



Bruxelles, 7.12.2022  
COM(2022) 696 final

**COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE COMUNICAZIONE DELLA  
COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSIGLIO, ALLA BANCA  
CENTRALE EUROPEA E AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO**

**Un percorso verso un sistema di compensazione dell'UE più forte**

# COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSIGLIO, ALLA BANCA CENTRALE EUROPEA E AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO

## Un percorso verso un sistema di compensazione dell'UE più forte

### 1. INTRODUZIONE

Un ecosistema di compensazione sicuro, solido e competitivo nell'UE è essenziale per il buon funzionamento dell'Unione dei mercati dei capitali. La compensazione centrale sostiene le negoziazioni sui mercati dei capitali: quando le negoziazioni sono compensate a livello centrale, una controparte centrale (CCP) si interpone tra le parti dell'operazione e diventa l'acquirente nei confronti di ciascun venditore e il venditore nei confronti di ciascun acquirente, garantendo l'esecuzione dei contratti. Ciò può verificarsi grazie ad un sistema di garanzie che la CCP raccoglie presso le parti. Attraverso la compensazione, ciascuna parte detiene un'unica esposizione netta nei confronti della CCP anziché una complessa rete di esposizioni bilaterali nei confronti di singole controparti. In tal modo, le CCP aumentano la trasparenza e l'efficienza del mercato e riducono altresì i rischi sui mercati finanziari, in particolare per i derivati. Le CCP svolgono un ruolo fondamentale nell'ecosistema della compensazione, che comprende sia i soggetti che partecipano direttamente alle CCP (in qualità di "partecipanti diretti"), quali le banche e imprese di investimento di grandi dimensioni, sia i soggetti che partecipano indirettamente alle CCP (ad esempio tramite partecipanti diretti), quali i fondi di investimento nonché le banche, le imprese di assicurazione e le imprese di dimensioni inferiori. Se la compensazione non funziona in modo efficiente, gli enti finanziari, le imprese e gli investitori si trovano ad affrontare maggiori rischi e costi più elevati.

Le norme dell'UE in materia di compensazione e CCP sono stabilite nel regolamento sulle infrastrutture del mercato europeo (EMIR)<sup>1</sup>, integrato dal regolamento che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione delle CCP<sup>2</sup>. L'EMIR mette a disposizione un quadro solido per la gestione dei rischi e la trasparenza nei mercati della compensazione. Tuttavia, sono emerse sfide nuove.

**Innanzitutto la capacità di compensazione è una dimensione importante per l'Unione dei mercati dei capitali: per questo motivo l'UE necessita di un sistema di compensazione competitivo e moderno.** L'Unione dei mercati dei capitali mira a creare mercati dei capitali dell'UE profondi e liquidi capaci di soddisfare le esigenze dei cittadini, delle imprese e degli enti finanziari dell'UE. La Commissione continua ad attuare il piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali del 2020<sup>3</sup>. Parallelamente alla presente comunicazione, la Commissione sta adottando una proposta legislativa destinata a rendere

---

<sup>1</sup> Regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 luglio 2012, sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni (GU L 201 del 27.7.2012, pag. 1).

<sup>2</sup> Regolamento (UE) 2021/23 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 dicembre 2020, relativo a un quadro di risanamento e risoluzione delle controparti centrali e recante modifica dei regolamenti (UE) n. 1095/2010, (UE) n. 648/2012, (UE) n. 600/2014, (UE) n. 806/2014 e (UE) 2015/2365 e delle direttive 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2007/36/CE, 2014/59/UE e (UE) 2017/1132 (GU L 22 del 22.1.2021, pag. 1).

<sup>3</sup> Comunicazione della Commissione, Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione (COM(2020) 590 final).

meno gravose per le imprese l'iscrizione e la raccolta di capitali su borse pubbliche (la "normativa sulle quotazioni"). La Commissione presenta inoltre una proposta per armonizzare gli aspetti fondamentali della normativa in materia di fallimento delle imprese, affrontando uno dei principali ostacoli agli investimenti transfrontalieri all'interno dell'UE. Tuttavia un'autentica Unione dei mercati dei capitali deve basarsi su infrastrutture di mercato competitive. Nel contesto dell'Unione dei mercati dei capitali, la Commissione ha già proposto una revisione del regolamento sui mercati degli strumenti finanziari<sup>4</sup> e del quadro normativo per i depositari centrali di titoli<sup>5</sup>. Al fine di rafforzare l'Unione dei mercati dei capitali, l'UE deve inoltre potenziare la propria capacità di compensazione interna.

In secondo luogo, l'ecosistema di compensazione dell'UE deve essere **sicuro e resiliente**: La vigilanza dell'UE deve essere rafforzata per garantire un monitoraggio e un controllo adeguati dei rischi transfrontalieri all'interno dell'UE che comportano un aumento dei volumi di compensazione. Al fine di rafforzare la resilienza, occorre tenere conto degli insegnamenti tratti dai **recenti sviluppi nei mercati dell'energia**, con diverse imprese del settore energetico che si trovano ad affrontare problemi di liquidità quando utilizzano derivati. Tali sviluppi hanno dimostrato che l'EMIR deve essere rafforzato in modo che i rischi per la stabilità finanziaria dell'UE continuino ad essere attenuati alla luce delle nuove sfide. Ciò significa costruire un ecosistema di compensazione dell'UE sicuro e solido, in grado di resistere agli shock economici. Un ecosistema che consenta a un'ampia serie di partecipanti, comprese le imprese del settore energetico, di coprire i propri rischi in modo efficiente e sicuro, di prevedere meglio le richieste di margini e quindi di gestire più efficacemente il loro fabbisogno di liquidità.

**In terzo luogo, CCP dell'UE competitive, ben sviluppate e resilienti costituiscono una condizione preliminare per l'autonomia strategica aperta dell'UE.** È fondamentale che l'UE resti aperta ai mercati finanziari globali al fine di attrarre investitori e sostenere la concorrenza globale delle imprese europee. Allo stesso tempo, a seguito del recesso del Regno Unito dall'UE, gli ingenti importi di contratti denominati in euro compensati presso CCP del Regno Unito comportano rischi per la stabilità finanziaria dell'UE e per la trasmissione e la conduzione della politica monetaria dell'UE. Lo sviluppo di una solida capacità di compensazione nell'UE riduce i rischi derivanti da esposizioni eccessive nei confronti di CCP di paesi terzi.

A tal fine, il 7 dicembre 2022 la Commissione ha presentato proposte legislative che modificano l'EMIR e altri atti legislativi per rendere l'UE un polo di compensazione più attraente ed efficiente sotto il profilo dei costi e affrontare le potenziali vulnerabilità. Le misure incideranno sia sull'offerta che sulla domanda di servizi di compensazione. Contribuiranno ad ampliare la serie di soluzioni di compensazione offerte dalle CCP dell'UE e a migliorarne la liquidità, incentivando un maggior numero di partecipanti al mercato a compensare nell'Unione.

---

<sup>4</sup> Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) n. 600/2014 per quanto riguarda il miglioramento della trasparenza dei dati di mercato, l'eliminazione degli ostacoli all'emergere di un sistema consolidato di pubblicazione, l'ottimizzazione degli obblighi di negoziazione e il divieto di ricevere pagamenti per la trasmissione degli ordini dei clienti (COM(2021) 727 final).

<sup>5</sup> Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) n. 909/2014 per quanto riguarda la disciplina di regolamento, la prestazione di servizi transfrontalieri, la cooperazione in materia di vigilanza, la prestazione di servizi accessori di tipo bancario e i requisiti per i depositari centrali di titoli di paesi terzi (COM(2022) 120 final).

Tali proposte fanno seguito a ampie consultazioni, anche dei membri del Parlamento europeo, di rappresentanti degli Stati membri e delle loro autorità, delle autorità europee di vigilanza (AEV), del Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS), della Banca centrale europea (BCE) e del meccanismo di vigilanza unico (SSM), nonché di un'ampia serie di portatori di interessi del settore<sup>6</sup>. Gli impatti di tali misure non dipendono soltanto dall'introduzione di modifiche legislative, ma anche dal coinvolgimento e dall'impegno di tutti i soggetti coinvolti, sia pubblici che privati. Le autorità di regolamentazione e i responsabili delle politiche possono stabilire le condizioni per conseguire un panorama migliore della compensazione nell'UE. Ma in definitiva spetta ai partecipanti al mercato cogliere le opportunità offerte dalla normativa. Anche le autorità pubbliche dell'UE possono svolgere un ruolo importante, dando l'esempio e contribuendo a un ecosistema di compensazione più sicuro, resiliente e competitivo nell'Unione europea.

## **2. UN SISTEMA DI COMPENSAZIONE DELL'UE COMPETITIVO E MODERNO**

### **a. Per le CCP**

Le CCP fungono da catalizzatori della stabilità finanziaria e devono essere in grado di rispondere in modo dinamico agli sviluppi dei mercati. L'EMIR ha istituito un quadro solido per la compensazione centrale. Tuttavia alcuni settori del quadro attuale di vigilanza si sono rivelati eccessivamente complessi. Le procedure di approvazione da parte delle autorità di vigilanza per il lancio di nuovi servizi e l'avvio di nuove attività di compensazione da parte delle CCP dell'UE possono essere inutilmente lunghe e onerose, ostacolando il lancio di prodotti nuovi sul mercato. I cambiamenti dei modelli di rischio delle CCP si trovano ad affrontare sfide analoghe. L'approvazione di un nuovo prodotto non dovrebbe richiedere anni e le modifiche dei modelli devono essere rapide per rispecchiare l'evoluzione delle condizioni economiche e di mercato. I ritardi nelle approvazioni aumentano i costi e limitano la competitività delle CCP dell'UE, riducendo l'attrattiva dell'UE come sede di attività. Di conseguenza è indispensabile eliminare tali ostacoli.

*Azioni chiave:* la proposta legislativa che modifica l'EMIR introduce procedure nuove che le autorità coinvolte nella vigilanza delle CCP dell'UE dovrebbero seguire per approvare attività nuove o servizi nuovi che le CCP dell'UE intendono offrire, nonché modifiche dei modelli di rischio. I documenti che le CCP devono fornire nelle loro domande sono standardizzati e il periodo di tempo per ottenere l'approvazione è ridotto a poche settimane. Viene inoltre introdotta una nuova procedura breve per l'avvio di attività e servizi nuovi senza modifiche sostanziali del modello imprenditoriale di una CCP. Tali riforme ridurranno notevolmente il tempo necessario alle CCP per immettere sul mercato un prodotto o per modificare in modo sostanziale un modello. Le CCP dell'UE sono incoraggiate a sfruttare al massimo le opportunità potenziali offerte da un nuovo quadro, anche ampliando la loro serie di prodotti per soddisfare la domanda dei loro partecipanti diretti e clienti.

### **b. Per i partecipanti del settore finanziario**

Anche i partecipanti finanziari che utilizzano i servizi di CCP, ad esempio i fondi di investimento e le imprese di assicurazione, dovrebbero beneficiare di una riduzione dei costi quando utilizzano i servizi di compensazione. A seguito delle riforme successive alla crisi

<sup>6</sup> Nel 2021 la Commissione ha guidato un gruppo di lavoro sulle opportunità e sulle sfide del trasferimento della compensazione di derivati dalle CCP del Regno Unito a quelle dell'UE e nel 2022 ha tenuto una consultazione mirata, nonché riunioni con rappresentanti degli Stati membri e con rappresentanti del Parlamento europeo.

del 2008 e del passaggio alla compensazione centralizzata, sono stati effettuati adeguamenti anche nel quadro bancario, consentendo alle banche di beneficiare di un trattamento patrimoniale preferenziale quando compensano presso una CCP autorizzata o riconosciuta<sup>7</sup> anziché effettuare operazioni bilaterali<sup>8</sup>. Ciò ha senso perché la compensazione mediante CCP riduce il rischio di credito di controparte. Tali modifiche delle norme prudenziali bancarie, tuttavia, non sono state pienamente rispecchiate in altri atti legislativi del settore finanziario. Le norme attuali sui limiti di esposizione delle controparti per le operazioni in derivati di cui alla direttiva OICVM<sup>9</sup> non rispecchiano ad esempio pienamente la natura di riduzione del rischio della compensazione centrale per i gestori di fondi di investimento. Esistono incoerenze anche nel quadro Solvibilità II per gli assicuratori<sup>10</sup>.

Tale mancanza di coerenza è diventata più problematica in quanto le CCP dell'UE hanno iniziato a offrire modalità nuove di accesso alla compensazione, che aiutano i fondi e le imprese di assicurazione. Nel contesto del quadro Solvibilità II, ad esempio, le esposizioni relative alle CCP delle imprese di assicurazione che intendono diventare membri diretti delle CCP possono essere soggette a requisiti patrimoniali più elevati rispetto ai casi in cui gli assicuratori agiscono in veste di partecipanti indiretti alla compensazione. Tali requisiti patrimoniali più elevati disincentivano il ricorso a detti nuovi modelli di accesso. Taluni schemi pensionistici dell'UE, che saranno soggetti all'obbligo di compensazione nel giugno 2023, stanno iniziando o hanno già iniziato a utilizzare i nuovi modelli di accesso. Maggiore è il numero di soggetti coinvolti nel sistema, maggiori sono la liquidità e le opportunità di negoziazione disponibili.

*Azioni chiave:* oltre al requisito di disporre di un conto attivo presso le CCP dell'UE (cfr. sezione 4), le proposte legislative adottate il 7 dicembre 2022 modificano la direttiva OICVM e il regolamento sui fondi comuni monetari<sup>11</sup> per rispecchiare meglio il ruolo di attenuazione dei rischi delle CCP autorizzate nell'UE o riconosciute dall'ESMA. Per quanto concerne le imprese di assicurazione, la Commissione intende affrontare, nel contesto della prossima revisione del pertinente regolamento delegato, il trattamento prudenziale svantaggioso cui gli assicuratori sono soggetti se diventano partecipanti diretti<sup>12</sup>.

<sup>7</sup> Una CCP autorizzata è una controparte centrale stabilita in uno Stato membro e autorizzata a norma dell'EMIR (articolo 14). Una CCP riconosciuta è una controparte centrale di un paese terzo riconosciuta dall'ESMA a norma dell'EMIR (articolo 25) per la prestazione di servizi di compensazione a partecipanti diretti dell'UE e a sedi di negoziazione.

<sup>8</sup> Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 (GU L 176 del 27.6.2013, pag. 1).

<sup>9</sup> Direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) (GU L 302 del 17.11.2009, pag. 32).

<sup>10</sup> Regolamento delegato (UE) 2015/35 (GU L 12 dell'17.1.2015, pag. 1).

<sup>11</sup> Regolamento (UE) 2017/1131 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, sui fondi comuni monetari (GU L 169 del 30.6.2017, pag. 8).

<sup>12</sup> Nel contesto del riesame della direttiva Solvibilità II, la Commissione ha concluso che saranno necessarie modifiche integrative del regolamento delegato (UE) 2015/35 per conseguire tutti gli obiettivi del riesame (cfr. COM(2021) 580 final). In tale contesto la Commissione ha avviato discussioni sul possibile contenuto delle modifiche del regolamento delegato (UE) 2015/35.

### 3. UN ECOSISTEMA DI COMPENSAZIONE SICURO E RESILIENTE

#### a. Garantire una vigilanza solida e congiunta

Lo sviluppo dell'ecosistema di compensazione dell'UE può comportare rischi aggiuntivi all'interno dell'UE in ragione dell'aumento dei volumi di compensazione. Affinché tali rischi siano gestiti correttamente, le CCP dell'UE devono essere soggette a una vigilanza approfondita sia a livello nazionale che a livello UE di più ampia portata. In effetti, dato il ruolo centrale della compensazione nel sistema finanziario dell'UE, i rischi derivanti dalle carenze in materia di vigilanza si estendono oltre i confini nazionali.

I recenti sviluppi del mercato hanno inoltre confermato la necessità di un monitoraggio e di un controllo dei rischi più olistici: le CCP si trovano al centro di una complessa catena di interdipendenze e la compensazione centrale non è soltanto un'attività delle CCP e di talune grandi banche, ma coinvolge anche diversi tipi di operatori economici in Stati membri diversi. I recenti sviluppi del mercato hanno evidenziato la necessità di migliori informazioni sulle relazioni e sulle interdipendenze lungo l'intera catena di compensazione: anche se le CCP sono solide, i problemi di liquidità dei partecipanti al mercato possono comportare vulnerabilità che devono essere individuate e affrontate.

Ciò significa che l'UE deve rafforzare il quadro che consente alle autorità di collaborare efficacemente sul campo, condividere conoscenze e approfondimenti e sviluppare una cultura comune della vigilanza dal basso verso l'alto. Un ecosistema nel quale il monitoraggio delle catene di compensazione, che interessano gli Stati membri e i mercati, coinvolge gli organismi dell'UE. Ciò vale in particolare per le situazioni di emergenza<sup>13</sup>, nelle quali le decisioni devono essere prese tenendo conto del quadro completo, nell'interesse delle economie sia dell'UE che degli Stati membri.

Tali obiettivi possono essere conseguiti sviluppando l'attuale sistema di vigilanza dell'UE. Le disposizioni in materia di vigilanza per le controparti centrali sono state riformate nel 2019: sebbene le autorità nazionali di vigilanza delle CCP mantengano la responsabilità finale della vigilanza sulle CCP stabilite nel loro territorio, il ruolo dell'ESMA è stato rafforzato con l'istituzione di un comitato di vigilanza delle CCP composto da autorità di vigilanza delle CCP dell'UE, tre membri indipendenti e banche centrali per determinate discussioni. Il comitato di vigilanza vigila sulle CCP sistemiche di paesi terzi, mentre per le CCP dell'UE il suo ruolo rimane principalmente quello di promuovere la convergenza.

*Azioni chiave:* la proposta legislativa della Commissione sviluppa e rafforza ulteriormente il quadro di vigilanza dell'UE, anche: i) istituendo gruppi di vigilanza congiunti per determinati compiti, al fine di gettare le basi per una vigilanza più cooperativa in una prospettiva europea di più ampio respiro nonché di sviluppare le conoscenze e l'esperienza in materia di vigilanza in tutta l'UE; ii) agevolando il monitoraggio dei rischi transfrontalieri per l'UE lungo tutta la catena di compensazione da parte delle autorità dell'UE, quali le AEV, la BCE, il CERS e il meccanismo di vigilanza unico; e iii) consentendo all'ESMA, attraverso il suo comitato di vigilanza delle CCP, di coordinare le risposte comuni alle situazioni di emergenza sulla base di informazioni aggiornate.

<sup>13</sup> Tra le situazioni di emergenza figurano ad esempio quelle situazioni che incidono sulla solidità o sulla resilienza della CCP oppure gli sviluppi sui mercati finanziari che possono avere effetti negativi ad esempio sulla stabilità del sistema finanziario negli Stati membri nei quali la CCP o uno dei suoi partecipanti diretti è stabilita o stabilito (cfr. articolo 24 della proposta di regolamento).

## **b. Un quadro più solido per la compensazione dei derivati su merci**

I mercati dei derivati su merci consentono alle imprese, compresi i produttori, i fornitori e i distributori di energia, di gestire i rischi di volatilità dei prezzi e di offrire ai clienti contratti fissi a più lungo termine. Nel corso dell'estate i picchi dei prezzi e l'estrema volatilità sui mercati dei derivati energetici hanno determinato problemi di liquidità per le imprese del settore energetico. Tali partecipanti al mercato hanno subito pressioni in relazione alla liquidità a causa delle maggiori richieste di margini legate all'aumento dei prezzi. Nel contesto del suo pacchetto di misure di emergenza energetica, la Commissione ha proposto ad esempio di ampliare l'elenco delle attività che possono essere fornite come garanzia reale presso le CCP dell'UE<sup>14</sup>.

Tuttavia, al di là delle misure di emergenza, i recenti sviluppi del mercato hanno già evidenziato settori mirati per miglioramenti strutturali del quadro dell'EMIR. In effetti le implicazioni più ampie delle recenti dinamiche di mercato dovrebbero essere esaminate attentamente, come suggerito anche dall'ESMA in una recente lettera indirizzata alla Commissione<sup>15</sup>. La copertura delle esposizioni del settore energetico è diventata più difficile per taluni partecipanti, in quanto la volatilità dei prezzi delle materie prime è aumentata e le CCP hanno chiesto margini maggiori. Negli scenari di stress i margini aumentano, rispecchiando i maggiori rischi cui sono esposti i partecipanti al mercato. In tal modo la compensazione centrale aumenta la necessità di garantire un'adeguata gestione della liquidità da parte di tutti i partecipanti diretti, al fine di soddisfare le richieste di margini. Inoltre i recenti sviluppi del mercato hanno attirato l'attenzione sul modo in cui le imprese non finanziarie, quali le organizzazioni, accedono alle CCP, in quanto le tensioni relative alla liquidità possono essere maggiori nel caso in cui un'impresa acceda direttamente a una CCP, senza l'intermediazione di un partecipante diretto finanziario quale una banca. L'ecosistema di compensazione dell'UE dovrebbe consentire alle imprese dell'Unione di coprire i loro rischi in modo efficiente e sicuro, salvaguardando nel contempo la stabilità finanziaria. In tal modo, la compensazione centrale può sostenere e sosterrà l'economia dell'UE.

*Azioni chiave:* la proposta legislativa che modifica l'EMIR consente alle imprese di comprendere meglio il loro fabbisogno futuro potenziale di liquidità in caso di compensazione a livello centrale, imponendo che i modelli di margine siano più trasparenti per tutti: è più facile per un'impresa pianificare il fabbisogno di liquidità se è in grado di comprendere quale tipo di richieste di margini può trovarsi ad affrontare, in particolare in una situazione di stress. Le CCP dell'UE forniscono già strumenti che simulano il comportamento dei modelli di margine. Tali informazioni dovrebbero tuttavia essere trasmesse lungo la catena della compensazione, in quanto il fabbisogno di liquidità derivante dalle richieste di margini non si ferma al livello del partecipante diretto, che sarà pertanto tenuto a spiegare chiaramente ai propri clienti come funzionano le richieste di margini e a fornire simulazioni in scenari diversi. La proposta legislativa che modifica l'EMIR rafforza inoltre i requisiti per la partecipazione a una CCP, al fine di evitare che rischi indebiti si propaghino ad altri partecipanti diretti. Se le imprese non finanziarie hanno accesso diretto a una CCP, devono essere meglio attrezzate per adempiere i loro obblighi. La proposta legislativa tiene inoltre conto delle raccomandazioni dell'ESMA che

<sup>14</sup> Comunicazione della Commissione, Emergenza energetica – preparare, acquistare e proteggere l'UE insieme (COM(2022) 553 final).

<sup>15</sup> Lettera dell'ESMA alla Commissione europea del 22 settembre 2022: <https://www.esma.europa.eu/file/125192/download?token=6iK84Onz>.

suggeriscono di modificare la metodologia per la determinazione della soglia di compensazione, rendendola più facile da attuare e più prevedibile. Impone inoltre all'ESMA di riesaminare e chiarire le condizioni affinché un'operazione sia considerata una copertura e non sia pertanto computata ai fini del calcolo della soglia di compensazione.

#### **4. Un ecosistema di compensazione a sostegno dell'autonomia strategica aperta dell'UE**

La compensazione è un'attività globale e gli operatori del mercato dell'UE sono attivi presso diverse CCP in tutto il mondo. Il lavoro svolto negli ultimi anni nel settore dell'equivalenza delle CCP dimostra chiaramente l'impegno dell'UE a favore di un sistema finanziario aperto che sostenga le norme e la cooperazione internazionali. La Commissione ha adottato decisioni in materia di equivalenza delle CCP per oltre 20 giurisdizioni; tale circostanza ha consentito al mercato dell'UE di aprirsi a più di 40 CCP di paesi terzi. Ciò significa opportunità per le CCP di paesi terzi e opportunità per i partecipanti al mercato dell'UE, che spesso accompagnano le imprese europee nei mercati esteri.

Allo stesso tempo, per "autonomia strategica aperta"<sup>16</sup> si intende che l'UE deve essere in grado di affrontare i rischi per la stabilità finanziaria che possono sorgere quando i partecipanti al mercato dell'UE sono eccessivamente esposti nei confronti di soggetti di paesi terzi, in quanto ciò può essere fonte di vulnerabilità. Il Regno Unito, in particolare, svolge un ruolo fondamentale quale polo per la compensazione centrale: nel primo semestre del 2021, il 91 % di tutte le operazioni relative a swap su tassi di interesse denominate in euro è stato compensato nel Regno Unito<sup>17</sup>.

Al fine di attenuare i rischi derivanti dalla potenziale brusca interruzione dell'accesso dei partecipanti al mercato dell'UE alle CCP del Regno Unito a seguito del recesso del Regno Unito dall'UE, la Commissione ha adottato decisioni temporanee in materia di equivalenza riguardanti il quadro normativo e di vigilanza per tali CCP<sup>18</sup>. La decisione temporanea di equivalenza attualmente in vigore riguardante il quadro per le CCP nel Regno Unito scade il 30 giugno 2025.

Allo stesso tempo la Commissione ha esortato i partecipanti al mercato dell'UE a ridurre le esposizioni eccessive nei confronti di tali infrastrutture sistemiche situate in un paese terzo, alla luce dei potenziali rischi in uno scenario di stress. In effetti, in caso di stress, la dipendenza eccessiva dei partecipanti al mercato dell'UE dalle CCP stabilite in paesi terzi rende difficile per le autorità di regolamentazione e di vigilanza dell'UE affrontare i rischi per la stabilità finanziaria per l'UE. Come rilevato dall'ESMA<sup>19</sup>, in tempi di crisi le modifiche delle garanzie, dei margini o degli scarti di garanzia ammissibili possono incidere negativamente sui mercati delle obbligazioni sovrane di uno o più Stati membri e, più in generale, sulla stabilità finanziaria dell'UE. Anche le perturbazioni nei principali mercati rilevanti per le politiche monetarie delle banche centrali dell'UE possono ostacolare il

---

<sup>16</sup> See comunicazione della Commissione, Il sistema economico e finanziario europeo: promuovere l'apertura, la forza e la resilienza (COM(2021) 32 final).

<sup>17</sup> Cfr. CEPS 2021, *Setting EU CCP policy - much more than meets the eye*.

<sup>18</sup> Decisione di esecuzione (UE) 2018/2031 della Commissione, del 19 dicembre 2018; decisione di esecuzione (UE) 2019/544 della Commissione, del 3 aprile 2019; decisione di esecuzione (UE) 2019/2211 della Commissione, del 19 dicembre 2019; decisione di esecuzione (UE) 2020/1308 della Commissione, del 21 settembre 2020; e decisione di esecuzione (UE) 2022/174 della Commissione, dell'8 febbraio 2022.

<sup>19</sup> Cfr. relazione dell'ESMA del dicembre 2021: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-results-its-assessment-systemically-important-uk-central>.



meccanismo di trasmissione di tali politiche. In tempi di crisi, le autorità dell'UE non sarebbero nella posizione migliore per adottare le decisioni pertinenti.

È importante prepararsi ad eventi ad alto rischio ma poco probabili. L'aumento della capacità di compensazione nell'UE e il rafforzamento dell'ecosistema di compensazione ridurranno a medio termine le esposizioni eccessive dei partecipanti al mercato dell'UE nei confronti di CCP di paesi terzi, sostenendo in tal modo l'autonomia strategica aperta dell'UE<sup>20</sup>.

*Azioni chiave:* la proposta legislativa che modifica l'EMIR impone ai partecipanti al mercato soggetti all'obbligo di compensazione di compensare attraverso conti attivi presso le CCP dell'UE una quota dei prodotti che l'ESMA ha individuato presentare una rilevanza sistemica significativa<sup>21</sup>. Ciò contribuirà a ridurre i rischi per la stabilità finanziaria posti dall'esposizione eccessiva nei confronti di CCP di paesi terzi, come individuati dall'ESMA. A integrazione di tale misura, le proposte legislative modificano altresì la direttiva sui requisiti patrimoniali e la direttiva sulle imprese di investimento al fine di migliorare il monitoraggio e il trattamento del rischio di concentrazione che può derivare dalle esposizioni nei confronti di CCP<sup>22</sup>.

La Commissione sta inoltre proponendo di semplificare la valutazione dell'equivalenza ai sensi dell'EMIR quando i rischi connessi alla compensazione in un paese terzo sono particolarmente bassi. L'esperienza ha dimostrato che vi è margine per rendere il quadro di equivalenza dell'EMIR più proporzionato e per migliorare la cooperazione con le autorità di vigilanza straniere, sulla base della diversa entità dei rischi posti dalle CCP nei paesi terzi, senza compromettere nel contempo la necessità che i paesi terzi dispongano di norme solide.

## 5. IL RUOLO DELLE AUTORITÀ PUBBLICHE

Al fine di sviluppare un ecosistema di compensazione competitivo, le autorità di vigilanza, le banche centrali, le altre autorità e gli enti pubblici, a livello sia nazionale che UE, svolgono un ruolo importante.

Gli **enti pubblici**, ad esempio gli uffici di gestione del debito pubblico, sono esentati dall'obbligo di compensare i loro derivati presso una CCP ai sensi dell'EMIR. Ciò è giustificato per consentire a tali organismi di svolgere la loro missione nell'interesse pubblico. Nel corso degli anni alcuni enti pubblici hanno scelto di iniziare a compensare i loro contratti a livello centrale su base volontaria. La compensazione centrale comporta maggiori garanzie in termini di rischio di controparte, migliora la liquidità dei mercati e aumenta la trasparenza. La Commissione incoraggia vivamente le autorità pubbliche dell'UE a compensare presso le CCP dell'UE, qualora decidano di compensare e laddove siano disponibili i prodotti ricercati. Da parte sua, **la Commissione si impegna a compensare la maggior parte delle sue posizioni compensate a livello centrale presso una CCP dell'UE**, laddove i prodotti ricercati siano disponibili.

<sup>20</sup> Cfr. dichiarazione della commissaria McGuinness sulla via da seguire per la compensazione centrale: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/STATEMENT\\_21\\_5905](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/STATEMENT_21_5905).

<sup>21</sup> Derivati su tassi di interesse denominati in euro e in zloty polacchi, future su tassi di interesse a breve termine e credit default swap denominati in euro.

<sup>22</sup> Tali misure incentiveranno i soggetti sottoposti a vigilanza (enti creditizi e imprese di investimento) a ridurre il rischio di concentrazione eccessivo, ad esempio diversificando/riducendo le loro esposizioni. Nella misura in cui riterrà che le azioni intraprese da un soggetto da essa sottoposto a vigilanza non siano sufficienti a ridurre tale rischio, un'autorità competente potrà imporre misure di vigilanza.

Il contributo delle autorità pubbliche nazionali può essere utile nel settore delle norme contabili. Vi sono alcune incertezze circa l'applicazione di determinate norme nazionali nel settore della contabilizzazione delle operazioni di copertura<sup>23</sup>, che potrebbero nella pratica scoraggiare i trasferimenti di posizioni da una CCP di un paese terzo a una CCP dell'UE. **La Commissione invita le autorità nazionali a esaminare le norme contabili nazionali e a rimuovere o alleviare eventuali ostacoli al trasferimento delle esposizioni**<sup>24</sup>.

Anche le **banche centrali** sono attori importanti. La consultazione pubblica della Commissione svoltasi agli inizi del 2022 ha messo in evidenza un ampio sostegno da parte dei portatori di interessi a favore di ulteriori progressi nei sistemi di pagamento europei, più in particolare nel contesto di TARGET2. TARGET2 è un sistema di pagamento unico, che funziona in tempo reale e sulla base del regolamento lordo per la sua comunità di partecipanti ed è un'infrastruttura fondamentale a sostegno dell'euro. Diversi partecipanti al mercato, sia banche che CCP, hanno espresso il parere secondo cui gli orari di funzionamento del sistema sono troppo brevi, il che implica che alcuni margini applicabili verso la fine di una giornata lavorativa sono richiesti dalle CCP dell'UE in valute estere come il dollaro statunitense. Secondo i partecipanti al mercato, tale situazione presenta difficoltà sia per le CCP, che devono essere in grado di investire dollari statunitensi ricevuti nel mercato dei pronti contro termine, sia per i partecipanti diretti e i clienti, ai quali è richiesto di disporre dell'importo necessario di dollari statunitensi per soddisfare le richieste di margini. Ciò potrebbe essere fonte di preoccupazione soprattutto in periodi di stress, quando le richieste di margini da parte delle CCP possono verificarsi nelle ore più tarde e presentano importi variabili. La Commissione intende evitare che i partecipanti al mercato dell'UE dipendano dalla liquidità in valuta estera per soddisfare le richieste di margini da parte delle CCP dell'UE, in particolare in periodi di stress. **La Commissione invita pertanto le banche e le CCP a interagire con l'Eurosistema** in merito a questi temi e a discutere tutte le possibili modalità di utilizzo del sistema. La Commissione confida nel fatto che i partecipanti al mercato, insieme all'Eurosistema, esamineranno le questioni sollevate nella consultazione mirata del 2022 e troveranno una soluzione per affrontarle.

Un altro aspetto che è stato portato all'attenzione della Commissione è legato alle politiche di accesso delle banche centrali per le CCP per quanto concerne i depositi e gli strumenti di liquidità. Come emerge da una relazione del 2018 del Fondo monetario internazionale<sup>25</sup>, l'Eurosistema ha stabilito politiche di accesso per le CCP in generale. In ragione della molteplicità di tali politiche di accesso, il Fondo monetario internazionale ha formulato alcune raccomandazioni indirizzate alla BCE/all'Eurosistema affinché tali soggetti esaminino la possibile armonizzazione tra le pertinenti politiche di accesso per le CCP. **L'Eurosistema sta esaminando più approfonditamente le questioni summenzionate.** Va osservato che le politiche di accesso relative ai depositi e agli strumenti di liquidità delle banche centrali

---

<sup>23</sup> L'obiettivo della contabilizzazione delle operazioni di copertura è rappresentare nel bilancio l'effetto delle attività di gestione dei rischi del soggetto in questione che utilizzano strumenti finanziari per gestire esposizioni derivanti da rischi particolari che potrebbero incidere sull'utile (sulla perdita) d'esercizio.

<sup>24</sup> La Commissione è pronta a fornire sostegno tecnico agli Stati membri e alle loro autorità pubbliche, a norma del regolamento (UE) 2021/240 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 febbraio 2021, al fine di agevolare la compensazione delle autorità pubbliche presso le CCP dell'UE, qualora decidano di compensare, nonché a rivedere le norme nazionali di contabilizzazione al fine di eliminare o alleviare gli ostacoli al trasferimento delle esposizioni.

<sup>25</sup> Fondo monetario internazionale, Relazione per paese n. 18/226, luglio 2018: <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/CR/2018/cr18226.ashx>.

rientrano nel mandato e nei compiti dell'Eurosistema, che sono svolti in linea con il principio di indipendenza delle banche centrali.

## **5. CONCLUSIONI**

Le riforme successive alla crisi finanziaria globale del 2008 hanno consentito ai mercati finanziari dell'UE di far fronte ai recenti sviluppi del mercato da una posizione molto più solida rispetto a prima del 2008. Un aspetto fondamentale di tali riforme è la compensazione centrale. La compensazione centrale è essenziale per le negoziazioni e per mercati dei capitali ben sviluppati. È fondamentale per costruire l'Unione dei mercati dei capitali. L'esperienza acquisita in relazione all'attuale quadro dell'UE ha tuttavia messo in luce una serie di settori nei quali sono necessari miglioramenti.

Un aspetto importante è quello di creare una maggiore capacità di compensazione nell'UE per rafforzare i nostri mercati dei capitali, offrire alle nostre imprese un numero maggiore di opzioni di compensazione e garantire che sia preservata la stabilità finanziaria, mantenendo nel contempo aperti i mercati dei capitali dell'UE.

La revisione del quadro di compensazione dell'UE affronterà anche le questioni emerse nella compensazione dei derivati da parte delle imprese del settore energetico, che attualmente si trovano ad affrontare shock senza precedenti. Un solido sistema di compensazione consente alle imprese di coprire i propri rischi in modo efficiente e di prevedere meglio le richieste di margini. Ma si tratta anche di un settore nel quale le imprese sono ben attrezzate per partecipare alla compensazione centrale e sono adeguatamente sottoposte a vigilanza quando procedono in tal senso.

Le misure destinate alle CCP e ad altri aspetti del sistema di compensazione di cui sopra nella presente comunicazione non avranno successo se prese isolatamente, in quanto la compensazione tende alla concentrazione. Devono essere accompagnate da misure chiare volte a soddisfare la domanda di servizi di compensazione e a incentivare tale domanda a fluire verso le CCP dell'UE. La maggiore domanda di compensazione presso le CCP dell'UE porterà a una maggiore liquidità presso tali CCP.

Infine un sistema di compensazione dell'UE più forte può svolgere un ruolo centrale nel sostenere l'autonomia strategica aperta dell'UE. Non può esservi autonomia strategica aperta se l'UE non sviluppa la propria capacità di compensazione e non affronta le proprie vulnerabilità. Ciò è fondamentale anche per consentire all'UE di svolgere pienamente il suo ruolo nel contesto globale, contribuendo alla stabilità finanziaria mondiale offrendo più opzioni di compensazione.

Il presente pacchetto di misure può aprire la strada a un ecosistema di compensazione più forte, più sicuro e più competitivo nell'UE per gli anni a venire. Alla luce dell'importanza del pacchetto e tenuto conto dell'attuale contesto, la Commissione sostiene i rapidi progressi compiuti dal Parlamento europeo e dal Consiglio verso l'adozione delle misure ed è pronta ad agevolare i negoziati interistituzionali. Uno sforzo deciso di tutte le parti sarà essenziale per la riuscita dell'iniziativa.