunque caso, le garanzie reali del cliente potranno essere riutilizzate soltanto se saranno rispettate le condizioni seguenti:

1. il cliente, nell'ambito dell'accordo contrattuale con il ricevente e dopo che il ricevente del margine iniziale ha reso noti 1) il suo diritto a negare la riutilizzazione e 2) i rischi associati alla natura del diritto del cliente sulla garanzia riutilizzata in caso di insolvenza del ricevente o della parte terza, dà il suo consenso esplicito in forma scritta alla riutilizzazione della garanzia reale versata. In aggiunta, il ricevente del margine iniziale offre al cliente l'opzione di segregare individualmente la garanzia reale.
 2. Il ricevente del margine iniziale è soggetto alla regolamentazione del rischio di liquidità.
 3. Le garanzie reali ricevute dal cliente a titolo di margine iniziale sono trattate come attività del cliente, e segregate da quelle di proprietà del ricevente del margine iniziale fino al momento della riutilizzazione. Successivamente alla riutilizzazione, la parte terza deve trattare le attività reali alla stregua di attività del cliente, e segregarle da quelle proprie. Le attività restituite al ricevente del margine iniziale dopo essere state riutilizzate devono essere anch'esse trattate alla stregua di attività del cliente, e segregate da quelle di proprietà del ricevente del margine iniziale.
 4. Le garanzie reali dei clienti che hanno acconsentito alla riutilizzazione delle loro garanzie devono essere segregate da quelle dei clienti che non hanno dato il loro consenso.
 5. Laddove il margine iniziale sia stato segregato individualmente, le garanzie reali dovranno essere riutilizzate soltanto ai fini della copertura della posizione in derivati del ricevente del margine iniziale originata dalle transazioni con il cliente per le quali sono state fornite garanzie reali.
 6. Laddove il margine iniziale sia stato segregato individualmente e successivamente riutilizzato, il ricevente del margine iniziale deve chiedere alla parte terza di segregare in modo analogo le garanzie reali dalle attività degli altri clienti e delle controparti della parte terza, o di proprietà della parte terza stessa.
 7. Il cliente è tutelato dal rischio di perdita del margine iniziale nei casi di insolvenza del ricevente del margine iniziale o della parte terza e di insolvenza sia del ricevente del margine iniziale sia della parte terza.
 8. Laddove il ricevente del margine iniziale riutilizzi il margine iniziale stesso, l'accordo con il destinatario della garanzia reale (ossia la parte terza) deve vietare alla parte terza di riutilizzare ulteriormente la garanzia reale.
 9. Laddove la garanzia reale sia riutilizzata, il ricevente del margine iniziale ne deve dare notifica al cliente. Su richiesta del cliente e qualora quest'ultimo abbia optato per la segregazione individuale, il ricevente del margine iniziale deve comunicare al cliente l'importo di contante nonché il valore delle garanzie diverse dal contante che sono stati riutilizzati.
 10. Le garanzie reali possono essere riutilizzate e detenute presso un'entità regolamentata in una giurisdizione che soddisfa tutte le specifiche condizioni riportate in questa sezione e in cui le medesime condizioni possono essere fatte rispettare dal ricevente del margine iniziale.
 11. Il cliente e la parte terza non possono appartenere allo stesso gruppo.
 12. Il ricevente del margine iniziale e la parte terza devono mantenere le opportune evidenze necessarie a dimostrare il soddisfacimento delle condizioni sopra riportate.
- 5(vi) Il livello e il volume della riutilizzazione devono essere comunicati alle autorità in modo da metterle in condizione di monitorare gli eventuali rischi che ne conseguono.
- 5(vii) Inoltre, il gruppo di osservazione esaminerà l'entità della riutilizzazione delle garanzie reali versate a titolo di margine iniziale, quali entità acconsentano alla riutilizzazione delle garanzie reali da loro versate a titolo di margine iniziale, quali entità siano state autorizzate a riutilizzare le garanzie reali ricevute a titolo di margine iniziale, le modalità con cui giurisdizioni e operatori di mercato attuano le

condizioni summenzionate e salvaguardano le attività riutilizzate, il funzionamento in pratica del diritto di riutilizzazione, gli effetti delle condizioni summenzionate sulla parità concorrenziale e le possibilità di miglioramento delle segnalazioni sulla riutilizzazione delle garanzie, al fine di formulare al CBVB e alla IOSCO raccomandazioni in merito all'opportunità di continuare a permettere la riutilizzazione delle garanzie reali a queste condizioni, consentire la riutilizzazione soltanto per un sottoinsieme di prodotti derivati non compensati centralmente, proibire del tutto la riutilizzazione delle garanzie o modificare in altro modo le condizioni applicate. Infine, il gruppo di osservazione riesaminerà la definizione di cliente e valuterà l'opportunità di rivedere tale definizione o aggiungere nuove condizioni.

Elemento 6 – Trattamento delle operazioni con affiliate

Premessa

6(a) Per quanto le prassi di mercato a questo riguardo varino, non è consuetudine che affiliate controparti in un derivato non compensato centralmente si scambino margini iniziali o di variazione. Per questo motivo è probabile che l'estensione dell'obbligo di costituire margini iniziali alle transazioni fra affiliate crei un fabbisogno addizionale di liquidità per le società coinvolte. Il contesto giuridico e regolamentare specifico che disciplina tali transazioni, inoltre, varia considerevolmente da una giurisdizione all'altra. Gli assetti giuridici e regolamentari specifici che disciplinano le operazioni in derivati fra affiliate dipendono in ampia misura dalle specificità delle giurisdizioni interessate. Ad esempio, alcune giurisdizioni richiedono che le operazioni fra affiliate siano soggette a una gestione accentrata dei rischi, mentre altre obbligano le affiliate a effettuare tali operazioni alle condizioni di mercato. Tali transazioni potrebbero non prestarsi necessariamente a un'opera di armonizzazione, poiché i diversi sistemi legali sono verosimilmente motivati dalle specificità di ciascuna giurisdizione e del suo assetto giuridico.

Principio fondamentale 6

Le operazioni fra una società e le sue affiliate andrebbero opportunamente disciplinate, in modo coerente con il quadro giuridico e regolamentare di ciascuna giurisdizione.

Requisito 6

6.1 Le autorità nazionali di supervisione dovrebbero rivedere i rispettivi assetti giuridici e condizioni di mercato e istituire gli opportuni requisiti in materia di margini iniziali e di variazione.

Elemento 7 – Interazione fra i regimi nazionali nelle transazioni internazionali

Premessa

7(a) L'attuale struttura dei mercati dei derivati non compensati centralmente ha carattere globale. I principali operatori del mercato spesso conducono l'attività in derivati attraverso molteplici entità giuridiche in giurisdizioni nazionali diverse e trattano di frequente con controparti di altre giurisdizioni. Considerata la natura globale di questi mercati, e come già osservato nel sommario, l'efficacia dei requisiti di margine potrebbe trovarsi compromessa qualora i requisiti stessi non fossero coerenti a livello internazionale.

7(b) Per questo motivo il CBVB e la IOSCO hanno preso in considerazione, all'interno dello schema per i requisiti di margine, approcci specifici intesi ad assicurare che l'attuazione dei requisiti di margine al livello delle singole giurisdizioni nazionali sia adeguatamente interattivo, ossia che la regolamentazione di ciascuna giurisdizione nazionale sia complementare dal punto di vista territoriale, in modo che a) le opportunità di arbitraggio regolamentare siano limitate, b) vengano mantenute condizioni di parità concorrenziale, c) non siano applicati alla stessa transazione o attività requisiti di margine ridondanti o contrastanti, e d) vi sia un notevole grado di certezza in merito a quale sia la regolamentazione nazionale da applicare. Allorché una transazione è sottoposta a due serie di disposizioni regolamentari (requisiti ridondanti), l'autorità del paese di origine e quella del paese ospitante dovrebbero cercare di 1) armonizzare nella misura del possibile la regolamentazione o 2) applicare soltanto una serie di disposizioni, riconoscendo l'equivalenza e la comparabilità delle loro regolamentazioni rispettive.

Principio fondamentale 7

I regimi di regolamentazione delle varie giurisdizioni dovrebbero interagire in modo tale da dare luogo, per i derivati non compensati centralmente, a requisiti di margine sufficientemente coerenti e non ridondanti.

Requisito 7

7.1 I requisiti di margine in una giurisdizione sono applicabili alle entità giuridiche insediate in quella giurisdizione, comprese le affiliate locali di entità estere, in relazione ai margini iniziali e di variazione da esse raccolti. Le autorità del paese di origine possono consentire a un'entità destinataria dei requisiti di attenersi per la sua attività in derivati ai requisiti di margine previsti dal sistema del paese ospitante, a condizione che l'autorità di supervisione del paese di origine consideri che tale sistema sia coerente con i requisiti di margine descritti nel presente schema. Una filiale fa parte della stessa entità giuridica della sede centrale; potrebbe essere sottoposta ai requisiti di margine della giurisdizione in cui è ubicata la sede centrale oppure ai requisiti del paese ospitante.

Osservazioni

7(i) Si raccomanda che le autorità dei paesi di origine e ospitante cooperino strettamente per individuare le incompatibilità e le incongruenze fra i rispettivi sistemi relativamente all'applicazione internazionale dei requisiti di margine. Si raccomanda inoltre che le autorità coordinino i loro approcci attraverso canali multilaterali o bilaterali al fine di ridurre ove possibile i casi di questo tipo.

7(ii) Oltre ai requisiti di margine, vari altri aspetti della regolamentazione dei derivati OTC hanno implicazioni internazionali. Con l'evoluzione degli approcci in merito a tali questioni, il CBVB e la IOSCO potrebbero valutare l'opportunità di modificare i requisiti sopra riportati, al fine di assicurare la coerenza di trattamento delle operazioni internazionali sotto tutti gli aspetti della regolamentazione dei derivati OTC.

Elemento 8 – Introduzione graduale dei requisiti

Premessa

8(a) L'introduzione di requisiti di margine per i derivati non compensati centralmente rappresenta un cambiamento significativo per gran parte degli operatori di mercato. In particolare, l'obbligo di versare margini iniziali non è attualmente applicato a un gran numero di transazioni o di operatori. Per

questo motivo si renderanno necessari miglioramenti operativi considerevoli, nonché importi significativi di garanzie reali, e quindi la pianificazione della liquidità. Sebbene i cambiamenti che occorreranno in conseguenza dei requisiti di margini universali siano importanti per limitare i rischi sistemici, essi dovranno essere gestiti in maniera efficace in modo da consentire un'ordinata transizione che non comporti costi indebitamente ingenti. In aggiunta, occorre soppesare i vantaggi offerti dalla gestione della transizione verso i nuovi requisiti a fronte dei rischi sistemici che continueranno a essere presenti durante il periodo di transizione.

8(b) I requisiti potrebbero inoltre comportare costi operativi indebiti per le entità minori, che non pongono alcun rischio sistemico significativo e non dovrebbero essere vincolate in particolare dai requisiti in materia di margini iniziali, considerata la soglia prevista di €50 milioni.

8(c) I requisiti, infine, sono nuovi e interagiscono con un ampio numero di altre iniziative di regolamentazione che, nel tempo, andrebbero riesaminate e all'occorrenza armonizzate. Di conseguenza, è importante che l'appropriatezza e l'efficacia di questi requisiti, nonché la loro relazione con altri standard collegati, facciano l'oggetto di regolare monitoraggio e valutazione.

Principio fondamentale 8

I requisiti enunciati in questo documento andranno introdotti gradualmente in modo che i benefici in termini di riduzione del rischio sistemico e di incentivi siano adeguatamente bilanciati con i costi di liquidità, operativi e di transizione associati alla loro attuazione. I requisiti andrebbero inoltre rivisti periodicamente per valutarne l'efficacia, la solidità e la relazione con altre iniziative di regolamentazione esistenti e collegate, e per assicurare l'armonizzazione fra giurisdizioni diverse.

Requisito 8

8.1 L'obbligo di scambiare margini di variazione entrerà in vigore il 1° dicembre 2015. L'obbligo di scambiare margini di variazione fra le entità destinatarie dei requisiti riguarda soltanto i nuovi contratti stipulati dopo il 1° dicembre 2015. Lo scambio di margini di variazione per gli altri contratti è soggetto ad accordi bilaterali.

8.2 L'obbligo di scambiare margini iniziali bidirezionali con una soglia fino a €50 milioni sarà introdotto come segue.

8.3 Dal 1° dicembre 2015 al 30 novembre 2016 tutte le entità destinatarie appartenenti a un gruppo il cui importo nozionale medio aggregato a fine mese di derivati non compensati centralmente per giugno, luglio e agosto 2015 superi €3 000 miliardi saranno soggette all'obbligo per le transazioni con altre entità destinatarie (a condizione che anche la controparte soddisfi questa condizione).

8.4 Dal 1° dicembre 2016 al 30 novembre 2017 tutte le entità destinatarie appartenenti a un gruppo il cui importo nozionale medio aggregato a fine mese di derivati non compensati centralmente per giugno, luglio e agosto 2016 superi €2 250 miliardi saranno soggette all'obbligo per le transazioni con altre entità destinatarie (a condizione che anche la controparte soddisfi questa condizione).

8.5 Dal 1° dicembre 2017 al 30 novembre 2018 tutte le entità destinatarie appartenenti a un gruppo il cui importo nozionale medio aggregato a fine mese di derivati non compensati centralmente per giugno, luglio e agosto 2017 superi €1 500 miliardi saranno soggette all'obbligo per le transazioni con altre entità destinatarie (a condizione che anche la controparte soddisfi questa condizione).

8.6 Dal 1° dicembre 2018 al 30 novembre 2019 tutte le entità destinatarie appartenenti a un gruppo il cui importo nozionale medio aggregato a fine mese di derivati non compensati centralmente per giugno, luglio e agosto 2018 superi €750 miliardi saranno soggette all'obbligo per le transazioni con altre entità destinatarie (a condizione che anche la controparte soddisfi questa condizione).

8.7 In via permanente (ossia a partire dal 1° dicembre 2019), tutte le entità destinatarie appartenenti a un gruppo il cui importo nozionale medio aggregato a fine mese di derivati non compensati centralmente per giugno, luglio e agosto 2018 superi €8 miliardi saranno soggette ai requisiti enunciati in questo documento durante il periodo dal 1° dicembre di quell'anno al 30 novembre dell'anno successivo per le transazioni con altre entità destinatarie (a condizione che anche la controparte soddisfi questa condizione). Tutte le entità destinatarie appartenenti a un gruppo il cui importo nozionale medio aggregato a fine mese di derivati non compensati centralmente per giugno, luglio e agosto di quell'anno sia inferiore a €8 miliardi non saranno soggette ai requisiti in materia di margini iniziali enunciati in questo documento.

8.8 Ai fini del calcolo dell'importo nozionale medio aggregato del gruppo a fine mese, necessario a determinare l'applicabilità dei requisiti enunciati in questo documento alle entità destinatarie, andranno considerati tutti i derivati non compensati centralmente del gruppo, compresi i riporti e gli swap in cambi con regolamento per consegna.

8.9 I requisiti in materia di margini iniziali si applicheranno a tutti i nuovi contratti stipulati nei periodi sopra specificati. Non è richiesta l'applicazione di tali requisiti ai contratti derivati preesistenti²⁰.

8.10 Le autorità di regolamentazione internazionali collaboreranno al fine di assicurare un'adeguata trasparenza in merito a quali entità siano o meno soggette ai requisiti in materia di margini iniziali durante il periodo di transizione.

²⁰ Si considera che le modifiche genuinamente apportate ai contratti derivati esistenti non diano luogo a un nuovo contratto derivato. Le modifiche intese a estendere un contratto derivato preesistente al fine di aggirare i requisiti di margine danno invece luogo a un nuovo contratto derivato.

Appendice A

Tabella dei margini iniziali standardizzati

Categoria di attività	Margine iniziale obbligatorio (% dell'esposizione nozionale)
Credito: durata di 0-2 anni	2
Credito: durata di 2-5 anni	5
Credito: durata di 5 o più anni	10
Merci	15
Azioni	15
Valute	6
Tassi di interesse: durata di 0-2 anni	1
Tassi di interesse: durata di 2-5 anni	2
Tassi di interesse: durata di 5 o più anni	4
Altri	15

Appendice B

Tabella degli scarti standardizzati

Categoria di attività	Scarto (% del valore di mercato)
Contante nella stessa valuta	0
Titoli di elevata qualità emessi del Tesoro o dalla banca centrale: vita residua inferiore a un anno	0,5
Titoli di elevata qualità emessi del Tesoro o dalla banca centrale: vita residua fra uno e cinque anni	2
Titoli di elevata qualità emessi del Tesoro o dalla banca centrale: vita residua superiore a cinque anni	4
Obbligazioni societarie/covered bond di elevata qualità: vita residua inferiore a un anno	1
Obbligazioni societarie/covered bond di elevata qualità: vita residua superiore a un anno e inferiore a cinque anni	4
Obbligazioni societarie/covered bond di elevata qualità: vita residua superiore a cinque anni	8
Azioni comprese in importanti indici azionari	15
Oro	15
Scarto aggiuntivo (additivo) per le attività denominate in valute diverse da quella dell'obbligo relativo al derivato	8