UNIVERSITÀ DI PARMA

UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PARMA

DOTTORATO DI RICERCA IN
"*Economia e management dell'innovazione e della sostenibilità*"

CICLO XXXII

Vigilanza, Gestione e Risoluzione delle crisi delle Infrastrutture Finanziarie di Mercato nell'Unione Europea

Coordinatore:
Chiar.mo Prof. Stefano AZZALI

Tutore:
Chiar.mo Prof. Gino GANDOLFI

Dottorando: Giuseppina VIOLA

Anni 2016/2018

Alla mia famiglia e al piccolo Paolo Luca
per il sostegno e l'incoraggiamento ricevuto.
Un ringraziamento sincero a chi mi ha dato
l'opportunità di poter fare questa esperienza.

Sommario pag. 4

Acronimi pag. 9

Abstract pag.11

Introduzione pag.13

Capitolo Primo

La regolazione finanziaria nel contesto europeo prima della crisi del 2008-2009

1.1 Fondamento logico della regolazione finanziaria pag.26

1.1.2 Obiettivi della regolazione finanziaria pag.33

1.2. La dimensione sistemica della regolazione finanziaria pag.36

1.3 La dimensione internazionale della regolazione finanziaria. Il ruolo dei grandi regolatori internazionali: G20, FSB, Comitato di Basilea e IOSCO pag.44

1.4. Il fondamento logico della regolazione delle Infrastrutture Finanziarie di Mercato: stato dell'arte prima della crisi finanziaria pag.51

1.5.1. La regolazione finanziaria nell'UE prima della crisi del 2008-2009 pag.64

1.5.2 IL Mercato dei derivati finanziari nell'UE prima della riforma pag.84

1.6.1 La crisi globale come conseguenza di fallimenti della regolazione e della supervisione finanziaria pag.86

1.6.2 L'Unione Europea e la finanziaria del 2008-2009 pag.92

1.7**.** Il futuro delle infrastrutture finanziarie di mercato pag.96

Capitolo Secondo

La reazione dell'Unione europea alla crisi economico-finanziaria

Introduzione pag.98

2.1. L'Unione Europea di fronte alla crisi finanziaria pag. 99

2.2. La risposta dell'Unione Europea alla crisi finanziaria pag.103

2.3. L'approccio dell'Unione Europea alla vigilanza prudenziale pag.105

2.4. Dal "Pittsburgh Consensus" alla trasposizione delle decisioni del del G20 nel diritto europeo pag.110

Capitolo Terzo

La centralità delle Infrastrutture finanziarie di Mercato per la stabilità del sistema finanziario e il buon funzionamento dei Mercati dei Derivati

3.1. Cosa sono e a cosa servono le Infrastrutture Finanziarie di Mercato pag.116

3.2. Infrastrutture Finanziarie di Mercato e stabilità finanziaria pag.138

3.3. L'attività e il ruolo delle Autorità di vigilanza prudenziale al riguardo delle Infrastrutture Finanziarie di Mercato pag.144

3.4. Le Controparti Centrali: cenni storici pag.145

3.5. L'economia delle Controparti Centrali pag. 150

3.6.1 Tipologie di compensazione centrale pag.167

3.6.2. Evoluzione della compensazione centrale pag.172

3.6.3. Compensazione centrale in assenza di problemi di inadempimento pag.173

3.6.4. Compensazione centrale con problemi di inadempimento pag. 174

3.6.5. Regolamento mediante compensazione centrale pag.176

Capitolo Quarto

La gestione del rischio da parte delle Controparti Centrali al centro della Infrastruttura di Mercato creata con il Regolamento EMIR

Introduzione pag.178

4.1. Gestione del Rischio di credito di controparte delle CCP pag.178

4.2 Altri rischi delle Controparti Centrali pag.180

4.3. Tecniche di mitigazione del rischio dei contratti derivati pag.186

3.4.1. I Margini pag.188

4.4.2 Il Fondo di Garanzia pag.189

4.4.3 Variazioni dei Margini e gestione collaterale pag.198

4.5. Il Regolamento EMIR e i derivati OTC pag.203

4.6.1 Le Tecniche di mitigazione dei rischi dei contratti derivati OTC non compensati mediante CCP pag.213

4.6.2 Conseguenze della concentrazione del rischio pag.224

4.6.3. Concentrazione dei rischi: nesso fra banche e CCP pag.227

Capitolo Quinto

La vigilanza delle Controparti Centrali in EMIR

Introduzione pag.230

5.1 Rischio sistemico e Vigilanza prudenziale pag.231

5.2. Gli strumenti della politica macroprudenziale pag.233

5.3. L'impianto della Supervisione delle CCP pag.237

5.4. Il ruolo dell'ESMA nell'architettura di supervisione europea pag.240

5.5. I requisiti di EMIR per le CCP pag.246

Capitolo Sesto

La revisione di EMIR

6.1 Le ragioni della revisione di EMIR pag.253

6.2. Sulla strada di EMIR 2.2 pag.264

6.3. EMIR 2.2 pag.270

6.4. Nuovi poteri per l'ESMA in materia di supervisione delle CCP pag.272

Capitolo Settimo

La Gestione delle crisi e la Risoluzione delle Controparti Centrali nell'Unione europea

Introduzione pag.274

7.1. La necessità di un quadro di risoluzione europeo pag. 276

7.2**.** Studi sui fallimenti delle Controparti centrali pag.279

7.3. La gestione delle crisi delle Infrastrutture finanziarie di mercato pag.282

7.4. Le misure chiave a livello internazionale sulla risoluzione delle istituzioni finanziarie incluse le Infrastrutture finanziarie di mercato pag.287

7.5.1. Resilienza, Risanamento e Risoluzione delle CCP, le Tre "R" alla base Proposta di regolamento della Commissione Europea pag.291

7.5.2 Reazioni alla proposta di Regolamento della Commissione Europea pag.294

7.5.3 I regimi di risoluzione delle Controparti Centrali vigenti in alcuni Stati Membri pag.299

7.6. Specificità dei regimi di risoluzione delle Controparti Centrali rispetto

a quelli delle banche pag.302

7.7.1 Articolazione del Risanamento e della Risoluzione pag. 308

7.7.2. La Risoluzione delle Controparti centrali pag.311

7.7.3. Piani di risoluzione e valutazione della risolvibilità pag.314

7.7.4 Strumenti e poteri di risoluzione pag.315

7.8. Elementi distintivi della posizione del Parlamento Europeo pag.316

7.9. Il "*General Approach*" del Consiglio dell'Unione Europea pag.322

7.10. Lineamenti del nuovo quadro europeo di risoluzione (giugno 2020) pag.324

Conclusioni pag.332

Bibliografia pag.340

ACRONIMI

BCBS : Basel Committee on Banking Supervision

CPMI: Committee on Payment Market Infrastructures

FSB: Financial Stability Board

IOSCO: International Organization of Securities Commissions

BRRD Bank Recovery and Resolution Directive

CMG Crisis Management Group

CMU Capital Market Union

EDIS Deposit Insurance System

DGSD Deposit Guarantee Schemes Directive

EBA European Banking Authority

ECB European Central Bank

EDIS European Deposit Insurance Scheme

ESMA European Securities and Markets Authority EU European Union

FMI Financial Market Infrastructure

FSAP Financial Sector Assessment Program

G-SIB Global Systemically Important Bank

KAs Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions

IMF International Monetary Fund

MREL Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities

NCA National Competent Authority

NCB National Central Bank NCWO

No-Creditor-Worse-Off than in liquidation

NRA National Resolution Authority

SRB Single Resolution Board

SRF Single Resolution Fund

SRM Single Resolution Mechanism

SRMR Single Resolution Mechanism Regulation

SSM Single Supervisory Mechanism

TFEU Treaty on the Functioning of the European Union

TLAC Total Loss-Absorbing Capacity

World Bank

Abstract

La crisi finanziaria del 2008 ha messo in evidenza la necessità non più rinviabile di rafforzare la stabilità finanziaria, e la risposta dell'Unione europea è stata molto forte. Sforzi regolamentari senza precedenti, coordinati a livello mondiale, costituiscono oggi un acquisito essenziale e pilastro comune condiviso all'interno dei paesi e delle giurisdizioni del G20.

La ricerca avente come titolo Supervisione, Gestione delle Crisi e Risoluzione delle Infrastrutture Finanziarie di Mercato nell'Unione Europea è incardinata sull'infrastruttura creata dall'Unione europea con il regolamento EMIR, in risposta alla crisi finanziaria del 2008-2009. Gli impegni principali presi dai Capi di Stato e di governo al G20 di Pittsburgh del 2009, che ha consolidato l'accordo politico attraverso delle misure concrete volte a rafforzare il sistema finanziario, riguardavano l'obbligo di dichiarare l'insieme dei contratti derivati OTC e rispettare l'obbligo di compensazione centrale dei prodotti derivati OTC standardizzati, entro il 2012, requisiti più stringenti per i derivati OTC compensati bilateralmente. L'Unione Europea a partire dal luglio 2012, data di entrata in vigore del Regolamento EMIR, si è dotata per la prima volta dell'infrastruttura di mercato per i derivati OTC.

Con la realizzazione di EMIR (European Market Infrastructure Regulation) l'Unione europea ha dato attuazione alle disposizioni del G20 in materia di obbligo di compensazione dei derivati OTC standardizzati per il tramite delle CCP, imponendo alle controparti anche il reporting delle operazioni in essere ai Repertori di Dati (Trade Repositories). Ha introdotto un regime armonizzato di regolamentazione basato su un iter organizzativo iniziale, requisiti patrimoniali, organizzativi, regole di condotta degli affari e stringenti regole di risk management. È stata rafforzata l'attività di supervisione prudenziale, sono stai creati collegi congiunti di supervisione che vanno oltre la competenza delle autorità di supervisione nazionale, attribuendo all'ESMA, l'Autorità europea di supervisione dei Mercati, poteri vincolanti in caso di contrasti tra Autorità competenti nazionali.

La regolamentazione dei mercati dei prodotti derivati OTC svolge un ruolo importante nella riduzione dei rischi sistemici e contribuisce alla gestione dei rischi di società finanziarie e non finanziarie. Le CCP svolgono nel sistema finanziario un ruolo molto importante poiché assicurano funzioni essenziali nei processi di post-negoziazione che vanno al di là delle singole situazioni legate alla compensazione centralizzata di contratti derivati OTC e quel che ne deriva per il buon funzionamento di ciascuna operazione. L'importanza del loro ruolo è nella gestione dei rischi derivanti dai contratti derivati e gli effetti positivi che derivano per l'intero sistema finanziario in termini di stabilità. La maggior parte delle riforme messe in atto parallelamente e destinate ad accrescere la resilienza, migliorare la gestione dei rischi e la risolvibilità delle CCP ha richiesto più tempo di quanto era stato previsto. Nella seconda metà del

decennio scorso la riforma del regolamento del 2012 si è incrociata con la necessità di fare fronte alla Brexit e quindi di ripensare la questione dei pesi Terzi e soprattutto con la proposta della Commissione di creare un regime europeo di risanamento e risoluzione delle CCP. A distanza di quattro anni circa dalla proposta legislativa, un accordo politico è stato raggiunto dai co-legislatori. Non passerà molto tempo e l'Unione europea potrà contare su un quadro europeo per la risoluzione delle CCP.

Introduzione

La crisi finanziaria mondiale scoppiata nel 2007 negli Stati Uniti e successivamente propagatasi nel resto del mondo, inclusa l'UE, ha dimostrato che il volume eccessivamente elevato delle posizioni in derivati in essere e le perdite potenzialmente elevate a livello del sottostante eccedevano la liquidità e il capitale proprio delle grandi istituzioni finanziarie. Per tali motivi, regolatori, supervisori, legislatori ai diversi livelli si sono trovati d'accordo sulla necessità di elaborare una regolamentazione che permettesse di determinare e gestire dei cuscinetti di liquidità e di fondi propri sufficienti per i principali partecipanti al mercato, al fine di attenuare non solo eventuali loro perdite ma anche i loro contributi al default sistemico. Accanto alla vulnerabilità delle esposizioni, al deprezzamento degli attivi, il rischio di controparte, derivante dall'eventualità di fallimenti a catena di controparti (*Haldane*, 2009[1]; *Yellen*, 2013[2]), viene sempre più considerato come la fonte principale dell'interdipendenza dei sistemi finanziari.

Investigando le cause alla base della crisi finanziaria, alcuni autori hanno spostato l'attenzione sulle transazioni bilaterali in derivati OTC che creano delle interconnessioni fra i partecipanti al mercato, che spesso vanno al di là delle frontiere domestiche, e difficili da portare in evidenza, in quanto esse sono contestualmente legate alle loro posizioni sui derivati e ad elementi del loro bilancio (*Acharya et Bisin*, 2013), a tal punto da potere ampliare le interdipendenze all'interno del sistema finanziario.

Per comprendere il ruolo svolto dalle controparti centrali (nel corso della ricerca utilizzeremo prevalentemente l'acronimo CCP) nella stabilizzazione del sistema finanziario basta fare riferimento al ruolo della CCP nel processo di novazione[3] delle

[1] Haldane, A.,G., "Rethinking the financial network", 2009 in www.bis.org

[2] Yellen, J., L., Interconnectedness and Systemic risk – lessons from the crisis, San Diego, California, 4 January 2013, in www.bis.org

[3] La novazione è un contratto che ha ad oggetto la estinzione di obbligazioni contrattuali esistenti con la sostituzione di nuove obbligazioni, che vengono create con il contratto. Essa può avere luogo per sostituzione di un'obbligazione fra le stesse parti del contratto, per il cambio del debitore o del creditore, oppure per sostituzione della natura dell'obbligazione, come nel caso della sostituzione di un'obbligazione di pagamento lorda con un'obbligazione di pagamento netta.

posizioni con i membri compensatori, essendo ad un tempo acquirente e venditore, in questo modo la CCP realizza una posizione equilibrata (*Tucker*[4], 2011; *Heath et altri*, 2015) con il beneficio di ridurre le interdipendenze all'interno del sistema.

Sui mercati OTC le posizioni di equilibrio sono raggiungibili attraverso operazioni di compensazione bilaterale, solitamente molto complesse che finiscono con l'irrobustire i legami tra le G-SIB (*Global Systemically important Bank*), con conseguente potenziale ampliamento del rischio sistemico. Con l'incremento delle interconnessioni fra istituzioni finanziarie globali per la prima volta si palesa nella comunità degli studiosi e dei supervisori la consapevolezza che le CCP sono attori "super sistemici"[5] (*Coeuré,* 2014, 2015) il cui ruolo è accresciuto nel tempo, in considerazione del costante aumento del volume di derivati concentrati in qualche decina di G-SIB a livello mondiale.

La dimensione globale della crisi del 2008-2009 e la rapida estensione anche ad altri mercati mondiali differenti da quello americano, hanno indotto i regolatori a livello globale a muoversi e a formulare linee guida, principi regolatori, una risposta complessa ad una crisi dalla portata globale.

Due importanti distinte iniziative fra loro complementari, sono state prese a livello internazionale nell'ambito del G20. Di cui la prima, risalente al 2009, è volta al rafforzamento dei Mercati dei Derivati OTC, allorquando al Vertice del G20 di

---

La novazione per sostituzione del debitore richiede un accordo fra debitore e creditore e il nuovo debitore, un discarico del creditore del debitore iniziale. La novazione per sostituzione del creditore richiede un accordo fra il nuovo creditore e il debitore e il discarico del creditore iniziale del debitore. Conseguentemente si registra: 1) l'estinzione dell'obbligazione esistente, 2) la creazione di una nuova obbligazione contrattuale, 3) potrebbero realizzarsi delle plusvalenze latenti in favore della parte cedente, si potrebbero verificare altresì delle conseguenze regolamentari ad esempio il Regolamento EMIR considera che la novazione di un contratto derivato sottopone il nuovo contratto alle obbligazioni in vigore alla data effettiva della novazione -progetto di regolamento delegato dell'ESMA dell'8 Novembre 2018 relativo all'esenzione per novazione nel quadro della Brexit.

La novazione di un contratto derivato, inizialmente compensato bilateralmente, attraverso una CCP comporta benefici misurabili attraverso una ragionevole misura costituita dall'efficienza del netting offerta da una infrastruttura di mercato. Tecnicamente, essa è data dalla media del totale atteso delle esposizioni delle controparti dopo aver effettuato il netting, ma prima del collaterale. Tanto più bassa è questa media, tanto più efficiente è l'accordo alla base della novazione.

[4] Tucker, P., " Clearing Houses as system risk managers" Speech by Paul Tucker Centre for the Study of Financial Innovation (CSFI) Post Trade Fellowship Launch, London, 1 June 2011.

[5] Coeuré, B., "Central Counterparty recovery ad resolution, Keynote speech at Exchange of ideas Central Clearing – guarantee of stability or new moral hazard? organised by Eurex Clearing, London, 24 November 2014

Pittsburgh[6] nel settembre 2009, viene deciso che i derivati OTC dovranno essere sottoposti a compensazione centrale entro la fine del 2012. A questa importante dichiarazione, all'origine di quel che viene definito il "Consenso di Pittsburgh" fece seguito nel 2012 l'adozione dei **Principi fondamentali per le Infrastrutture finanziarie di mercato (*Key Principles for Financial Market Infrastructures*)**, da parte della IOCV-IOSCO. La seconda riguardante l'introduzione di indirizzi per la risoluzione di istituzioni finanziarie transfrontaliere e sistemiche, risalente al 2011 allorquando il Vertice del G20 di Cannes diede il supporto ufficiale ai Principi fondamentali elaborati in seno all'FSB "***Key Attributes of Effective Resolution Regimes***" i quali prevedono elementi essenziali alla predisposizione di regimi di risoluzione delle banche. Cui fece seguito nel 2014 l'adozione da parte del FSB di orientamenti aggiuntivi per le Infrastrutture finanziarie di Mercato "***Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Market Institution***s[7]" allo scopo di dotare le infrastrutture finanziarie di mercato e quindi le CCP di strumenti idonei alla risoluzione.

Dalla trasposizione e successiva implementazione di questi impegni e dei principi regolatori internazionali negli ordinamenti delle varie giurisdizioni del G20 ebbe inizio un lungo processo di riforma a livello internazionale che diede un forte impulso alla regolazione internazionale, colmando vuoti legislativi o migliorando legislazioni esistenti che dinanzi alla crisi avevano mostrano la loro intrinseca inadeguatezza. L'adozione del regolamento EMIR da parte dell'Unione europea, a distanza di qualche mese dall'adozione dei Principi fondamentali per le Infrastrutture finanziarie di mercato, rappresenta un'avanzata importante per la stabilità finanziaria internazionale.

La prima precisazione riguarda l'obiettivo della ricerca che si estrinseca nell'analisi del ruolo specifico delle CCP, nell'ampio panorama delle Infrastrutture finanziarie di Mercato, le funzioni economiche da esse svolte in relazione all'accrescimento del ruolo

[6] Leaders Statement – The Pittsburgh Summit, G20, 2009, in: http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html

[7] FSB, « *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Market Institution*s", 2011, An update was published in October 2014. http://www.financialstabilityboard.org/2014/10/r_141015/

della compensazione centrale[8], da una parte, e dall'altra la conseguente gestione del rischio sistemico derivante dall'elevata concentrazione di volumi elevati di derivati compensati, che possono comportare situazioni di stress in seno alle CCP nel caso di insolvenza di uno o più partecipanti diretti.

La seconda precisazione riguarda il focus di questa ricerca sul livello europeo della legislazione in risposta alla crisi finanziaria, ed in particolare sugli sviluppi della legislazione in materia di infrastrutture finanziarie di mercato e nello specifico delle CCP a seguito delle decisioni del G20 di Pittsburgh del 2009. Collegata a questa seconda precisazione è la terza precisazione ad un tempo utile e necessaria sulla natura multilivello della governance nei servizi finanziari nell'UE, secondo cui il livello europeo è un livello supremo di regolazione, poiché i Trattati europei, a differenza degli accordi normativi internazionali, sono legalmente vincolanti e la legislazione nazionale dei singoli Stati membri in materia è modellata o almeno incorpora la legislazione europea[9]. Questo è avvenuto nell'ultimo decennio del secolo scorso, allorquando il completamento del mercato unico dei servizi finanziari ha guadagnato slancio e una serie di nuove regole sono state introdotte dall'Unione europea, molte di esse direttamente applicabili negli stati membri, altre attraverso un preliminare processo di implementazione.

---

[8] Come argomentato da LEE (2011), sul termine compensazione *tout court* si è evoluta un'ampia discussione. È stato concordato di distinguere separatamente i compensazione dai servizi offerti dalle Controparti centrali, di modo che la definizione generale di compensazione escludesse la compensazione centrale delle CCP. Tanto che prima del regolamento EMIR, la definizione di compensazione centrale contenuta nella Relazione di iniziativa adottata Parlamento Europeo su Compensazione e Regolamento nell'Unione Europea. Prospettive future, adottata il 7 luglio 2005, (il PE) insisteva sulla necessità di distinguere fra le funzioni di post-negoziazione quattro funzioni, di cui quella di compensazione svolta dalle Controparti centrali: "[…] *controparti centrali, che svolgono il ruolo di garanzia centrale e, nella maggior parte dei casi, attività di netting (entrambe definite come attività di compensazione nella comunicazione della Commissione). Poiché il compito principale delle controparti centrali consiste nel sostituire ciascuna controparte nella transazione interponendosi nelle operazioni, esse concentrano il rischio di sostituzione insieme ai loro membri delle stanze di compensazione*", in: https://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A6-2005-0180+0+DOC+XML+V0//IT

[9] Quaglia, Lucia, "*Governing Financial Services in the European Union. Banking, securities and post-trading", Routledge/UACES, London, 2010, pag.1*

Nel titolo sono contenuti i pilastri della ricerca che si snoderà attraverso sette capitoli, e sarà incardinata sulle parole chiavi contenute nel titolo: **Vigilanza** (o **Supervisione**) prudenziale, **Gestioni delle crisi** e **Risoluzione** delle **Infrastrutture Finanziarie di Mercato** nell'**Unione Europea,** e tra queste le Controparti Centrali in modo particolare. Le quali saranno analizzate ricorrendo ad un approccio analitico plurale che combina analisi della regolazione finanziaria e in particolar modo dei servizi finanziari, e nello specifico quelli di compensazione svolti dalle Controparti centrali, e analisi economica rispetto alla funzione svolta a beneficio della stabilità non solo dei mercati dei derivati ma del sistema finanziario nel suo insieme.

L'analisi privilegerà un approccio funzionale al riguardo delle funzioni tipiche delle CCP, ad iniziare da quella economica, per proseguire con l'ampia offerta relativa ai servizi di compensazione, e partirà dalla identificazione del ruolo della compensazione nel ciclo di vita della negoziazione.

Il progetto di ricerca è fondamentalmente focalizzato sull'impatto giuridico, quindi regolamentare, ed economico delle Infrastrutture critiche di Mercato sui mercati finanziari e nell'insieme dell'economia e sulla loro regolazione, dei mercati dei derivati in evoluzione. L'analisi dunque non potrà che avvenire anche in una prospettiva macroprudenziale, in considerazione del peso assunto da molte CCP globali, che nonostante la resilienza che hanno mostrato durante la crisi, sono divenute sistemiche a livello globale, essendo responsabili della compensazione in mercati finanziari globali e con partecipanti al mercato anch'essi globali.

Un primo filone di analisi riguarda la regolazione finanziaria e particolarmente nel settore delle Infrastrutture finanziarie di mercato e dei mercati dei derivati OTC con particolare enfasi sulla capacità regolatoria espressa dall'Unione europea nel campo dei servizi finanziari, ove le infrastrutture finanziarie di mercato giocano un ruolo importante, particolarmente nel segmento del post negoziazione del ciclo finanziario, e specificatamente nel corso degli ultimi decenni, in conseguenza della creazione del mercato unico dei servizi finanziari. E attraverso la letteratura individuata

analizzeremo la risposta dell'Unione Europea alla crisi finanziaria del 2008-2009, che ha nel rapporto predisposto dal Gruppo di alto livello guidato da de Larosière, incaricato dalla Commissione europea, il punto di partenza per la riforma di numerose legislazioni, ormai superate o non in grado di rispondere alla crisi. Questo aspetto sarà più propriamente oggetto del capitolo secondo.

Un secondo filone di analisi è focalizzato sull'organizzazione, e soprattutto le molteplici funzioni svolte dalle IFM, che nel caso delle Controparti centrali attengono, oltre al funzionamento dei mercati finanziari e nello specifico di quello dei derivati, anche alla gestione del rischio di credito di controparte, inteso come il rischio che la controparte di un'operazione risulti inadempiente prima del regolamento definitivo dei flussi finanziari[10], attraverso modelli interni e assicurando che ci siano sufficienti risorse disponibili per assorbire potenziali perdite, anche alla politica monetaria, poiché la compensazione centralizzata consente alla Banca Centrale Europea di adempiere ai compiti di politica monetaria.

Un terzo filone di analisi è rappresentato dall'analisi dei rischi che si producono all'interno di una CCP. La gestione del rischio, all'interno delle Controparti centrali nello svolgimento delle funzioni specifiche, sarà analizzata in una prospettiva microprudenziale, per le CCP la stabilità dipende in primo luogo dallo stabilimento e implementazione di un robusto quadro di gestione del rischio. A ciò va aggiunto che i piani di risanamento sono già compresi negli accordi contrattuali con i partecipanti diretti. Le tecniche di attenuazione del rischio sono al centro del quarto capitolo e idealmente costituiscono il cuore della ricerca. Già il regolamento EMIR prevede le linee di difesa alla base dell'impianto relativo alla gestione del rischio e nello specifico nel caso di fallimento di uno o due partecipanti diretti significativamente importanti per volume di strumenti finanziari compensati.

Esso sarà il filo conduttore dei capitoli successivi e particolarmente nel capitolo dedicato alla supervisione delle Controparti centrali, e quello relativo alla gestione

[10] Regolamento (UE) n. 648/012 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 4 luglio 2012 sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni.

delle crisi e fino al quadro giuridico sulla risoluzione delle controparti centrali e quindi sulla creazione di un regime europeo delle risoluzioni delle CCP, in via di completamento.

Di seguito un riepilogo dei sette capitoli in cui si snoda la ricerca, gli aspetti teorici dei vari argomenti, a partire da quello relativo alla teoria delle infrastrutture finanziarie di mercato e la letteratura saranno illustrati via via nel corso dei vari capitoli.

Al centro del primo capitolo è la crisi che ha messo in evidenza la particolare complessità della regolazione finanziaria, dovuta al proliferare delle entità finanziarie transfrontaliere, e ha palesato la necessità di una regolazione finanziaria in grado di catturare e regolare i rischi derivanti da attività non regolamentate o insufficientemente regolamentate, e dall'agire delle istituzioni finanziarie in esse impegnate allo scopo di sfruttare i vantaggi derivanti dal vuoto legislativo[11].

In questo primo capitolo viene posta al centro della narrazione anche l'origine della crisi finanziaria scoppiata negli Stati Uniti nel 2007-2008, e successivamente estesasi ad altre parti del mondo e segnatamente l'Unione Europea, trovando impreparate le strutture della gran parte delle economie più avanzate e non solo di quella statunitense.

Al centro del secondo capitolo è posta la risposta europea alla crisi, intesa come capacità dell'Unione di fare fronte a vecchi e nuovi problemi nell'urgenza di una crisi che negli anni si trasforma in crisi dei debiti sovrani e in crisi economica. La crisi finanziaria scoppiata nel 2008, trova l'Unione europea sostanzialmente impreparata. Essa rappresenta una delle più importanti ragioni di discontinuità per la crescita economica mondiale, come affermato nei periodici *outlooks* del FMI a livello internazionale, e della Commissione europea e della Banca Centrale a livello europeo. In essi è evidenziato come i rischi ancora siano non solo non sostenibili, ma riflettano ad un tempo il fatto che siano sottostimati e inadeguatamente misurati attraverso metriche regolamentari insufficienti o inadeguate al reale contesto. Una sempre più copiosa letteratura ha messo in evidenza l'importanza della valutazione del rischio

[11] Quaglia, Lucia, "The European Union & Global Financial Regulation", Oxford Press, London, 2014, pag. 1.

sistemico anche per le istituzioni finanziarie non bancarie e tra queste le Controparti Centrali.

Il terzo capitolo si concentra sulle Infrastrutture finanziarie di mercato e non può che muovere dal titolo e quindi dalla definizione di Infrastrutture Finanziarie di Mercato che costituiscono l'ossatura principale del capitolo**.** mettendo in rilievo quella che è da considerare la specificità di queste infrastrutture, ovvero lo svolgimento di funzioni essenziali per il corretto funzionamento dei mercati e in definitiva per i sistemi finanziari. Tra le Infrastrutture Finanziarie di Mercato un posto di primo piano è occupato dalle Controparti Centrali. E su di esse ci concentreremo particolarmente, particolarmente sulla definizione di CCP, sulla principale funzione svolta ovvero la compensazione centrale, sugli effetti positivi e negativi della compensazione centrale e in generale sui servizi specifici delle CCP. Quanto agli effetti negativi, essi non derivano dalla compensazione centrale in sé, quanto dall'organizzazione specifica di questi mercati, che a sua volta è all'origine di situazioni di forte concentrazione delle CCP, e particolarmente in taluni segmenti di derivati.

Nel quarto capitolo l'attenzione è sulla gestione dei rischi nelle Infrastrutture Finanziarie di Mercato, e particolarmente sulla regolamentazione posta in essere dal legislatore europeo con EMIR alla base dell'infrastruttura di Mercato europea creata a sostegno dei derivati OTC. Quindi, in modo particolare sugli obblighi per le CCP, la governance e sui requisiti prudenziali richiesti per le CCP. L'analisi dei rischi muoverà dal ruolo svolto dalle IMF nel segmento del post-trading e il loro nuovo regime regolamentare in un contesto di sempre maggiore passaggio dal mercato "privato" OTC non regolato e quindi opaco o poco regolato dei derivati a quello pubblico sempre più intriso di prodotti finanziari standardizzati, compensati attraverso le CCP.

Il quadro regolamentare che ne è conseguito ha istituzionalizzato le Infrastrutture critiche di Mercato facendo di esse un importante supporto per la stabilità dei sistemi finanziari. Molte sono le ragioni per cui le Infrastrutture finanziarie di Mercato oggi sono percepite come di primaria importanza. La recente crisi scoppiata nel 2007 ha

portato all'attenzione dei regolatori e del modo politico il ruolo importante di supporto delle Infrastrutture critiche di Mercato al funzionamento dei mercati finanziari. Ciò ha polarizzato il dibattito accademico e a livello politico, da parte delle istituzioni direttamente interessate, su questioni quali la solidità delle CCP, i fondi propri, i requisiti prudenziali, la gestione del rischio di controparte, gli strumenti necessari per una sana gestione da parte degli organi societari e supervisione da parte dei supervisori (Autorità nazionali competenti e ESMA a livello europeo).

In questo capitolo sono passati in rassegna 1) i requisiti prudenziali già previsti da EMIR per quanto riguarda un'adeguata capitalizzazione, proporzionale al rischio preso in carico dalla CCP (art. 16), 2), la gestione delle esposizioni, requisiti in materia di margini, fondo di garanzia in caso di inadempimento, linee di difesa in caso di inadempimento di un membro compensatore, collateralizzazione e politica di investimento (articoli 40-47), 3) i requisiti in materia di garanzie e politiche di investimento, requisiti relativi alla governance interna, continuità operativa, requisiti di partecipazione, segregazione e portabilità individuale dei conti dei clienti (articoli 33-39). Il calcolo del capitale regolamentare è richiesto per coprire le spese operative per la liquidazione e la ristrutturazione delle CCP è regolato dal regolamento sui requisiti di capitale (*Capital Requirements Regulation –CRR*[12]*)*, tale regolamento comprende anche le esposizioni delle banche verso le CCP e i loro contributi al fondo di garanzia. Un esempio, tra gli altri, della correlazione fra banche e CCP di cui si parlava prima e nel contempo dei collegamenti fra il regolamento EMIR con altre regolamentazioni finanziarie.

Dopo questa rassegna concentreremo l'attenzione sull'evoluzione della regolamentazione a livello internazionale ed europeo in modo particolare, allo scopo di evidenziare gli avanzamenti registrati in tema di resilienza e quindi di requisiti prudenziali (e in tema di governance interna delle CCP che rappresenta un tema molto rilevante e attrattivo ad un tempo. Ci sono aspetti che meritano di essere posti in rilievo,

[12] 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.

innanzitutto i legami fra le CCP e le banche e particolarmente in situazioni di stress sui mercati finanziari, la raccolta di dati relativi alle connessioni esistenti fra proprietà delle CCP e partecipazioni delle banche nel governo societario delle CCP possono allargare le prospettive di analisi ulteriormente.

Oggetto di analisi del **quinto capitolo** è la questione molto importante riguardante **la supervisione finanziaria**, la cui analisi sarà in una prospettiva macroprudenziale. Con la creazione dell'architettura di supervisione prudenziale europea, incardinata sulla creazione di tre Autorità europee di supervisione settoriali, di cui l'ESMA specializzata nella supervisione degli strumenti e dei mercati finanziari, e nella fattispecie dei derivati OTC, e del Comitato Europeo del Rischio Sistemico, da una parte, e dell'infrastruttura di Mercato creata da EMIR, dall'altra, assistiamo al verificarsi di un importante fenomeno: lo spostamento del baricentro della supervisione prudenziale dal contesto nazionale a quello europeo, con la conseguente creazione di nuove regole e prassi di supervisione europee. Queste ultime si riveleranno tanto più necessarie man mano che le Controparti Centrali diventano più importanti. Connesso alla supervisione è il problema della Brexit, poiché in Gran Bretagna e segnatamente a Londra hanno CCP d'importanza sistemica che compensano contratti derivati in Euro.

In questo quinto capitolo viene posto l'accento, oltre che sulla supervisione prudenziale delle CCP, anche sulle similitudini e differenze esistenti con le banche in riferimento ai legami e alle interconnessioni esistenti fra CCP e banche.

Nel sesto capitolo, partendo dal quadro legislativo esistente saranno analizzate le ragioni che hanno portato ad un'ampia revisione del Regolamento del 2012. L'articolo 85 del Regolamento EMIR già prevedeva una revisione entro cinque anni dall'entrata in vigore. Poiché il regolamento è stato implementato con ritardo, l'analisi d'impatto che ha condotto al Commissione si concludeva con l'affermazione secondo cui non era necessario apportare modifiche sostanziali alla natura e al cuore dei requisiti previsti in EMIR, ma piuttosto dovevano essere eliminati costi sproporzionati e carichi

burocratici relativi a certi derivati OTC, senza tuttavia compromettere la stabilità finanziaria (*K. Lannoo*)[13].

Le due proposte legislative, adottate dalla Commissione nell'ambito della revisione di EMIR, sono rivolte rispettivamente ad una semplificazione delle regole applicabili ai derivati OTC e ad un ampliamento della supervisione dell'Ue e in particolare ei confronti delle CCP di paesi Terzi operanti nell'Ue, la cui importanza nel sistema finanziario era nel frattempo accresciuta per effetto dell'implementazione degli impegni adottati in seno al G20.

Nel summenzionato capitolo saranno evidenziati gli effetti della riforma sull'infrastruttura esistente, la questione relativa all'autorizzazione delle Controparti Centrali dei Paesi terzi e comprende altresì misure rivolte ad accrescere la resilienza delle CCP transfrontaliere, allo scopo di una migliore condivisione delle informazioni fra supervisori interessati nella supervisione di CCP con significative attività transfrontaliere e altamente interconnesse e per tali motivi con u impatto sul resto o su una parte dell'UE. Inoltre, i persistenti approcci alla supervisione nazionali, esistenti all'interno dell'UE erano alla base di potenziali rischi derivati da arbitraggio di vigilanza prudenziale. L'imprevista Brexit, per effetto dell'esito del referendum svoltosi nel Regno Unito, nel giugno 2016, ha reso necessaria una revisione del regolamento EMIR che tenesse conto anche di questo importante aspetto, e più in generale essa ha imposto un ripensamento e una modifica del regolamento EMIR che vanno al di là delle esigenze che l'implementazione di EMIR aveva messo in luce, come necessitanti di una revisione. Nuove regole erano necessarie per rispondere alle recenti preoccupazioni a proposito della stabilità finanziaria, il crescente ruolo della compensazione centrale nell'ambito delle infrastrutture finanziarie, e infine le controversie sollevate a proposito del ruolo delle banche centrali nella compensazione centrale.

[13] [13] Lannoo, K., "*Derivatives clearing and Brexit" A comment on the proposed EMIR revisions*", in: ECMI Policy Brief No: 25/November 2017.

La seconda proposta di revisione, volta per l'appunto a rafforzare la supervisione dell'UE delle CCP dei Paesi terzi operanti nell'UE, segna un passaggio molto importante nell'accrescimento degli impegni assunti dal G20, poiché questa proposta mirava a assicurare maggiore sicurezza di queste CCP attraverso un ampliamento della supervisione su base transfrontaliera in considerazione del significativo volume di prodotti derivati compensati dalle CCP con operatività transfrontaliera e denominate in Euro.

Quest'ultimo aspetto diviene ancora più importante per effetto della decisione del Regno Unito di uscire dall'Ue, poiché proprio nel Regno Unito sono compensati importanti volumi di prodotti derivati denominati in Euro o in altre valute dell'UE.

Con il sopraggiungere della **Brexit** e delle conseguenze che essa avrebbe comportato sull'imponente attività di compensazione in Euro svolta da CCP localizzate e vigilate dalle autorità di supervisione del Regno Unito, si pose nuovamente il problema della localizzazione delle CCP.

Infatti, il regime di equivalenza inizialmente previsto in EMIR (art.25 e successivi atti delegati) faceva molto affidamento sulle autorità di vigilanza del Paese terzo, che tuttavia può risultare problematico per le Controparti Centrali dei Paesi terzi di rilevanza sistemica, con inevitabili conseguenze sul sistema finanziario dell'UE.

Altre ragioni in favore della revisione sono da individuare nelle modifiche intervenute in altre regolamentazioni hanno reso necessario un allineamento fra regolamentazioni.

Nel **settimo ed ultimo capitolo**, saranno al centro rispettivamente: la gestione delle crisi, il risanamento e la risoluzione delle CCP.

Partendo dal quadro legislativo esistente, che già contempla il risanamento delle CCP, e dalle revisioni di cui EMIR è stato oggetto cercheremo di fare il punto su una importante questione in via di definizione riguardante la creazione di un quadro giuridico relativo al risanamento e risoluzione delle Controparti centrali, tenendo conto dei principi fondamentali che il quadro effettivo di risoluzione dovrebbe contenere in coerenza con i principi elaborati a livello internazionale.

La necessità di dotare anche le CCP di un quadro giuridico più appropriato al ruolo e ai rischi di cui sono portatori tanto nella fase di risanamento, peraltro già prevista in EMIR, ma in modo incompleto rispetto alle necessità che possono verificarsi sul terreno e in conseguenza dell'evoluzione di altre normative giuridiche nel settore bancario in modo particolare.

In questo capitolo si analizza il problema dal punto di vista delle CCP e della necessità ampiamente avvertita di disporre di un quadro giuridico specifico di risoluzione, che completi l'insieme delle opportunità e degli strumenti a disposizione in caso di scenari avversi e evidenziare le sfide cui sono confrontati i regolatori a livello internazionale e i legislatori europei impegnati nel cercare soluzioni adeguate riguardanti la creazione di un ampio quadro giuridico europeo specifico per le CCP, che possa essere attivato nel caso di un fallimento che riguardi una CCP, che contempli strumenti destinati a garantire da un lato la continuazione delle funzioni e servizi essenziali per il sistema finanziario nel suo insieme e dall'altro un'ordinata risoluzione delle CCP.

Nella situazione attuale, in attesa della formale approvazione e implementazione di un regime di risoluzione delle CCP europeo, tanto le regole vigenti in materia che gli strumenti a disposizione delle Autorità di Risoluzioni nazionali, sono nazionali e variano da Stato a Stato.

Nel caso di fallimento di una CCP con operatività transfrontaliera, per effetto dell'insolvenza di partecipanti diretti, o in subordine di clienti indiretti di una certa importanza, allo stato attuale sarebbe molto più complesso gestire tale situazione, poiché al momento le procedure di insolvenza sono nazionali e possono essere diverse da Stato a Stato. Fermo restando che i regimi di risoluzione delle CCP come per le banche sono concepiti come regimi eccezionali, la regola in caso di scenari avversi resta l'insolvenza.

L'obiettivo fondamentale di una eventuale risoluzione di una CCP è la continuità delle funzioni essenziali, e ciò per garantire la stabilità del sistema finanziario e la protezione dei clienti nel caso specifico, poiché le funzioni che le CCP sono chiamate a svolgere

non rientrano in un business date le caratteristiche proprie di una CCP, un ulteriore problema riguarda l'entrata in risoluzione.

Capitolo Primo

La Regolazione finanziaria nel contesto europeo prima della crisi del 2008-2009

1.1 Fondamento logico e obiettivi della regolazione finanziaria

Il tema della regolazione[14] dei mercati finanziari[15] costituisce per sua stessa natura uno dei principali luoghi ideali di "intersezione" di problematiche, vecchie e nuove, di natura economica quanto giuridica e politica. Ciò perché le politiche (*policies*) che sottendono alle iniziative legislative adottate a livello europeo, nell'ambito del Mercato unico dei servizi finanziari e il loro grado di sviluppo, sono il frutto dell'incrocio dell'evoluzione dei sistemi finanziari e della capacità dei regolatori come dei legislatori di rispondere alle esigenze dell'innovazione finanziaria, alle richieste dell'industria, di implementare la regolazione, monitorarla ed adeguarla ai cambiamenti, nonché ai bisogni dell'economia reale e dei suoi operatori.

In questo capitolo proponiamo un'analisi economica della regolazione finanziaria, nell'Unione europea, con una particolare attenzione alla regolazione del post-negoziazione del mercato dei derivati OTC, e del suo contenuto, rispetto al principale problema cui i regolatori sono confrontati, ovvero l'asimmetria informativa, che conduce a problemi di azzardo morale e di selezione avversa aventi impatto sulla

[14] Il termine "regolazione" è il termine con il quale si descrivono i modi di esercizio da parte delle autorità a ciò preposte, dei poteri ad esse attribuite in materia di vigilanza e controllo su interi settori della finanza, contraddistinti da un elevato grado di complessità e di tecnicalità. Non deve essere confuso con il termine anglosassone *"regulation",* che si riferisce alla regolamentazione, benché quest'ultima sia parte integrante della regolazione. Il termine anglosassone concerne gli interventi delle autorità pubbliche che prendono la forma del regolamento o di altri atti.
La regolamentazione può a sua volta prendere diverse forme, a seconda che si tratti di fissare delle regole direttamente applicabili agli attori economici o finanziari (regolamentazione) o istituire delle autorità di regolazione alle quali sono attribuite delle missioni ben precise e assegnati dei poteri e delle responsabilità altrettanto definite.

[15] Nell'ordinamento europeo, la fonte primaria che disciplina i Mercati Finanziari è nel diritto comunitario, e particolarmente nei regolamenti e nelle direttive che a seguito dell'Atto Unico che sanciva la nascita del Mercato Unico europeo, hanno sempre più puntellato la realizzazione concreta del Mercato Unico. Pur non essendo menzionati nel Trattato di Roma, la produzione normativa comunitaria in materia di mercati finanziari ha tratto la sua giustificazione nell'attuazione delle quattro libertà fondamentali del Trattato di Roma, e segnatamente nella libera circolazione di merci, servizi, dei capitali e delle persone.

stabilità del sistema finanziario. Questo primo capitolo farà d'apripista rispetto a quello successivo, poiché metterà in rilievo gli strumenti per analizzare le origini delle crisi aventi natura finanziaria, e vedere successivamente, qual è stata la risposta dell'Unione europea e la sua capacità di riformare il sistema della regolazione a seguito della crisi del 2008-2009, con l'obiettivo di farvi fronte e soprattutto predisporre gli strumenti e le basi per prevenire crisi future.

Secondo Beck[16] et altri (2015) la regolazione finanziaria fonda la sua esistenza nella necessità di preservare la stabilità del settore finanziario, nel suo insieme e non solo quello delle singole istituzioni, proteggendo in tal modo gli intermediari e la funzione di allocazione delle risorse che istituzioni e mercati svolgono nell'economia. In modo tale da affrontare i possibili fallimenti del mercato che possono verificarsi nell'industria finanziaria, i quali sono all'origine di crisi finanziarie e a conseguenze dirompenti per l'economia reale. Per Beck (2015) i principali fallimenti del mercato sono: 1) il panico e la corsa agli sportelli, 2) l'allocazione inefficiente della liquidità nei mercati interbancari; 3) le interconnessioni bancarie, rischio sistemico e contagio; e infine 4) cattivi incentivi, bolle e crisi.

Miskhin (2013), sostiene che la regolamentazione finanziaria presenta tre componenti interdipendenti. In primo luogo la politica di supervisione microprudenziale, che consiste in una regolamentazione che tende a preservare in tutte le circostanze la solidità e la solvibilità delle istituzioni finanziarie e particolarmente di quelle di origine bancaria, garantendo nel contempo condizioni di concorrenza equa a tutti gli attori dell'industria finanziaria, e la protezione dei consumatori dei servizi finanziari. In secondo luogo, la politica di **supervisione macroprudenziale** è quella componente importante che si sforza di creare un'architettura coerente ed efficace delle istituzioni e delle regolamentazioni che siano esenti da selezione avversa, azzardo morale e incentivi negativi. Infine, un punto di contatto fra la politica macroprudenziale e la politica economica, e le risoluzioni di istituzioni finanziarie sistemiche è rappresentato

[16] Beck, T., Carletti, E., and Goldenstein, I., " *Financial Institutions, Markets and Regulation: A Survey*", 2015, pag. 2.

dalla banca centrale nel suo ruolo di prestatore di ultima istanza o di liquidità di emergenza a seconda dei casi (comprese le misure non convenzionali), e a livello nazionale da parte dello Stato, attraverso il Tesoro, suo braccio armato, nella funzione di investitore di ultima istanza, capace di intervenire in casi di salvataggio attraverso la ricapitalizzazione (*bail-out*) o partecipazione dei creditori (*bail-in*) dell'istituzione finanziaria[17].

La regolazione finanziaria è costituita da un insieme di regole e di incentivi e di pratiche di autorità pubbliche di supervisione volte a creare e mantenere la stabilità finanziaria. Mishkin individua ben dieci settori d'intervento[18] tipici della regolazione finanziaria di cui la supervisione prudenziale e il controllo dei rischi. Su questi due aspetti ci soffermeremo rispettivamente nel capitolo in cui affronteremo della gestione dei rischi da parte delle CCP, e nel capitolo dedicato alla supervisione delle CCP.

Le asimmetrie informative da cui derivano l'azzardo morale e la selezione avversa, implicano la scelta di quale tipo di regolamentazione adottare per gestirle. Si tratta di un'attività complessa che implica scelte di difficile attuazione che sono alla base della scelta dei regolatori prima e dei legislatori successivamente, e più precisamente nel momento della trasposizione dei principi internazionali nei singoli sistemi giuridici. Si tratta di due attività complesse per una serie di ragioni, da una parte i regolatori sono alle prese con l'innovazione, nuove sfide e con l'evoluzione dei sistemi finanziari che ne deriva, e se non sono capaci di rispondere a tali sfide e ai cambiamenti tempestivamente, va da sé che non possono contenere gli effetti sistemici di una eccessiva assunzione di rischi da parte delle istituzioni finanziarie. Se regolamentazione e supervisione non vanno di pari passo, regolatori e supervisori

[17] Mishkin, F., « *Monnaie, banque et marché financier »*, traduction et adaptation française de C. Bordes, D. Lacoue-Labarthe, N. Leboisne et J-C. Potineau, Pearson, 2013, pag. 359

[18] I settori in cui dispiega la politica macroprudenziale oltre alla supervisione macroprudenziale sono: a) la rete di sicurezza pubblica, b) le restrizioni alla detenzione di attivi; c) i requisiti di capitale regolamentare; d) l'intervento precoce; e) accordi e supervisione delle istituzioni finanziarie; f) la valutazione e il controllo interno dei rischi; g) i requisiti di comunicazione finanziaria; h) la protezione dei consumatori; i) le restrizioni alla concorrenza.

possono non essere incapaci di prevenire l'accumulo di rischi eccessivi da parte delle istituzioni finanziarie[19].

Un sistema finanziario è stabile se è capace di assorbire gli shock di varia natura senza conseguenze sul trasferimento dei fondi disponibili ai progetti d'investimento efficaci e sui pagamenti delle transazioni finanziarie che avvengono nell'economia di un dato paese, area economica o area monetaria. Ne è una dimostrazione il legame della regolazione finanziaria con la regolamentazione monetaria. Dunque ancora una volta viene in evidenza la correlazione fra la solidità e la stabilità delle infrastrutture finanziarie di mercato, la stabilità dei mercati in cui operano e quella del sistema finanziario nel suo insieme poiché contribuiscono al mantenimento della fiducia nella moneta.

In questo capitolo proponiamo un'analisi economica e giuridica della regolazione finanziaria allo scopo di evidenziarne: il fondamento logico, gli obiettivi, il ruolo dei grandi regolatori internazionali (IOSCO, Comitato di Basilea, FSB), le diverse forme di regolazione finanziaria e di supervisione, con un occhio di riguardo alle Infrastrutture finanziarie di mercato e rimandare al secondo capitolo l'analisi della regolazione finanziaria dal punto di vista della reazione dell'UE alla crisi del 2008-2009 con particolare attenzione alla riforma dei mercati dei derivati OTC e alla creazione dell'infrastruttura di mercato per i derivati OTC con il regolamento EMIR. Sarà invece affrontato più dettagliatamente nel capitolo cinque il ruolo della regolazione e degli strumenti di supervisione micro e macroprudenziale, e la relativa scelta fra gli uni o gli altri o entrambi da parte del legislatore europeo al riguardo specifico della supervisione delle CCP nell'ambito della Infrastruttura finanziaria europea creata con EMIR.

Le teorie prevalenti che si sono succedute nei paesi economicamente sviluppati e di riflesso anche nei paesi membri della Comunità europea prima e nell'Unione europea dopo (e particolarmente a seguito della creazione del mercato unico anche nel settore

[19] Mishkin, F., *op., cit*., pag. 389.

dei servizi finanziari), sostanzialmente si dividevano fra quelle in sostegno dell'intervento pubblico nell'economia e quindi anche nella regolazione della finanza, e quelle favorevoli all'autoregolazione, al *laissez-faire*, fondata sulla capacità dei mercati di autoregolarsi. Il prevalere alterno di questi due modi differenti di concepire la regolazione finanziaria ha segnato almeno mezzo secolo di storia economica e non solo dell'Europa, prima della crisi finanziaria del 2008-2009.

Nei decenni precedenti alla crisi finanziaria del 2008-2009 i sistemi finanziari nella maggior parte dei paesi del mondo hanno mostrato di avere una struttura fragile[20]. Nei paesi sviluppati, quanto in quelli emergenti. Fallimenti di banche erano stati fenomeni che avevano accomunato diversi paesi e sistemi economici variamente sviluppati. Sostenitori del libero mercato e i sostenitori della necessità di un intervento esterno della regolazione si erano combattuti a suon di teorie, dispute dottrinali, *pamphlet* sulla bontà dell'uno o dell'altro approccio alla regolazione all'interno del settore finanziario. Secondo i fautori del libero mercato nel settore bancario[21], che per analogia potremmo estendere anche ad altri mercati finanziari, sostenevano che interponendo la regolazione e la supervisione, la regolamentazione non poteva andare bene per tutte le istituzioni finanziarie, senza distinzioni, con l'evidente risultato che alla fine la regolamentazione uguale per tutti inevitabilmente avrebbe distorto il risultato economico, al punto che il risultato finale sarebbe potuto essere peggiore rispetto a quello conseguibile in assenza della regolamentazione

La necessità di regolare il sistema finanziario è riconducibile a tre motivazioni essenziali: 1) la centralità del sistema finanziario nelle moderne economie; 2) i possibili fattori di contagio che possono determinare crisi all'interno del sistema finanziario, di portata più o meno vasta; 3) la strutturale asimmetria informativa a danno delle unità in surplus. Di qui la necessità di regolare il funzionamento del sistema finanziario

[20] Goodhart, C. Hartmann, F., Llewellyn, D., Rojas-Suàrez, L., Weisbrod, S., *"Financial Regulation Why, how and where now?, Routledge, 1998, pag.1*

[21] Goodhart nell'opera citata si riferisce a: Dowdn, K .," *Competition and Finance. A Reinterpretation of Financial and monetary Economics*", (London, Mcmillan), 1996: Benston, G. J., "*International Harmonization of Banking Regulations and Cooperation among National Regulators*", in: Journal of Financial Services Reserarch, 8, 205-225 e Kaufmann, G., "*Reforming Financial Institutions and Markets in the United States*", Boston, MA : Kluwer Academic.

attraverso la predisposizione di una regolazione intesa come organizzazione di un quadro normativo che disciplina le attività delle istituzioni finanziarie, e la implementazione di un processo di convergenza delle regole (e della supervisione) a livello internazionale.

Gli aspetti negativi di un sistema finanziario basato su di un regime regolatorio altamente prescrittivo sono individuati da Llewellyn nei seguenti: 1) un eccessivo grado di prescrizione può determinare perturbazioni perché è percepito dall'industria come eccessivo e con molte nuove regole ridondanti, i rischi sono spesso troppo complessi per essere coperti da regole semplici, i bilanci riflettono le posizioni di un'istituzione finanziaria solo in un particolare momento, mentre le posizioni assunte dagli operatori cambiano in periodi molto brevi. Pertanto, un approccio alla regolazione troppo dettagliato e quindi inflessibile, basato su un *rulebook*, alla fine impedirebbe alle imprese di scegliere il loro modo minimo di soddisfare gli obiettivi normativi, inoltre, un approccio altamente prescrittivo è portato ad aumentare sempre di più la mole di regole, forzando il grado di conformità alla regolazione le imprese finanziarie possono subire perdite in termini di informazione. Inoltre, secondo questa prospettiva, le imprese finanziarie sono una realtà altamente eterogenea, pertanto, stabilire regole uguali per tutti impedisce un approccio differente alle differenti situazioni. Per di più, regole altamente prescrittive possono comunque dare prova di non essere in sintonia con le condizioni di mercato ed infine un approccio altamente prescrittivo della regolazione finanziaria, non fa venire meno l'azzardo morale, poiché le imprese possono assumere che ci sia pur sempre una qualche cosa non regolata esplicitamente[22].

Tuttavia, la regolazione di per sé non è sufficiente, a conseguire gli obiettivi di stabilità finanziaria e condotta degli affari, è necessario associare alla regolazione un'attività di vigilanza o supervisione, come più spesso viene definita in inglese, innanzitutto prudenziale finalizzata al controllo della effettiva applicazione della regolamentazione.

[22] Llewellyn, D.T., "*The Regulation and Supervision of Financial Institutions*", London, Chartered Institution of Bankers, 1996, pagg. : 23-24

Al riguardo della natura della regolazione, essa può essere esterna o interna (si parla in tal caso essenzialmente di auto-regolazione). La regolazione esterna viene percepita come imposta dai sostenitori del liberismo e della capacità delle istituzioni finanziarie, in special modo le banche, di autoregolarsi.

Diversamente, per i fautori della regolazione esterna, tre sono le ragioni principali per un intervento pubblico nel settore della regolazione: 1) proteggere i consumatori contro sfruttamenti di posizioni monopolistiche; 2) offrire protezione ai clienti che sono meno informati; 3) garantire la stabilità sistemica[23].

Ciascuna di queste ragioni risponde a specifiche necessità di un intervento pubblico. Nel caso esista, ad esempio un monopolio privato o un collusivo e antisociale oligopolio, sebbene queste situazioni si verifichino più marcatamente nel settore dei servizi pubblici piuttosto che in quello dei servizi finanziari, e forniscono la base per un forte intervento regolatorio da parte degli organismi di regolamentazione in vari paesi. Nel settore finanziario, diversamente da quello dei servizi pubblici, è molto importante garantire una concorrenza leale e aperta e un accesso ragionevole, preferibilmente equo ai sistemi e alle informazioni, questa è una, se non la più importante, funzione per le autorità di regolamentazione finanziaria[24].

La seconda condizione riguarda la protezione del cliente, e nasce per due motivi: dal fallimento di un'istituzione finanziaria, dove il cliente ha depositato i suoi fondi, oppure dall'avverso comportamento (più propriamente insoddisfacente condotta negli affari) della istituzione finanziaria con il suo cliente. Anche il singolo fallimento di un'istituzione finanziaria può comportare effetti avversi sulla stabilità sistemica ed essere causa di perdite per i depositanti individuali, che alla fine si riversa sul sistema nel suo insieme, se ad essere colpiti sono una moltitudine di depositanti. In altri termini, la regolazione sulla condotta degli affari, si focalizza sulle funzioni delle istituzioni finanziarie.

[23] Goodhart et altri, *op. cit.,* pag. 4.
[24] Goodhart et altri, *op., cit.,* pag.4

Secondo Goodhart (1998) la regolazione prudenziale sistemica deve essere tenuta distinta dalla quella propriamente prudenziale, per quanto esse adottino un simile approccio. La regolazione sistemica riguarda la sicurezza e la solidità delle istituzioni finanziarie per ragioni puramente sistemiche. La regolazione prudenziale *tout court* riguarda la sicurezza e la solidità delle istituzioni finanziarie rispetto alla protezione dei consumatori, in quanto i consumatori perdono nel caso del fallimento dell'ente, anche se non si manifestano ricadute sistemiche. Il caso della regolazione prudenziale e della supervisione si spiega con la incapacità per i consumatori di giudicare la sicurezza e la solidità delle istituzioni finanziarie, poiché non ne hanno i mezzi e neppure dispongono delle informazioni necessarie. Pertanto, la regolazione prudenziale può risolvere i problemi dipendenti dalla imperfetta informazione dei consumatori e derivanti dai problemi di agenzia associati con la natura delle imprese. C'è, tuttavia, necessità di una regolazione prudenziale, anche in assenza di una dimensione sistemica, quando: c'è un ruolo fiduciario assegnato all'istituzione finanziaria, i consumatori sono incapaci di giudicare la sicurezza e la solidità delle istituzioni finanziarie, il valore dei contratti è determinato dai comportamenti delle istituzioni e quando la società può assumere comportamenti rischiosi a causa di un cambio nei suoi comportamenti ed infine nel caso di un potenziale richiesta di una compensazione o schemi di garanzia dei depositi.

La regolazione prudenziale, infatti, non deve proteggere soltanto i consumatori ma anche coloro che finanziano le reti di sicurezza *safety net* che vengono elevati attorno ai depositi dei risparmiatori, variamente definibili a seconda della portata e della struttura in schemi di protezione di depositi (*Deposit Guarantee Schemes -DGS-*), o schemi di protezione istituzionali (*Institutional Protection Scheme -IPS)*.

1.1.2 Obiettivi della regolazione finanziaria

Obiettivi fondamentali della regolazione finanziaria sono:

1) **La stabilità** macro e micro finanziaria. La stabilità finanziaria intesa in termini macro finanziari è diretta a prevenire e quindi limitare situazioni patologiche che diffondendosi nel sistema possono coinvolgere altri intermediari, determinando l'insorgere del rischio sistemico. La micro-stabilità mira a verificare la capacità dei singoli intermediari di porre in essere comportamenti virtuosi nella gestione delle proprie attività.

2) L'**efficienza,** da intendere in termini di capacità allocativa a destinare in modo ottimale le risorse fornite dai risparmiatori ai vari progetti da finanziare e in termini tecnico-operativi, relativa alla capacità degli intermediari e dei mercati organizzati di raggiungere una dimensione ottimale, ovvero la capacità di produrre a un costo unitario minimo.

3) La **trasparenza** intesa in termini macro, allorquando è relativa all'efficienza informativa ed è volta ad assicurare la diffusione delle informazioni ed efficienti meccanismi di formazione dei prezzi delle attività finanziarie. E in termini micro, quando è afferente alla gestione aziendale dell'intermediario, e quindi comunicare al pubblico i dati relativi ai bilanci e extra-contabili e la trasparenza dei comportamenti degli intermediari, del cliente e degli utilizzatori finali.

All'interno del settore finanziario solitamente la regolazione è meno correlata al potere dei monopoli e molto di più al mantenimento della stabilità sistemica e alla protezione dei consumatori[25]. Goodhart et altri (1998) distinguono all'interno del sistema finanziario fra: *i*) regolazione intesa come stabilimento di regole di comportamento, *ii*) monitoraggio che si estrinseca nell'attività di osservazione delle regole, se sono state recepite o meno e infine *iii)* supervisione, intesa come la più generale attività di supervisione dei comportamenti delle imprese finanziarie.

La protezione dei consumatori si divide ulteriormente in due aspetti: la regolazione prudenziale dei consumatori che a sua volta si divide ulteriormente in due aspetti:

[25] Goodhart, C., et altri, *op. cit. pag.vii.*

regolazione prudenziale e regolazione della condotta degli affari, con quest'ultimo aspetto diviso fra settore al dettaglio e settore all'ingrosso. Conseguentemente, esistono modelli di vigilanza differenti. La prima è rivolta alla solvibilità e solidità patrimoniale e alla sana e prudente gestione. La seconda incentrata sulla protezione della clientela e sul buon funzionamento dei mercati.

Taylor (1995, 1996)[26] e Goodhart (1996)[27] tenendo conto della struttura istituzionale basata sugli obiettivi della regolazione, avevano proposto un approccio alla regolazione e alla supervisione basato su stabilità sistemica e protezione dei consumatori. Entrambi gli autori hanno distinto i due obiettivi della regolazione, e argomentato che nel perimetro della regolazione sistemica rientra un'ampia categoria di istituzioni finanziarie che vanno oltre le banche. Il modello di regolazione finanziaria che essi propongono è quello cosiddetto "***Two Peaks****"* il quale vede coesistere due supervisori prudenziali, uno per la stabilità finanziaria del sistema e l'altro competente per la condotta degli affari. Taylor sintetizza le caratteristiche peculiari di questo modello di supervisione nel modo seguente "la struttura proposta intenderebbe eliminare le duplicazioni regolatorie e le sovrapposizioni; intenderebbe creare autorità regolatorie con un chiaro e preciso mandato, intenderebbe stabilire meccanismi per risolvere conflitti fra gli obiettivi della regolazione dei servizi finanziari; e intenderebbe favorire un processo regolatorio che sia aperto, trasparente e politicamente responsabile". Taylor, infine, riconosce che all'interno delle strutture proposte potrebbe esserci una zona grigia, ma allo stesso tempo è persuaso dal fatto che "ogni sistema ha le sue anomalie e le sue illogicità[28].

Goodhart (1998) in disaccordo con il modello "*Twin Peaks*", sostiene che la struttura istituzionale dovrebbe concentrarsi sugli obiettivi della regolazione, il modello *"Twin Peaks"* è troppo ampio e non riconosce le peculiarità esistenti tra gli enti e i tipi di

[26] Taylor, M., "*Twin Peakes, A Regulatory* Structure *for the New Center*", London Centre for the Studies of Financial Innovation, December, 1995.

[27] Goodhart., C., "*Some Regulatory Concernes*", Swiss Journal of Economics and Statistics, 1996, 132 (4/2) 613-35.

[28] Taylor, M., "*Twin Peakes, A Regulatory* Structure *for the New Center*", London Centre for the Studies of Financial Innovation, December, 1995

attività, sia per quanto riguarda la regolamentazione prudenziale, sia per quanto riguarda la conduzione degli affari. Pertanto, propone un modello alternativo di vigilanza, basato su tre dimensioni: a) sistemica, b) prudenziale e c) condotta degli affari. Ognuna di queste competenze deve essere affidata ad una struttura specifica alla quale deve essere associato uno specifico regolatore: 1) un regolatore sistemico; 2) un regolatore prudenziale sistemico per le società di intermediazione mobiliare, le compagnie assicurative e altre istituzioni non bancarie per le quali la continuità della solvibilità è una questione regolatoria; 3) un singolo regolatore per servizi finanziari al dettaglio; 4) un singolo regolatore per la condotta degli affari all'ingrosso; 5) autoregolazione per le borse valori; 6) un'agenzia specializzata nella concorrenza con un chiaro ruolo di regolatore, che tuttavia non dovrebbe essere un'agenzia specialistica che si occuperebbe solo di servizi finanziari. Questo modello fortemente settorializzato avrebbe il pregio, secondo gli autori, di essere molto chiaro, poiché ad ogni agenzia verrebbe assegnato un compito preciso[29].

1.2. La dimensione sistemica della regolazione finanziaria

Oggetto di questo paragrafo è la dimensione sistemica della regolazione finanziaria. La dimensione sistemica della regolazione ha ragione di essere considerata poiché riguarda i costi sociali derivanti dagli stress finanziari sotto forma di effetti da contagi e possono superare facilmente i costi privati per azionisti, dirigenti.

Nella trattazione di questo paragrafo non si può non muovere dal concetto di rischio, e di rischio sistemico in particolare, ricorrente in tutta la ricerca, il quale è strettamente correlato con quello di stabilità finanziaria.

Dopo aver cercato di delineare il concetto di rischio sistemico, faremo in particolar modo riferimento a quei contributi che hanno studiato il rischio sistemico nell'ambito delle Infrastrutture finanziarie di mercato.

[29] Goodhart, C. 1 et altri, 1998, *op., cit*., pag 159.

Innanzitutto, va ricordato che il rischio sistemico è un concetto molto diffuso, non solo in economia e finanza, ma anche in altri ambiti di studio, infatti il termine contagio, utilizzato per spiegare la propagazione dei fallimenti da un'istituzione finanziaria, un mercato, o un sistema finanziario ad un altro sano, è stato mutuato dalla medicina, ove riguarda malattie ed epidemie.

Prima della recente crisi finanziaria ed economica, il rischio sistemico non era stato oggetto di studi così ampi come lo è stato allorquando si è verificata la prima crisi finanziaria di portata globale dopo quella del 1929, che ha messo in rilievo la centralità rischio sistemico, quale causa determinante della crisi.

La crisi finanziaria del 2008-2009 ha rifocalizzato l'attenzione degli studiosi e dei *policy makers* sui rischi sistemici e sulle politiche e la regolamentazione finalizzate a gestirlo. Un ampio processo di ripensamento a livello teorico e di revisione normativa è stato avviato nel campo della regolamentazione e delle politiche di vigilanza. Al fine di delineare il rischio sistemico in economia e finanza è necessario adottare un approccio più ampio, in ragione della molteplicità di fattispecie in cui può manifestarsi: correlazione (esposizione ai medesimi fattori di rischio), pro-ciclicità (*time varying risk*) effetti network (*cross-section-risk*)[30]. In ciascuna di queste dimensioni il rischio assume una connotazione differente, che l'attività di ricerca sta cercando di isolare e quantificare[31].

Occorre, perciò, estendere l'analisi anche ad altri aspetti, che vanno oltre il contagio, e riguardano ad esempio shock sistematici che possono eventualmente trasmettersi attraverso un effetto domino ad altri settori dell'economia. In letteratura esistono molti contributi, sono stati creati modelli e effettuate verifiche empiriche per provare l'esistenza del rischio sistemico e analizzarne gli effetti.

[30] un concetto che ci torna utile nello studio delle Controparti centrali, poiché gli accordi di interoperabilità fra CCP creano connessioni multiple fra l'insieme dei soggetti (vertici o nodi) che danno vita a questi accordi.

[31] Gualandri, E., e Noera, M., "Rischi sistemici e regolamentazione macroprudenziale", Dicembre 2014, versione in italiano di : MONITORING SYSTEMIC RISK A SURVEY OF THE AVAILABLE MACROPRUDENTIAL TOOLKIT, December, 2014

In senso ampio quando si parla di rischio sistemico ci si riferisce al rischio che l'instabilità finanziaria diventi così diffusa da compromettere il funzionamento del sistema finanziario al punto in cui la crescita economica e il benessere ne risentono materialmente. In letteratura, ad oggi, non c'è una definizione di rischio sistemico comunemente accettata. Una prospettiva può essere quella di descriverlo come il rischio derivante da un forte evento avverso, quale ad esempio un evento che colpisce un certo numero di intermediari importanti o i mercati, incluso le infrastrutture finanziarie di mercato[32]. L'evento scatenante può essere uno shock esogeno idiosincratico, limitato nello scopo o sistematico quindi diffuso, il quale arriva dall'esterno del sistema finanziario. Alternativamente può essere definito come un evento che potrebbe emergere endogeneamente, dall'interno del sistema finanziario o dall'interno dell'economia. L'evento sistemico è in questi casi molto forte, riconducibile ad esempio a cambiamenti di regime, tale da determinare il fallimento di molti intermediari finanziari o colpire i mercati poiché toccati nel cuore delle loro funzioni. Inoltre, è possibile distinguere fra una prospettiva orizzontale del rischio sistemico, allorquando l'attenzione è limitata al sistema finanziario, e una prospettiva verticale del rischio sistemico, allorquando si tiene conto dell'interazione bilaterale fra il sistema finanziario e l'economia. Gli effetti del combinato disposto fra la severità del rischio sistemico e gli eventi sistemici potrebbero essere valutati tenendo conto degli effetti che essi hanno sui consumi, sugli investimenti e crescita economica o più in generale sul benessere economico ampiamente inteso.

La definizione data da H. Scott (2010), secondo cui il rischio sistemico "*Più in generale, è il rischio che un sistema finanziario nazionale, o globale potrà venire meno*"[33] ci aiuta a muovere nella direzione giusta, poiché ci dice che pur in presenza di molteplici definizioni, il rischio sistemico può avere origini da diverse situazioni, il

[32]ECB, Financial Stability Review, "*The concept of Systemic Risk*" December 2009, pag. 134.
[33] Scott, Hal. S., "Reducing systemic risk through the reform of Capital Regulation", Journal of International Economic Law Vol. 13. 3 Oxford University Press 2010.

contesto cui Scott fa riferimento è la crisi del 2007-2008 scoppiata negli Stati Uniti, originatasi sui mercati dei subprime, poco regolati e ancora meno supervisionati.

Sono state individuate tre forme di rischio sistemico che possono verificarsi anche indipendentemente o in associazione con altre cause, essi sono[34]:

- Il contagio, che è il rischio causato da macro-shock simultanei che causano problemi e più in generale squilibri. In genere si suppone che il contagio sia idiosincratico, cioè legato ad un evento avverso che colpisce un intermediario, una banca, ma poi si espande ad altre banche o intermediari, anche quando la banca colpita dal contagio sembrerebbe solvente.
- La seconda forma di rischio sistemico si riferisce a uno shock esteso che coinvolge un numero elevato di intermediari o mercati simultaneamente.
- La terza forma di contagio riguarda il verificarsi di squilibri endogeni nei sistemi finanziari, come nel caso di un'incontrollata espansione dei prestiti.

Le ultime due forme di rischio sistemico hanno effetti pro-ciclici.

Non esiste una definizione univoca di rischio sistemico, vari autori hanno focalizzato l'attenzione su aspetti specifici. Ad esempio, secondo Hunter e Marshall (1999)[35] il rischio sistemico è uno shock che si produce all'interno del sistema finanziario che danneggia in modo severo le funzioni cruciali come la valutazione delle attività, l'allocazione del credito, i meccanismi dei sistemi di pagamento.[36]

I due autori, inoltre, sostengono che la mancanza di una chiara differenza fra rischio sistemico e crisi sistemica finisce con il creare confusione sulle cause di questi fenomeni, queste mancanze si riflettono, inoltre, sullo stato delle conoscenze e sulla

[34] ECB, Financial Stability Review, "*The concept of Systemic Risk*" December 2009, pagg. 135-136.
[35] Hunter, W. C, Marshall, D., "Thoughts on Financial Derivatives, Systemic Risk, and Central Banking. A review of Some Recent Developments", February 1999, in: https://www.researchgate.net/publication/5043029_Thoughts_on_Financial_Derivatives_Systematic_Risk_and_Central_Banking_A_Review_of_Some_Recent_Developments
[36] Hunter, W., and Marshall, D., "*Thoughts on Financial Derivatives, Systematic Risk, and Central Banking: A Review of Some Recent Developments"*, February 1999, Working Papers Series Research Department WP 99-20.

teoria, con riflessi pratici nel momento in cui i legislatori devono colmare questo vuoto. Rispetto al rischio nei mercati dei derivati i due autori nell'analizzare gli effetti sistemici dei mercati dei derivati sostengono che l'analisi della politica del rischio sistemico è ostacolata dalla mancanza di consenso su una teoria riguardante il rischio sistemico. Inoltre, dal loro punto di vista, le preoccupazioni circa gli effetti sistemici dei derivati sembrano un po' esagerate. In particolare, i mercati dei derivati non sembrano indebitamente soggetti a perturbazioni sistemiche. Inoltre, la negoziazione di derivati può aumentare l'efficienza informativa dei mercati finanziari e fornire strumenti per una gestione del rischio più efficace. Entrambi questi effetti tendono a ridurre il pericolo di crisi sistemiche. Tuttavia, la complessità dei contratti derivati (in particolare, la loro elevata leva implicita) può complicare il processo di supervisione regolamentare. Inoltre, i derivati possono rendere più difficile la conduzione della politica monetaria. La maggior parte delle teorie del rischio sistemico implica un ruolo critico per le banche centrali come fornitore finale di liquidità. Tuttavia, il pericolo compensativo dell'azzardo morale deve essere riconosciuto e affrontato attraverso una supervisione performante[37].

Per altri autori (Das and Uppal) il rischio sistemico deriva un evento non frequente ma altamente correlato fra le varie attività che determina una riduzione sostanziale dei vantaggi derivanti dalla diversificazione delle attività nel contesto internazionale[38]. Per altri, il rischio sistemico è all'origine di perdite sequenziali, che derivano da un certo avvenimento che si espande fino a coinvolgere istituzioni o mercati oppure entrambi all'interno di un sistema[39].

In letteratura sono stati molti i contributi che si sono focalizzati su aspetti specifici del rischio sistemico e sul contagio in modo particolare. Il contagio può coinvolgere anche le infrastrutture finanziarie di mercato, a cominciare dai sistemi di pagamento

[37] Hunter, W., and Marshall, D., "Thoughts on Financial Derivatives, Systematic Risk, and Central Banking: A Review of Some Recent Developments", 1999.
[38] Das, S. R., and Uppal, Raman, 2001 "*Systemic Risk and International Portfolio Choice"*, April 2001.
[39] Kaufman, G. J., "*Bank contagion: A review of the theory and evidence*", in Journal of Financial Services Research volume 8, pages123–150(1994)

all'ingrosso. La letteratura si è focalizzata particolarmente su come organizzare in modo efficiente il processo di regolamento nei sistemi di pagamento.

Fleming and Garbade[40] sulla base di dati raccolti dal 1990 al 2004 hanno riscontrato che i fallimenti dei sistemi di regolamento non sono inusuali. Un sistema di regolamento può fallire per una serie di motivi, tra cui la cattiva comunicazione è una fonte di fallimenti. L'errore di comunicazione tende a verificarsi principalmente su piccola scala. In taluni casi i problemi operativi possono essere all'origine del fallimento di un operatore o dell'ente che deve consegnare i titoli a seguito del regolamento. Molto spesso, sostengono i due autori americani, il venditore non è in grado di fornire i titoli oggetto della negoziazione a causa della mancata ricezione degli stessi a seguito del regolamento di un acquisto non correlato. Questo evento può portare a fallimenti a cascata. Per quanto riguarda nello specifico i sistemi di compensazione, essi sono sottoposti a requisiti di collaterale e sottoposti a limiti e regolati secondo frequenti cicli, Nel corso della crisi i sistemi di pagamento non hanno mostrato problemi di tenuta. I problemi più rilevanti nel campo delle Infrastrutture finanziarie di mercato sono emersi nella compensazione e regolamento di derivati OTC.

Duffie and Zhu(2010) concentrano la loro attenzione su quello che ritengono un elemento chiave del nuovo approccio normativo alla stabilità finanziaria cioè la compensazione centrale dei derivati. Una controparte centrale di compensazione (CCP) si colloca tra controparti derivate over-the-counter (OTC), isolandole dal default l'uno dell'altro. Compensazione efficace mitiga il rischio sistemico abbassando la probabilità che i default si diffondano da controparte a controparte. La compensazione centralizzata potrebbe anche ridurre il grado in cui i problemi di solvibilità di un operatore di mercato sono improvvisamente aggravati dal possibile fallimento di una controparte e quindi un membro compensatore[41].

[40]Fleming, M., and Garbade, K., "*Explaining Settlement Fails*", FED New York Vol. 11, N. 9, September 2005.
[41] Duffie, D., and Zhou, X., "Does a Central Clearing Counterparty Reduce Counterparty Risk? March 6, 2010, in: https://web.stanford.edu/~duffie/DuffieZhu.pdf

Infine, a questi contributi è opportuno affiancare quello di J. Caruana che della Banca Internazionale dei Regolamenti è uno dei dirigenti più importanti, in un *non paper* dal titolo emblematico[42] "*Systemic risk: how to deal with it*? ha usato una definizione che se senza dubbio aiuta a fare chiarezza, anche perché si basa su precedenti lavori del FMI, del FSB e della BRI[43] per il G20, secondo cui il rischio sistemico può essere definito come "*un rischio di perturbazione dei servizi finanziari che è causato da un deterioramento di tutto o di parti del sistema finanziario e ha il potenziale per avere gravi conseguenze negative per l'economia reale*." Se una banca perde i soldi da un investimento rischioso, quello non è sistemico. Ma il fallimento istituzionale, la crisi del mercato, il crollo delle infrastrutture o anche un forte aumento del costo dei servizi finanziari possono avere gravi conseguenze negative per molti altri operatori di mercato. In questi casi esiste una dimensione sistemica. Sono tali le esternalità negative e le ricadute significative sull'economia reale che sono l'essenza del rischio sistemico. Il rischio sistemico ha due dimensioni, trasversale e temporale. Ognuna di queste dimensioni ha implicazioni politiche molto diverse.

Le questioni legate ai requisiti di capitale, ai fondi propri e ad altri requisiti richiesti alle banche, sono diverse da quelle che vengono inevidenza nella regolazione dei servizi finanziari per ridurre la probabilità di insolvenza. Difatti, nella regolazione dei servizi non bancari, il rischio sistemico è considerevolmente più basso e meno evidente che nelle banche, e spesso non esiste affatto; il contagio è meno probabile; la potenziale perturbazione dei sistemi di pagamento non si verifica; poiché le società che gestiscono i servizi non sono percettori di prestiti di ultima istanza, non si verificano problemi di azzardo morale; infine le società di intermediazione in valori mobiliali hanno sufficienti attività liquide che possono rapidamente liquidare nei mercati secondari; per queste ultime i tempi di aggiustamento delle posizioni in bilancio è molto breve rispetto a quello delle banche; rispetto alle banche le imprese di intermediazione finanziaria

[42]Caruana, J., "*Systemic risk: how to deal with it?* BIS, 12 February 2010; consultabile al seguente link: https://www.bis.org/publ/othp08.htm

[43] "Guidance to assess the systemic importance of financial institutions, markets and instruments: initial considerations", October 2009.

hanno proporzioni molto più elevate di fondi garantiti delle banche; i rischi cui le banche e le imprese di intermediazione mobiliare sono confrontate sono di natura differente, le banche devono confrontarsi in primo luogo con il rischio di credito, mentre le altre sono più esposte al rischio di mercato; così come è differente la natura delle loro attività e del business e conseguentemente anche la valutazione delle attività è differente, molto più semplice per le imprese di intermediazione mobiliare poiché il valore delle loro attività è più facilmente accertabile sui mercati secondari, di quanto sia per le banche[44].

Se come abbiamo appurato non esiste una definizione uniforme di rischio sistemico altrettanto dicasi per la stabilità finanziaria. La mancanza di una definizione univoca di stabilità finanziaria è riconducibile al fatto che è un concetto in evoluzione. Tuttavia, c'è un accordo generale sul fatto che sia divenuta una comune preoccupazione nel processo di globalizzazione e sia direttamente collegata al rischio sistemico e alla supervisione macroprudenziale.

Nel contesto internazionale si fa spesso riferimento alle definizioni contenute nel rapporto della Banca dei Regolamenti Internazionali su Governance e Stabilità finanziaria, il cosiddetto "*Ingves Report*", ove in una prospettiva operativa, quella che può servire, secondo gli autori, come un obiettivo che guida la politica di stabilità finanziaria, sono state individuate ben cinque diverse definizioni che si basano su cinque differenti risultati[45]. Delle cinque definizioni dato il contesto della ricerca quella che meglio si adegua è l'ultima, basata sulla definizione di un obiettivo multidimensionale[46]. Infine, la definizione del FMI collega il rischio sistemico alle politiche macroprudenziali, secondo cui il la politica macroprudenziale è stata definita come l'uso di strumenti principalmente prudenziali per limitare il rischio sistemico,

[44] Goodhart C., *op. cit*. pag. 12.
[45] BIS, "Central Bank Governance and Financial Stability (2011), 32.
[46] Questo approccio "*Defining an objective Multidimensinally*" si trova nella nuova legge bancaria nel Regno Unito. La legge definisce cinque obiettivi per le azioni politiche nell'ambito del nuovo regime speciale di risoluzione creato dalla legge. Essi comprendono stabilità del sistema, con particolare riferimento alla continuità del servizio; fiducia; depositante protezione, protezione dell'investitore e protezione dei diritti di proprietà. Alcuni possono essere in conflitto con altri, e non viene fornita alcuna ponderazione o priorità.

causato da una riduzione di valore di tutti o di parti del sistema finanziario, che possono causare gravi conseguenze negative per l'economia reale[47].

1.3. La dimensione internazionale della regolazione finanziaria

La recente crisi finanziaria ha avuto come effetto quello di coinvolgere innanzitutto le istanze internazionali, a cominciare dal G20, il Consiglio di Stabilità Finanziaria - *Financial Stability Board*[48] (FSB) e Comitato di Basilea (*Basel Committee on Banking Supervision* -BCBS), e l'Organizzazione Internazionale delle Commissioni di Vigilanza sulle Borse (*International Organization Of Securities Commission* – IOSCO)[49] con l'obiettivo di individuare principi e regole nuove, che una volta

[47] International Monetary Fund (IMF), "Key Aspects of Macroprudential Policy", 2013, 7

[48] Il *Financial Stability Board* è composto di autorità nazionali con competenze in materia finanziaria e regolatori internazionali quali la Banca Internazionale dei Regolamenti e il Comitato di Basilea e la CPSS, 2014 rinominata Commissione Pagamenti e Infrastrutture di Mercato e dalla IOSCO. All'FSB sono stati affidati importanti compiti dal G20 e precisamente la supervisione e il monitoraggio dell'implementazione delle riforme e un ruolo di supervisore sulla tempistica e l'orientamento della riforma dei derivati OTC. Inoltre, il FSB ha identificato e stabilito quattro salvaguardie per facilitare un ambiente sicuro per le operazioni delle CCP che compensano derivati e sono operative a livello globale. Esse sono: 1) accesso equo ed aperto dei membri partecipanti della CCP basate su criteri oggettivi e trasparenti; Accordi di supervisione cooperativa fra tutte le autorità, sia nazionali che internazionali, che risulta dalla regolazione e supervisione solida e coerente di CCP globali; 3) Regimi di risanamento e di risoluzione che assicurino le funzioni critiche delle CCP, affinché siano mantenute in vita durante la crisi e che considera gli interessi di tutte le giurisdizioni quando la CCP è sistematicamente importante, e 4) accordi di liquidità per le CCP nelle valute in cui esse compensano i contratti di derivati OTC. Le CC devono poter disporre di un livello sufficiente di attivi liquidi e avere accesso a linee di credito adeguate in tutte le monete delle operazioni che compensano, in conformità ai Principi CPSS-IOSCO. Queste quattro salvaguardie sono focalizzate sulla necessaria coordinazione a livello internazionale, essenziale per la stabilità dei mercati, e per il buon funzionamento della compensazione centrale.

[49] La IOSCO ha svolto un ruolo molto importante allo scopo di fornire raccomandazioni e norme allo scopo di dotare le giurisdizioni di orientamenti necessari per rispettare gli impegni del G20 del 2009, che avrebbero richiesto una preliminare trasposizione negli ordinamenti nazionali. Nel caso specifico delle CCP la IOSCO ha prodotto tre rapporti, di cui il primo nel 2010 allorquando FSB chiese alla IOSCO di coordinare l'applicazione dei requisiti relativi alla compensazione centrale a livello di prodotti e di partecipanti al mercato, allo scopo di ridurre al minimo la possibilità di arbitraggio regolamentare. Nel 2012 la IOSCO ha pubblicato un rapporto dal titolo "Rapporto sulle condizioni preliminari alla compensazione obbligatoria", si trattava di 17 raccomandazioni che le autorità avrebbero dovuto seguire in occasione dell'introduzione di un regime obbligatorio di compensazione centrale nelle loro rispettive giurisdizioni. Questo rapporto raccomandava, inoltre, la creazione dii un quadro per la comunicazione fra le autorità nazionali per definire le condizioni preliminari alla compensazione obbligatoria e la implementazione nelle varie giurisdizioni. Nel 2012 la IOSCO ha pubblicato un secondo rapporto che riguardava la negoziazione dei prodotti derivati che si intitolava. "*International standards for derivatives market intermediary regulation*", pubblicato nel giugno 2012. L'obiettivo di questo rapporto era di fornire norme internazionali di alto livello per la regolamentazione dei partecipanti al mercato dei derivati, che avrebbero dovuto essere regolati come intermediari in prodotti derivati. Il rapporto formulava delle raccomandazioni che riguardavano i requisiti di capitale, le altre risorse finanziarie per gli intermediari del mercato dei derivati che non facevano oggetto di una regolamentazione prudenziale, la supervisione delle attività e la registrazione delle transazioni. Il rapporto metteva in rilievo l'importanza della coerenza fra le autorità di mercato transfrontaliere poiché la supervisione degli intermediari dei mercati dei derivati era considerata di fondamentale importanza per la buona riuscita dell'attività di supervisione su questi mercati che sono tradizionalmente globali.

implementate avrebbero dato attuazione concreta alle riforme inizialmente annunciate a livello internazionale[50].

L'implementazione come si sa è un'attività che compete normalmente ai legislatori e alle autorità competenti in subordine, la rapidità o meno della reazione e la capacità di inserirla in un progetto coordinato ha segnato alcune importanti differenze fra ordinamenti. La reazione degli Stati Uniti secondo alcuni studiosi è stata immediata e sicuramente di vasta portata, diversamente la strategia europea fu più disomogenea[51].

La crescente globalizzazione del settore bancario e della finanza palesò ben presto l'incapacità dell'approccio nazionale o autarchico alla regolazione finanziaria[52], di rispondere alle sfide che essa comportava, poiché la regolazione a livello nazionale poteva essere intralciata dallo sviluppo contemporaneo di regolazioni attuate in altre giurisdizioni e requisiti regolatori introdotti in uno paese avrebbero finito con l'avere impatti anche in altri paesi. Di conseguenza anche per la supervisione vale lo stesso concetto, non esiste un'autorità internazionale di regolamentazione superiore, fino a quando la regolamentazione prudenziale e la vigilanza sono condotte al livello nazionale[53]. Nell'Unione europea questo passaggio avverrà solo nel 2010 con la creazione del Sistema di supervisione europeo, incentrato sulle autorità di supervisione che furono istituite unitamente al Comitato di Rischio sistemico, di cui parleremo più avanti.

La dimensione internazionale della regolazione ha delle implicazioni ad un tempo di natura sistemica e di neutralità competitiva (fra le diverse istituzioni e infrastrutture finanziarie fra di loro). Innanzitutto perché le istituzioni finanziarie e i mercati competono a livello globale, la regolazione nei sistemi nazionali ha la capacità di conferire sussidi competitivi o svantaggi. In secondo luogo poiché ciò può avere l'effetto di produrre arbitraggi regolatori. Inoltre, quest'ultimo può creare una ulteriore

[50] De Bellis, M., "La Riforma della Regolamentazione e della Vigilanza Finanziaria", pagg.:73-74, in : https://www.academia.edu/17509241/La_riforma_della_regolamentazione_e_della_vigilanza_finanziaria
[51] De Bellis, M., *op., cit.,* pag.74.
[52] Goodhart, C. *1996, op., cit*., pag 173.
[53] Goodhart, C., et altri, *op., cit*, pag.: 173

potenziale azzardo, ovvero la competizione internazionale al lassismo. Il conseguimento degli obiettivi di stabilità sistemica è correlato ai meccanismi cooperativi a livello internazionale che possono ridurre le probabilità di fallimento e il potenziale fallimento di un'istituzione finanziaria in un paese e produrre effetti sistemici in altri. La neutralità competitiva implica collaborazione internazionale in quegli aspetti della regolazione che il potenziale di pregiudicare la posizione competitiva dei prestatori di servizi finanziari in diversi paesi contestualmente.

La collaborazione a livello internazionale nella regolazione finanziaria, fra regolatori appartenenti a giurisdizioni differenti, nella produzione di nuovi principi regolatori globali ha creato una governance multilivello e dato luogo a convergenze fra legislazioni. La governance multilivello dei servizi finanziari è ulteriormente complicata in alcune giurisdizioni, come l'Unione europea ove esiste un livello sovranazionale[54]. Evidentemente l'elemento sovranazionale non è da intendersi negativamente, al contrario, soprattutto se lo si osserva nell'ottica della costruzione europea e di creazione del mercato unico dei servizi finanziari.

Tra i regimi regolatori, l'UE è di gran lunga il più avanzato poiché la legislazione europea è giuridicamente vincolante negli Stati membri e in larga parte fornisce il quadro nazionale per la regolazione dei servizi finanziari, con una distribuzione dei poteri che vede la Commissione incaricata di monitorare l'implementazione delle regole negli Stati membri, mentre la Corte di Giustizia europea ha la giurisdizione sulla conformità di queste regole ai Trattati[55].

L'interazione fra regolatori internazionali ed europei, si è realizzata attraverso un processo di influenza reciproca che nel caso dell'UE ha implicato dapprima la trasposizione nell'ordinamento comunitario e infine nazionale, con l'ulteriore coinvolgimento delle autorità nazionali di settore, attraverso un processo che alla fine

[54] Quaglia, L.: "*The European Union & Global Financial Regulation*", Oxford University Press, London, 2014, pag. 2
[55] Quaglia, L., *op., cit,* pag. 2

è risultato molto più complesso di quanto, ad esempio, avvenuto negli Stati Uniti. E ciò in ragione della maggiore complessità dell'ordinamento comunitario[56] .

La capacità regolatoria dell'UE nei mercati dei valori mobiliari fu sostanzialmente debole fino agli inizi degli anni '90 del secolo scorso, e ciò a causa dell'atteggiamento dei più importanti Stati membri, che era fondamentalmente riconducibile ad atteggiamenti protezionistici. Sostanzialmente di dovette attendere la proposta del gruppo di lavoro guidato dal barone belga Lamfalussy e l'adozione delle quattro direttive che presero il nome di quest'ultimo, che fecero seguito all'adozione del Piano d'azione per i servizi finanziari (PASF), per registrare un cambio di passo nella strategia dell'Unione europea. Dall'implementazione di quel piano d'azione ha avuto inizio una stagione completamente nuova nella legislazione del settore dei servizi finanziari europeo.

Tuttavia, alcune entità o attività nei mercati dei titoli restarono non regolate fino allo scoppio della crisi, ciò fu dovuto alla contrarietà prevalente fra gli Stati membri a regolare una settore caratterizzato da differenti interessi nazionali unitamente al minore attivismo della prima Commissione Barroso in questo settore. La capacità regolatoria dell'UE nei mercati dei titoli si sviluppa con un certo ritardo rispetto al settore bancario e assicurativo e ciò per l'esistenza di fattori di politica economica[57].

La collaborazione fra giurisdizioni può avvenire lungo una traiettoria che può comprendere diversi livelli di collaborazione e di obiettivi da perseguire. Infatti, può basarsi sull'armonizzazione sistemica, sull'armonizzazione economica, il coordinamento internazionale, la cooperazione, l'applicazione della extraterritorialità e infine la concorrenza internazionale.

La coordinazione internazionale non ha come obiettivo l'armonizzazione delle regole, ma piuttosto stabilire standard internazionali minimi dai quali le singole giurisdizioni possono trarre ispirazione, possono scegliere e contribuire, allo stesso tempo, a

[56] De Belllis, M. "*La Regolazione dei Mercati Finanziari*", Giuffré Editore, 2012, pag. 142
[57] Quaglia, L., *op.cit, pag 57-58.*

rimuovere incoerenze e conflitti nella regolazione fra giurisdizioni. Diversamente le strategie di cooperazione sono deputate ad attuare procedure e condividere informazioni. Per Barnier, membro della Commissione europea pro-tempore, l'armonizzazione delle regole nel settore finanziario e particolarmente in quello dei mercati dei derivati, è" una condizione necessaria per limitare i rischi di arbitraggio regolamentare, ma non è sufficiente per assicurare una implementazione internazionale efficace dei derivati OTC*"*[58].

L'importanza della cooperazione internazionale fra organismi di normazione e regolatori è fondamentale, poiché dalla mancata coordinazione derivano effetti negativi in termini di incoerenze fra legislazioni che possono alla fine complicare seriamente la realizzazione delle transazioni internazionali, di quelle finanziarie in modo particolare che vedrebbero in questo modo aumentare i costi. All'interno dell'UE si tradurrebbe in una distorsione al funzionamento del mercato unico dei servizi finanziari e finirebbe con il favorire, nel caso del mercato dei derivati, le transazioni fra controparti domestiche sottoposte alle medesime regole. Solo attraverso l'armonizzazione delle regole a livello internazionale e una efficace coordinazione delle regole è possibile superare queste difficoltà.

Barnier, consapevole delle difficoltà che la realizzazione di importanti riforme comportavano, a partire da quella sui derivati OTC, indicava tre elementi essenziali sui quali avrebbe dovuto basarsi la coordinazione fra regolatori e quindi giurisdizioni a livello internazionale: 1) innanzitutto la delimitazione del campo di applicazione di ogni legislazione; 2) deferimento all'applicazione delle legislazioni straniere allorquando forniscono dei risultati equivalenti alla legislazione del paese d'origine. Perché in caso contrario le controparti potrebbero essere tentate di applicare sistematicamente le regole più flessibili, che condurrebbe ad un livellamento verso il basso delle legislazioni; 3) la cooperazione fra le autorità di supervisione internazionali. La realizzazione della cooperazione riposa sulla conclusione di accordi

[58] Barnier, M., "Coordination internationale : la condition sine qua non du succès de la réforme des marchés de dérivés négociés de gré à gré », in Banque de France, Revue de la Stabilité financière N. 17 Avril 2013

fra i supervisori, i quali è bene che siano informati costantemente da parte del paese terzo della buona regolazione delle transazioni. In altri termini, è necessario un accordo di equivalenza fra le parti che si basi sul riconoscimento della legislazione del paese terzo. EMIR ha fatto proprio questo principio in materia di riconoscimento delle CCP e dei Repertori di dati stabiliti nei paesi terzi (Art. 13 EMIR)[59].

Accordi di cooperazione sono alla base del settore bancario attraverso il Comitato di Basilea che negli anni ha prodotto generazioni di Accordi sui requisiti di capitale, poi trasposti a livello delle singole giurisdizioni o a livello regionale come nel caso dell'UE. Diversamente sono molto rudimentali nel settore dei valori mobiliari, quantomeno fino alla crisi finanziaria del 2008-2009. Si deve alla IOSCO e alla CPMO (il cui acronimo più comune è CPMO-IOSCO) il merito di avere dato un grande contributo alla regolazione internazionale, che nel corso della crisi finanziaria è notevolmente aumentato soprattutto nel campo della produzione di principi regolatori e di rapporti sullo stato di attuazione, molto importanti e sui quali ritorneremo puntualmente successivamente. Infine, un'ulteriore alternativa per affrontare i problemi derivanti dalla dimensione internazionale della regolazione riguarda l'applicazione della giurisdizione extraterritoriale. Ciò potrà implicare la richiesta del consenso dell'autorità del paese ospitante, un'autorità di regolazione del paese d'origine può richiedere che determinati standard regolamentari siano rispettati dagli enti soggetti alla sua giurisdizione, anche quando le operazioni sono condotte da una filiazione estera di tali enti che è formalmente sotto la giurisdizione di un'autorità di regolazione ospitante.

Nel campo delle infrastrutture finanziarie di mercato, fra le organizzazioni preposte alla predisposizione di regole internazionali in materia di supervisione, dei mercati mobiliari e in particolar modo dei mercati dei derivati, un posto di primo piano è occupato da: IOSCO, Comitato di Basilea (*Basel Committee on Banking Supervision* - BCBS), Comitato per la Stabilità Finanziaria (*Financial Stability Board* -FSB), che

[59] Barnier, M., op.cit., pag. : 51-53.

costituiscono la cosiddetta rete dei *transnational regulatory networks*, che rispetto ad altri si caratterizzano per la loro natura pubblica, avendo lo statuto di organizzazione internazionale, e sono composte da rappresentanti di autorità di vigilanza pubbliche dei paesi membri. Tuttavia, nel settore dei servizi finanziari ve ne sono altri, anche di natura privata, e altri ancora ibridi, riconducibili a un'ampia tassonomia di regolatori globali. Una delle caratteristiche fondanti di questi comitati riguarda il fatto che all'interno di queste reti i rappresentanti di autorità amministrative nazionali cooperano con le corrispondenti autorità di altri paesi[60].

Un'ulteriore caratteristica riguarda l'implementazione degli standards elaborati dalla IOSCO, come del resto dal Comitato di Basilea, che in linea di principio avviene attraverso le amministrazioni nazionali e comunitaria, che ad essi partecipano, tuttavia per quanto riguarda i paesi dell'Unione europea questi principi globali dapprima devono essere trasposti nel diritto comunitario, attraverso regolamenti o direttive, e successivamente, soprattutto nel caso delle direttive, l'implementazione avviene attraverso il contributo delle autorità competenti a livello nazionale. Nel caso dell'Italia, tenuto conto del modello di supervisione adottato, l'implementazione avviene per il tramite della Banca d'Italia, per ciò che concerne gli standard e quindi i principi che riguardano la stabilità finanziaria e alla Consob, per ciò che attiene i mercati finanziari.

La IOSCO (Organizzazione Internazionale delle Commissioni di Borsa -*International Organisation of Securities Commissions*) è l'organizzazione internazionale composta dalle componenti nazionali delle Commissioni di Borsa, variamente denominate nei vari paesi. È stata creata nel 1983, con un carattere, almeno all'inizio più eminentemente regionale, per poi divenire universale e si pone di stabilire principi tecnici (o standard) condivisi nel mercato dei valori mobiliari. Sin dalla sua creazione si è contraddistinta per lo sviluppo di principi tecnici inerenti alla regolamentazione, la supervisione e attuazione di standard, la promozione degli interessi degli investitori,

[60] De Bellis, M., "*La Regolazione dei Mercati Finanziari*", Giuffré Editore, 2012, pag: xxiii.

favorendo lo sviluppo della trasparenza. La IOSCO collabora con il G20 e con altri regolatori a livello internazionale sullo sviluppo. La struttura e le regole di funzionamento della Commissione sono definite da alcune norme interne, c.d. *by law* che non sono accessibili al pubblico. Gli obiettivi della IOSCO sono chiariti all'interno delle *by law*[61], e sono i seguenti: *i)*cooperazione tra i membri, in modo da assicurare una migliore regolazione dei mercati, a livello domestico ed internazionale; *ii)* scambio di informazioni sulle rispettive esperienze; *iii)* elaborazione di standard e introduzione un efficace controllo sulle transazioni internazionali di valori mobiliari; e *iv)* assicurarsi assistenza reciproca al fine di assicurare l'integrità dei mercati, attraverso una rigorosa applicazione degli standard e un efficace *enforcement*[62].

I principi internazionali sono un essenziale strumento per conseguire regole coordinate e armonizzate per le Infrastrutture finanziarie di mercato a livello internazionale. Quelli predisposti per le IMF costituiscono uno spazio affollato, in quanto nuova frontiera di regolazione che ingloba regolazione di mercato, supervisione sistemica e regolazione bancaria. Non c'è penuria di corpi regolatori e di gruppi di lavoro che contribuiscono a questo enorme sforzo regolatorio[63].

1.4. Il fondamento logico della regolazione delle Infrastrutture Finanziarie di Mercato: stato dell'arte prima della crisi finanziaria

Da un punto di vista strettamente regolatorio, la necessità di regolare le infrastrutture finanziarie di mercato nasce dal fatto che essere operano in diverse giurisdizioni contemporaneamente e per l'elevata interconnessione che ne deriva, tutto ciò contribuisce a rendere queste infrastrutture delle istituzioni sistemicamente importanti. Ad oggi molto è stato fatto per renderle resilienti. La crisi ha sicuramente contribuito

---

[61] Preambolo alle *by laws : http://www.iosco.org/aboout/; per ulteriori approfondimenti si rinvia a : Sommer Jr, A.A. Iosco: its Mission and Achievement,* 17 Nw. J. INT'L & BUS. 15 (1997). https://scholarlycommons.law.northwestern.edu/njilb/vol17/iss1/6

[62] Bellis, M., *op. cit. pagg.: 21-24.*

[63] De Untermann, A., "*Regulating Global FMIs: Achieving Stability and Efficiency across Borders*", pagg. 53, in *in op., cit.,* 2015.

a una migliore e più approfondita regolamentazione. Tuttavia, secondo taluni autori, un ampio coordinamento a livello internazionale è, ancora oggi, necessario per assicurare che le Infrastrutture finanziarie di mercato operanti a livello globale possano operare in modo stabile ed efficiente[64].

Negli anni precedenti alla crisi del 2008-2009 le infrastrutture finanziarie di mercato e il segmento del ciclo finanziario nel quale esse intervengono, il post negoziazione (o *post-trading* in inglese) non sono stati oggetto di un'attenzione come successivamente alla crisi, e neppure con la stessa profondità con cui lo erano le istituzioni finanziarie attive nel settore del credito, anche prima della crisi.

Il mondo delle infrastrutture finanziarie di mercato, prima della crisi del 2008-2009, era alquanto variegato a livello globale, in termini di organizzazione interna e quindi di governance e in termini di collegamenti transfrontalieri con organizzazioni analoghe. E fondamentalmente frantumato a livello europeo. Un quadro molto diverso da quello che conosciamo oggi e da quello che abbiamo conosciuto analizzando gli effetti di quella crisi e le iniziative che sono state prese allo scopo di farvi fronte a livello internazionale dai regolatori internazionali e poi trasposti negli ordinamenti nazionali o regionali.

Le differenti norme che si applicavano alle IFM prima del 2008 hanno avuto origine dalle crisi finanziarie degli anni Ottanta. Il corpo di norme è stato elaborato progressivamente e per tipo di infrastruttura prima di essere consolidato nel 2012 nei Principi fondamentali della CPMI-IOSCO, per poi essere trasposto nell'ordinamento dell'Unione europea attraverso dei regolamenti vincolati. Sulla scia della crisi finanziaria del 1987 le norme internazionali relative alle infrastrutture finanziarie iniziarono a delinearsi iniziando dalle norme "*Lamfalusssy*" del 1990[65] relative ai

[64] Unterman, A., "*Regulating Global FMIs: Achieving Stability and Efficiency across Borders*", pag. 41 in: Analyzing the Economics of Financial market Infrastructures, edited by: Diehl, M., Alexandrova-Kabadjova, B., Heuver, R., and Martinez-Jaramillo S., IGI Global, 2015

[65] BIS, Report on Interbank Netting Schemes of the Central banks of the Group of Ten countries (*Lamfalussy Report*), in: http://www.bis.org/cpmi/publ/d04.htm Cui anni dopo fecero seguito "I principi fondamentali per i Sistemi di Pagamento sistematicamente importanti: CPSS-IOSCO, OICV-IOSCO, *Core Principles for Systematically Important Payment System,* 2001 in :https://www.bis.org/cpmi/publ/d43.pdf.

sistemi di compensazione interbancari, raccomandava delle "norme minime" per la concezione e il funzionamento dei sistemi di compensazione e di regolamento transfrontalieri e multi-valute, allo scopo di introdurre una base giuridica solida sui sistemi di compensazione in tutte le giurisdizioni interessate, per coprire i rischi giuridici, finanziari e operativi afferenti al sistema di compensazione, tali sistemi avrebbero dovuto essere dotati di procedure precise per la gestione dei rischi, definendo precise responsabilità tra quelle dell'agente di compensazione e quelle dei partecipanti, e poneva le basi per la vigilanza cooperativa di questi sistemi da parte delle banche centrali.

Nell'agosto del 2000 la Commissione decideva di creare un gruppo di saggi presieduto dal banchiere belga Lamfalussy allo scopo esplorare le modalità per rendere il diritto dell'UE previsto nel PASF più facile da introdurre e più adattabile alle condizioni di rapido cambiamento dei mercati finanziari. Il gruppo dei saggi produsse due rapporti per i ministri delle finanze dell'UE nei quali sottolineavano come l'UE avrebbe potuto accelerare e migliorare il passaggio alla legislazione. Il primo rapporto era essenzialmente un documento che conteneva considerazioni sulla frammentazione delle infrastrutture finanziarie attive nel post-mercato. Il secondo rapporto del gruppo dei Saggi[66], del febbraio 2001, sulla Regolazione dei Mercati dei titoli nell'UE era un sostanzioso documento su come l'UE avrebbe potuto migliorare gli accordi sulla compensazione e regolamento transfrontaliera e conteneva una road-map per le politiche nel settore del post-mercato negli anni a venire, per come richieste dai cambiamenti in atto e dall'avanzare della innovazione finanziaria. Il Comitato dei saggi sosteneva che il settore privato avrebbe dovuto essere il principale attore responsabile della ristrutturazione del settore della compensazione e del regolamento nell'UE. Tuttavia, sarebbe stato altrettanto importante che anche la politica pubblica si fosse concentrata su taluni specifici aspetti, e precisamente:

[66] Groupe of the Wise, Final Report of the Committee of Wise Men on The Regulation of European Security Market", Brussels, 15 February 2001

- L'eccessivo costo dei servizi di compensazione e di regolamento transfrontalieri, rispetto agli Stati Uniti;
- Questioni legate alla concorrenza e precisamente l'accesso ai sistemi aperto e non discriminatorio ai sistemi di compensazione di regolamento;
- Interrogarsi sulle implicazioni prudenziali di una singola CCP, a livello europeo (era in atto all'epoca un progetto per crearne una, ma che poi rimase lettera morta);
- Se i sistemi di compensazione e regolamento avrebbero dovuto essere autorizzati e supervisionati attraverso principi comuni europei.

Il gruppo sosteneva la necessità di un'azione legislativa europea perché il settore privato era incapace di mettere in atto un efficiente sistema di compensazione e regolamento pan-europeo nell'UE e suggeriva alla DG Concorrenza della Commissione europea di fare una indagine allo scopo di verificare se le regole della concorrenza errano rispettate nel settore del post-mercato. Il Gruppo dei Saggi era pervaso dall'idea secondo cui la BCE andava coinvolta per l'importanza della compensazione e del regolamento ai fini delle operazioni di politica monetaria e del sistema dei pagamenti. Il Gruppo arrivò a definire il sistema di compensazione si vitale importanza al pari di un bene pubblico[67].

Il rapporto dei Saggi fece da apripista rispetto ad un altro gruppo di esperti questa volta guidato dall'italiano Alberto Giovannini allo scopo di individuare le "barriere" che ostacolavano l'integrazione dei mercati nell'UE, che verrà trattato più avanti.

Nel solco delle norme e dei principi Lamfalussy, in pochi anni furono sviluppate più corpi di regole, inizialmente sviluppate per tipo d'infrastruttura. Nel 2001 fu la volta dei sistemi di regolamento dei titoli. Sempre nel 2001 furono elaborati dei principi fondamentali per i sistemi di pagamento d'importanza sistemica, dei principi globali aventi un'ampia portata che avrebbero potuto essere applicati a un largo ventaglio di

[67] Groupe of the Wise, Final Report of the Committee of Wise Men on The Regulation of European Security Market", p. 16, Brussels, 15 February 2001.

situazioni. Alcune di queste si indirizzavano anche alle CCP e riguardavano la governance, la trasparenza, l'affidabilità operativa.

Nel 2004 la CPSS-IOSCO adottò le raccomandazioni per le controparti centrali,[68]. Si trattava di 15 raccomandazioni a accompagnate da una metodologia di valutazione che permetteva di valutare il grado di conformità delle CCP alle suddette raccomandazioni

Un'altra iniziativa importante fu quella che scaturì dalle decisioni dei Ministri delle Finanze dei paesi del G7[69] nel 1998, allorquando identificarono "un gap nel corrente sistema internazionale rispetto alla supervisione, delle autorità di supervisione finanziaria nazionali e dei sistemi di regolazione"[70]. Per farvi fronte fu messo a punto dal FMI e dalla Banca Mondiale un Programma di valutazione settoriale (FSAP in inglese) del settore finanziario, che ebbe inizio nel maggio 1999 e fino al 2006.

L'analisi approfondita riguardò le borse valori, le CCP e i depositari centrali. Si concentrò sulla governance di queste istituzioni e sulla regolazione delle infrastrutture finanziarie di mercato. Questa analisi fu finalizzata ai seguenti obiettivi: 1) Identificazione dei punti di forza e di debolezza, delle vulnerabilità e dei rischi dei sistemi finanziari nazionali; 2) Individuare come erano gestite le fonti di rischio; 3) Valutare l'osservanza e l'implementazione dei principi internazionali nel settore finanziario, i codici e buone pratiche; 4) Evidenziare gli sviluppi del settore finanziario e l'assistenza tecnica di cui gli Stati avrebbero avuto bisogno; 5) Aiutare gli Stati a

[68] OICV-IOSCO, Guidance on the application of the 2004 CPSS-IOSCO Recommendations for Central Counterparties to OTC derivatives CCPs, in: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD320.pdf.

[69] G7 Finance Ministers, STRENGTHENING THE ARCHITECTURE OF THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM - *Report of G7 Finance Ministers to G7 Heads of State or Government for their meeting in Birmingham May 1998*, in: http://www.g7.utoronto.ca/summit/1998birmingham/g7heads.htm .

[70] G7 Finance Ministers *Report of G7 Finance Ministers to G7 Heads of State or Government for their meeting in Birmingham May 1998,* point 17. There is a gap in the current international system with respect to surveillance of countries' financial supervisory and regulatory systems. Enhanced surveillance in this area would help encourage national authorities to meet international standards and help reduce financial risk. Such assessments of supervision and regulation can lay the groundwork for policy discussions and appropriate assistance, where needed, from the IMF and MDBs for programmes to strengthen financial systems. We need to address how best to organise international work in this and related areas. A number of international institutions are involved in various aspects of policy advice in the regulation of national financial systems. Their functions include assistance at times of financial crisis, long-term systems building and regular surveillance. There is a case for considering how to co-ordinate this work more effectively.

prioritizzare le risposte politiche. Questo lungo processo di valutazione fu portato a termine nel 2006 grazie al contributo dei Paesi che furono disponibili a sottoporsi alla valutazione, tra cui diversi Stati membri dell'Unione europea e altri in via di adesione. In questo importante esercizio la IOSCO e la CPSS utilizzarono due sistemi di principi internazionali, elaborati in precedenza, e riconosciuti a livello internazionale e rilevanti nel settore della regolazione finanziaria delle IFM ed esattamente: "*Objectives and Principles of Securities Regulation*" (May, 2003) (Obiettivi e Principi della regolazione delle borse valori) e "*Recommendations for Securities Settlement System* (2001). Nel 2006 La IOSCO identificava tre obiettivi per la regolazione dei valori mobiliari: 1) protezione degli investitori; 2) assicurazione che i mercati siano corretti, efficienti e trasparenti; 3) riduzione del rischio sistemico. E ben trenta principi sarebbero stati necessari per implementare tali obiettivi nella regolazione finanziaria. Alcuni di questi riguardavano direttamente le CCP e più in generale la governance e la supervisione delle IFM, tra cui quella delle CCP. Più precisamente:

- **Principio n. 6**: il regime regolatorio avrebbe dovuto fare appropriato uso di organizzazioni di auto-regolamentazione che esercitano alcune responsabilità di supervisione nelle rispettive aree di competenza, tenendo conto delle dimensioni e della complessità dei mercati.
- **Principio n. 7**: le organizzazioni di auto-regolazione, in altri termini le IFM, avrebbero dovuto essere soggette alla supervisione del regolatore e avrebbero dovuto osservare i principi di equità e confidenzialità allorquando avrebbero esercitato poteri e responsabilità delegate.
- **Principio n. 25**: stabilimento di sistemi di negoziazione incluse borse valori che avrebbero dovuto essere soggette ad autorizzazioni regolamentari e supervisione.
- **Principio n. 26**: prevedere una vigilanza regolamentare permanente che avrebbe dovuto osservare principi di equità e di confidenzialità di sistemi di negoziazione che avrebbero dovuto assicurare il mantenimento della integrità della

negoziazione, attraverso regole eque che realizzino un appropriato bilanciamento delle domande di diversi partecipanti del mercato.

- **Principio n. 30**: Sistemi di compensazione e regolamento delle transazioni mobiliari avrebbero dovuto essere soggetti alla supervisione regolamentare ed essere concepiti in modo tale da assicurare che essi fossero stati equi, efficaci ed efficienti e capaci di ridurre il rischio sistemico.

Al riguardo delle CCP e dei CSD in particolare IOSCO e CPSS raccomandavano la promozione e la implementazione di misure volte al rafforzamento della sicurezza e dell'efficienza dei sistemi di regolamento e alla riduzione del rischio sistemico. Quest'ultimo definito come ampio sistema comprensivo dell'insieme degli accordi relativi alla conferma, compensazione e regolamento dei valori mobiliari e custodia degli stessi (OICV-IOSCO, 2001)[71].

Le raccomandazioni nello specifico riguardavano:

- **Raccomandazione 13**: Governance. Accordi di governance per CCP e CSD avrebbero dovuto essere concepiti per adempiere ai requisiti di interesse pubblico, promuovere gli obiettivi dei proprietari e degli utilizzatori.
- **Raccomandazione 14**: Accesso. Le CCP e CSD avrebbero dovuto disporre di criteri oggettivi e pubblici per la partecipazione che avrebbero dovuto consentire un accesso equo e aperto.
- **Raccomandazione 18**: Regolazione e Supervisione. I sistemi di regolamento avrebbero dovuto essere soggetti a una regolazione trasparente ed efficace e supervisione. Le banche centrali di emissione e i regolatori avrebbero cooperare fra loro e con altre autorità rilevanti ai fini della supervisione.

A conclusione di questo esercizio congiunto di valutazione era emerso che esisteva un consenso generale fra giurisdizioni, secondo cui le infrastrutture finanziarie di mercato avrebbero necessitato di misure specifiche che avrebbero dovuto rafforzarle

[71] OICV-IOSCO, "*Issues paper on exchange demutualization", Report of Committee* of the International Organization of Securities Commissions*,* June, 2001

nell'organizzazione e nella struttura e riguardavano più specificatamente: la regolazione, il loro ruolo nei sistemi finanziari, il ricorso all'autoregolamentazione, la governance, la demutualizzazione.

Il quadro che emergeva da questa analisi approfondita metteva a nudo ritardi nello sviluppo dei mercati mobiliari, incongruenze nella struttura di governance delle IMF, differenze che spesso erano il retaggio di circostanze storiche e culturali, altre volte il frutto di uno sviluppo differenziato fra paesi, soprattutto fra paesi emergenti e paesi sviluppati rispetto alla natura degli accordi con cui le infrastrutture finanziarie di mercato erano state create e rispetto alla partecipazione nella gestione di rappresentanti governativi e regolatori. Inoltre, in molti paesi la concorrenza era molto ristretta, poiché solo un numero ristretto di partecipanti dominavano i mercati mobiliari, le sedi di negoziazione, e i sistemi di compensazione e di regolamento. Inoltre, il ricorso all'auto-regolazione era diffuso in modo alquanto differente e con risultati altrettanto eterogenei. Al riguardo della supervisione, esistevano visioni differenti sull'attribuzione di questa importante funzione e particolarmente rispetto a quali autorità attribuire tali poteri nel mercato dei valori mobiliari[72].

La necessità di intervenire nella regolazione delle IFM, nasceva da una duplice considerazione: rispetto all'operatività sempre più transfrontaliera e all'elevata quantità delle transazioni come nel caso delle CCP.

Le IFM hanno solitamente un'operativa internazionale o globale, che tradizionalmente va al di là di quella puramente nazionale, pur esistendo quelle che rientrano in questo segmento. Per tale motivo sono soggette a una molteplicità di giurisdizioni, regole e principi tecnici di natura nazionale e internazionale, ma anche di accordi di tipo bilaterale e multilaterali che coinvolgono molteplici giurisdizioni[73].

[72] Per una più ampia trattazione si questa analisi si rinvia a: Lee, R. "Running the World's Markets", pagg: 125-144.
[73] Unterman, A., "*Regulating Global FMIs: Achieving Stability and Efficiency across Borders*", pagg. 45 in: Analyzing the Economics of Financial market Infrastructures, edited by: Diehl, M., Alexandrova-Kabadjova, B., Heuver, R., and Martinez-Jaramillo S., IGI Global, 2015.

Nel caso delle CCP, in quanto infrastrutture funzionalmente votate a servire mercati globali o tutt'al più regionali, come quelli dei derivati OTC, la necessità di essere ben disegnate e quindi equipaggiate (in termini di gestione del rischio) era di fondamentale importanza e funzionale allo scopo di agire agevolmente a livello transfrontaliero, allo scopo di attrarre maggiore liquidità. Di qui la necessità di avere CCP e Repertori di dati in grado di offrire servizi a partecipanti al mercato di diversa origine geografica. Molto spesso queste infrastrutture sono diventate infrastrutture critiche per molte giurisdizioni, e per le CCP questo ha significato che il loro ruolo di accentratori e concentratori di rischi di controparte (per via dell'elevato ammontare nozionale di transazioni compensate) delle entità altamente sistemiche a livello globale[74].

Lo scoppio della crisi ha accelerato la necessità di dare una sistematizzazione alle norme esistenti e di individuarne altre allo scopo di rendere queste infrastrutture ancora più resilienti. Così è stato per le CCP, pur avendo dimostrato nel corso della crisi di ben resilienti alla crisi. Tuttavia, non erano esenti da problematiche che andavano affrontate in ragione della loro crescente importanza. Come nel caso della supervisione.

Solitamente le giurisdizioni sono riluttanti nel riconoscere un accesso senza restrizioni alle infrastrutture di mercato straniere a mercati nazionali. Inoltre, una volta che le regole internazionali più stringenti sono state poste in essere, il rischio che le attività di mercato gravitino verso giurisdizioni a maglie più lasche, e quindi meno regolamentate, è altamente probabile. Ciò può contribuire a creare situazioni in cui le infrastrutture domestiche, si trovano ad operare in condizioni di concorrenza nettamente svantaggiose. L'arbitraggio regolamentare si realizza quando una giurisdizione presenta deficit di efficienza regolatoria e adotta un approccio normativo più rischioso[75].

[74] Unterman, A., "*Regulating Global FMIs: Achieving Stability and Efficiency across Borders*", pagg. 43-44 in: Analyzing the Economics of Financial market Infrastructures, edited by: Diehl, M., Alexandrova-Kabadjova, B., Heuver, R., and Martinez-Jaramillo S., IGI Global, 2015.

[75] Griffith, "Substituted Compliance and Systemic Risk. How to make a Global Market in Derivatives Regulation, pag 1326, Minnesota Law Review, 2014, n. 98 pagg. 1291-1371.

Dal punto di vista metodologico, esistono diverse modalità attraverso cui le varie giurisdizioni possono scegliere di aprire i loro mercati alle infrastrutture finanziarie di mercato. Nel fare la scelta generalmente le giurisdizioni tengono conto di alcune questioni fondamentali. Ne vengono individuate generalmente tre e sono le seguenti. In primo luogo, il timore che l'affidamento esclusivo al regime estero possa aumentare il rischio di fallimento del mercato interno è dovuto al fatto che l'autorità di regolamentazione del paese ospitante potrebbe non essere in grado di individuare i rischi e deve confidare nel fatto che l'autorità di regolamentazione del paese d'origine riuscirà a prevenire eventuali guasti. La seconda questione importante riguarda la concorrenza. Quanto più elevati sono gli standard normativi, tanto maggiore è la probabilità che l'attività di mercato graviti su giurisdizioni più scarsamente regolamentate. Infine, al livello più estremo, le giurisdizioni possono cercare di imporre la loro autorità al di fuori dei loro confini attraverso un approccio extraterritoriale alla regolamentazione.

Le varie giurisdizioni internazionali fanno riferimento a metodi differenti per gestire i vari rischi e le attività che derivano dalle attività poste in essere da istituzioni finanziarie e infrastrutture finanziarie di mercato.

Gli approcci e i metodi utilizzate dalle varie giurisdizioni per facilitare le operazioni delle IFM sono variamente organizzati e soprattutto si basano su accordi di natura bilaterale o multilaterale, ma soprattutto possono rispondere a standard internazionali che si pongono obiettivi fra loro differenti e talvolta anche in contrasto. Tra i vari metodi ricordiamo l’applicazione del regime nazionale in situazioni transfrontaliere, il rinvio alle normative e ai risultati della vigilanza dei paesi terzi e l’esenzione totale di talune attività. Qui ci soffermeremo su quelli più in uso, e particolarmente dall’UE.

Essi sono:

1)La deferenza parziale o totale comprende uno spettro che va dalla "piena deferenza" a tutti gli aspetti rilevanti del regime di un'altra giurisdizione alla deferenza "parziale" o "condizionata" a una particolare regola o insieme di regole. Dal rapporto

del FSB (2014) è emerso che un certo numero di giurisdizioni condivide l'opinione che il termine "piena deferenza" includerebbe l'affidamento su una giurisdizione straniera per la registrazione o la concessione di licenze di un ente e non prendendo alcuna attività azione di vigilanza per registrare, concedere in licenza o esentare l'entità. Poche giurisdizioni hanno processi che eserciterebbero deferenza in modo così completo; invece la maggior parte sarebbe mantenere una certa responsabilità di vigilanza. La deferenza al regime normativo dei derivati OTC di un'altra giurisdizione ove appropriato, è uno strumento normativo importante per affrontare alcune questioni derivanti dalle differenze normative che esistono fra le varie giurisdizioni.

Nel 2014 i leader del G20 concordarono che le giurisdizioni e i regolatori dovrebbero essere in grado di attuare questo strumento quando ciò è giustificato dalla qualità dei rispettivi regolamenti e regimi di applicazione, basati su risultati simili, in modo non discriminatorio rispetto ai regimi di regolamentazione dei paesi di origine[76].

2) La deferenza alle regole dell' "*Home country*": A tal proposito della quale i Ministri finanziari e i Governatori delle Banche centrali dei Paesi del G20 nel 2014 ebbero a tal proposito ad affermare "*La deferenza parziale o totale al regime normativo dei derivati OTC di un'altra giurisdizione ove appropriato è uno strumento importante per affrontare alcune questioni derivanti dalle differenze normative che le giurisdizioni intraprendono per raggiungere gli obiettivi del G20* "[77].

Nel 2014 i leader del G20 hanno concordato che le giurisdizioni e i regolatori dovrebbero essere in grado di farlo differentemente l'un dall'altro quando ciò è giustificato dalla qualità dei rispettivi regolamenti e regimi basati su risultati simili, in modo non discriminatorio, pagando i debiti rispetto ai regimi di regolamentazione dei paesi d'origine. Ci impegniamo a cooperare in tutte le giurisdizioni con una rinnovata attenzione all'attuazione tempestiva e coerente supportata da valutazioni *inter pares* significative, tra cui la riforma dei derivati OTC. In relazione a questa riforma,

[76] FSB, "Jurisdictions' ability to defer to each other's OTC derivatives market regulatory regimes FSB report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors", 18 September 2014, in : https://www.fsb.org/2014/09/r_140918/
[77] Jurisdictions Ability to defer to each other's OTC derivatives markets regimes, Toronto, 18 September 2014.

concordiamo sul fatto che le giurisdizioni e le autorità di regolamentazione dovrebbero essere in grado di differirsi reciprocamente quando ciò sia giustificato dalla qualità dei rispettivi regimi di regolamentazione e di applicazione, sulla base di risultati simili, in modo non discriminatorio, nel rispetto dei regimi normativi del paese d'origine"[78].

In accordo con Unterman è evidente che un tale regime, richiedendo il passaggio da un approccio domestico alla regolamentazione a un sistema più internazionalizzato richiederà alle giurisdizioni di superare il disagio derivante dal rinvio a regolatori stranieri[79].

2) **La conformità sostituita**, si tratta di un concetto originatosi negli Stati Uniti e rappresenta un approccio ibrido alla regolazione delle infrastrutture di mercato straniere, poiché permette a una IFM di aderire alla regolazione della *home country* esclusivamente in talune situazioni. Come suggerisce il nome stesso, questo approccio permette a una entità non statunitense di sostituire la conformità con i suoi requisiti della regolazione *home country* in luogo della conformità alle regole degli Stati Uniti. Nondimeno, la conformità sostituita richiede a una IFM di registrarsi presso la rilevante autorità statunitense, tuttavia i costi amministrativi sono ridotti, poiché la supervisione della entità in questione rimane in capo alla responsabilità del suo regolatore nazionale[80]. Quale precondizione di ogni determinazione in favore del riconoscimento del regime di conformità sostituita, le autorità degli Stati Uniti (SEC e CFCT) richiedono la firma di un accordo preliminare (*Memorandum Understanding*) con il rilevante regolatore straniero.

3) **L'Equivalenza**: il regime di equivalenza è tecnicamente basato su accordi di cooperazione bilaterali a livello di regolamentazione e di vigilanza. Comporta una valutazione positiva nel quadro del paese terzo, che consente di fare affidamento alle

[78] G20 Ministerials: Communiqué Meeting of the G20 Finance Ministers and Central Bank Governors Sydney, Australia, February 23, 2014, in: http://www.g20.utoronto.ca/2014/2014-0223-finance.html

[79] Untermann, A., "*Regulating Global FMIs: Achieving Stability and Efficiency across Borders*", pagg. 47, in *in op., cit.,* 2015.

[80] Tafara, E., and Peterson, R.J., "*A Blueprint for a Cross-Border Access to U.S. Investors: A New International Framework*", pag. 58, Harward International La Journal, n. 48 (1) 32-68.

norme del paese terzo in questione e sull'operato della relativa autorità di vigilanza. Tecnicamente questo approccio comprende l'adozione di una decisione da parte della Commissione, preceduta da una valutazione improntata a criteri stabiliti nel diritto dell'UE.

La cooperazione, basandosi su un dialogo costante fra l'Ue e le autorità di supervisione deli paesi terzi oggetto della valutazione, contribuisce a rafforzare la comprensione e la fiducia reciproche tra le giurisdizioni: questa è una condizione preliminare per la gestione dei rischi transfrontalieri[81].

È l'approccio preferito dall'Unione europea, e con esso l'Ue può stabilire che il regime di regolamentazione o di vigilanza di un paese terzo è equivalente al regime corrispondente dell'Ue; ciò consente alle autorità dell'Ue di fare affidamento sull'osservanza da parte dei soggetti sottoposti a vigilanza, delle norme equivalenti di detto paese terzo. La normativa dell'UE in materia di servizi finanziari comprende circa quaranta atti che consentono all'Ue di adottare decisioni di equivalenza. Le decisioni di equivalenza della Commissione sono state 280 per più di 30 paesi in vari settori finanziari. Tra questi la decisione relativa all'equivalenza per le transazioni in derivati negli Stati Uniti (Decisione della Commissione del 13 Ottobre 2017)[82].

Nonostante gli sforzi di coordinamento fra i diversi approcci regolamentari, la mancanza di una piena armonizzazione crea difficoltà per la regolazione e operatività delle CCP dei Regimi basati sulla deferenza che operano a livello internazionale[83].

Come evidenziato nel rapporto del FSB (Toronto 2014) prima richiamato, vi erano ancora fonti di disarmonizzazione preoccupanti in ambiti importanti quali l'obbligo di segnalazione delle transazioni in derivati OTC ai Repertori di dati e l'obbligo di

---

[81]Commissione Europea, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, Consiglio, alla Banca Centrale Europea, Al Comitato Economico e Sociale e al Comitato delle Regioni, "Equivalenza nel settore dei servizi finanziari, COM (2019) 349 final, Bruxelles, 29.7.2019

[82] Per il Quadro complete delle equivalenze riguardanti il regolamento EMIR si rinvia a: Implementing and Delegated Acts on Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories Text with EEA relevance - Equivalence Decisions in: https://ec.europa.eu/info/files/emir-equivalence-decisions_en

[83] Untermann, A., "*Regulating Global FMIs: Achieving Stability and Efficiency across Borders*", pagg. 50, in *in op., cit.,* 2015

compensazione centrale, che contribuivano a ritardare l'effettiva implementazione degli impegni del G20 del 2009. Le sfide regolatorie relative all'autorizzazione a livello internazionale di infrastrutture finanziarie di mercato in diverse giurisdizioni erano una delle cause principali di quei ritardi.

Gli oneri amministrativi da sostenere al fine di conformarsi con la legge e i requisiti di giurisdizioni ha condotto le Infrastrutture finanziarie di mercato a focalizzare gli sforzi sulla conformità di grandi sedi di negoziazione. Questo ha significato ostacoli all'accesso alle infrastrutture autorizzate localmente, quantomeno in alcuni casi, e particolarmente per i mercati di dimensioni più piccole.

1.5.1. La regolazione finanziaria prima della crisi del 2008-2009

Il quadro regolatorio operante precedentemente alla crisi finanziaria nell'Unione europea, ma non solo, era di natura prevalentemente microprudenziale, poiché privilegiava la stabilità della singola istituzione finanziaria rispetto a quella del sistema finanziario nel suo complesso. Esso era destinato a prevenire i fallimenti di singole istituzioni finanziarie e di banche, dovuti a shock esogeni o a un cattivo funzionamento della gestione dei rischi. Alcuni economisti sostengono che questo approccio può apportare un grande contributo ad assicurare la stabilità del sistema finanziario nel suo insieme, quanto della singola istituzione finanziaria, entrambe condizioni necessarie per un solido sistema finanziario. In altri termini, le politiche macro e micro prudenziali di solito si completano e si rafforzano a vicenda nel perseguimento dei loro rispettivi. obiettivi. Ad esempio, la salute delle singole istituzioni è necessaria, anche se non sufficiente condizione per la stabilità a livello di sistema, mentre un sistema stabile contribuisce alla salute di singole istituzioni. In alcune situazioni, tuttavia, possono verificarsi conflitti a causa di sovrapposizione dei mandati di politica e il modo in cui le politiche sono applicate[84].

[84] IMF Working Paper "Macroprudential and Microprudential Policies: Towards Cohabitation", Jacek Osiński, Katharine Seal, and Lex Hoogduin, June, 2013.

Ma il modello di regolazione microprudenziale fallì nell'obiettivo del mantenimento della stabilità finanziaria allorquando il problema prevalente non era tanto il fallimento della singola istituzione finanziaria, ma l'esistenza di rischi sistemici, non sufficientemente catturati e regolati che portarono al collasso del sistema finanziario. La regolazione microprudenziale falli perché si rivelò incapace di prevenire o sostanzialmente mitigare i rischi di fallimento delle grandi banche. Secondo alcuni autori[85] la regolazione micro-prudenziale può fallire per limitare il rischio sistemico e di conseguenza condurre il sistema finanziario ad uno scenario instabile. La critica generale sulla regolamentazione microprudenziale si basa sul fatto che non riesce a raggiungere l'obiettivo di mantenere la stabilità di un sistema finanziario nel suo complesso. In altre parole, non riesce a limitare il rischio sistemico.

I primi segnali della inadeguatezza dell'impianto regolatorio micro-prudenziale, erano già visibili nel corso dell'ultimo decennio precedente alla crisi finanziaria, allorquando diverse crisi si erano verificate in molti paesi o aree del mondo sul finire degli anni '80. Si trattò di crisi di natura bancaria o finanziaria, che investirono intermediari di diversa natura e portata, solo per citarne alcune: in Asia nel 1997 negli Stati Uniti nel 1987 e 2001, in Argentina nel 2001. Si è trattato di crisi che hanno messo in serie difficoltà regioni del mondo o interi paesi, come nel caso della crisi argentina, nello specifico per la complessità della più generale situazione economica e sociale di quel paese. A queste crisi i sistemi finanziari nazionali arrivarono non solo impreparati ma con strumenti di contrasto anche differenti. Il modello bancario prevalente fino ad allora era stato quello basato sulla vigilanza strutturale, mentre la protezione degli investitori in titoli era stata demandata a regole di diritto societario, di contabilità aziendale. Negli Stati Uniti, diversamente dal resto del mondo sviluppato da tempo operava la SEC (*Securities Exchages Commission -SEC-*), anche perché il sistema finanziario statunitense era di

[85] Zhou, C., "Why micro-prudential regulations fail? The impact on systemic risk by imposing a capital requirement", De Nederlandsche Bank and Erasmus University Rotterdam August 13, 2011, pag: 2

gran lunga il più sviluppato al mondo. Anche in altri paesi sviluppati, tra cui l'Italia nel 1974 era stata creata la CONSOB, autorità di vigilanza dei mercati. Quel che nel mondo si verificò a partire dagli anni '80 con la liberalizzazione dei servizi finanziari e l'innovazione finanziaria incipiente, ha reso necessario nuove regole, nuovi cambiamenti per certi versi radicali, soprattutto se consideriamo lo sviluppo dei mercati dei derivati OTC. L'innovazione finanziaria ha coinciso con la diffusione di prodotti derivati sempre più sofisticati e la conseguente espansione crescente dei volumi di derivati OTC.

L'evoluzione della regolazione finanziaria nel campo dei derivati, del *post-trading* e delle infrastrutture finanziarie di mercato scontò un certo ritardo a livello internazionale, ancora più evidente se confrontato all'evoluzione registrata nella regolazione del settore bancario, dove la regolazione e la supervisione erano più avanzate e potevano contare su strumenti legislativi importanti[86].

Solo alcune tappe per menzionare quanto era stato fatto prima del PASF, e attraverso quali strumenti giuridici. Innanzitutto nel 1977 la Commissione europea aveva adottato una raccomandazione per un codice di condotta[87] relativo delle transazioni in valori mobiliari. Cui fece seguito la prima generazione di direttive tra il 1979-1982 sulla divulgazione dei dati. Nel 1985 il Libro Bianco sul Mercato Interno della Commissione[88], guidata dal Presidente J. Delors, comprendeva una serie di misure volte a creare il Mercato unico entro il 1992, il che implicava una serie di azioni miranti ad accelerare il processo di armonizzazione attraverso la mutua riconoscenza, l'armonizzazione minima, dispositivi di controllo basati sullo Stato membro d'origine. Nell'ambito dei mercati dei titoli finanziari, il Libro Bianco si basava sulla liberalizzazione dei servizi finanziari correlata ai movimenti di capitali, quali

[86] Quaglia, L., "*Governing Financial Services in the European Union, Banking, securities and post-trading*", pagg, 129-130 Routledge/Uaces, London, 2010

[87] Commissione europea, 77/534/CEE: Raccomandazione della Commissione del 25 luglio 1977, di un codice di condotta europeo concernente le transazioni sui valori mobiliari.

[88] Commissione Europea, Libro Bianco della Commissione "Il Completamento del Mercato Interno" per il Consiglio europeo, (Milano, 28-29 giugno 1985), COM (1985) 310 def., Bruxelles, 14 Giugno 1985.

precondizioni verso la creazione di una Comunità integrata e un Mercato Unico ampliato.

La politica relativa ai mercati finanziari dell'Ue dopo il 1999 ha conosciuto un periodo di mutazione permanente destinato a evolversi costantemente per rispondere alle esigenze dell'innovazione finanziaria e alle agende politiche a livello europeo e nazionale.

La Commissione iniziò iniziato a proporre nuove regole finanziarie volte a costruire il mercato unico dei servizi finanziari e portato a termine l'elaborazione e l'implementazione delle direttive e regolamenti che avevano tratto impulso dal Piano d'azione sui servizi finanziari (PASF, 1999)[89].

Era stato al Consiglio europeo di Colonia nel 1999 che i capi di Stato e di governo diedero mandato alla Commissione di proseguire i lavori relativi al piano d'azione nell'ambito del gruppo per la politica dei servizi finanziari. Il piano d'azione per un mercato finanziario unico proponeva delle priorità indicative e un calendario di misure specifiche e mirava a raggiungere tre obiettivi strategici: istituire un mercato unico dei servizi finanziari all'ingrosso; rendere accessibili e sicuri i mercati al dettaglio; rafforzare le norme di vigilanza prudenziale. Riguardo a queste ultime l'Ue intendeva adeguare le garanzie normative dell'unione alle nuove fonti di rischio finanziario al fine di limitare i rischi sistemici o istituzionali (tra i quali l'adeguatezza patrimoniale, margine di solvibilità delle imprese di assicurazione) e di tener conto dell'evoluzione delle realtà del mercato, le cui istituzioni sono organizzate su base intersettoriale e paneuropea.

Il PASF segna un momento molto importante perché reca un nuovo *rulebook* europeo per i servizi finanziari[90], uno dei segni tangibili era la creazione del cambiamento era rappresentato dalla istituzione del CERS (*Committee of European Securities*

[89] Comunicazione della Commissione, dell'11 maggio 1999, "Attuazione del quadro di azione per i servizi finanziari: Piano d'azione [COM(1999) 232 def.

[90] Moloney, N., "*EU Securities and Financial Markets Regulation*", Oxford University Press, 2014, pag.27.

Regulators) a supporto del "processo Lamfalussy" [91] per l'adozione di principi tecnici amministrativi da parte della Commissione, il quale forniva pareri tecnici alla Commissione, e attraverso una gamma di misure non vincolanti (prassi) di convergenza della supervisione, supportava il lavoro delle autorità competenti nazionali. Per quanto avesse rappresentato un momento molto significativo nell'evoluzione della regolazione finanziaria europea, con il senno del poi il *rulebook* per i servizi finanziari europei si rivelava incompleto rifletteva largamente lo spirito del tempo, poiché larghi settori del mercato e particolarmente quelli all'ingrosso non erano regolati[92].

Con il nuovo millennio una intensa attività regolatoria ha interessato il settore della negoziazione dei valori mobiliari e i servizi di post-negoziazione, anche per effetto della crisi. Nello specifico l'integrazione aveva riguardato il mercato all'ingrosso e molto meno quello al dettaglio dei valori mobiliari, che si aggiungeva ad una marcata preferenza dei consumatori per i mercati nazionali. Diversi fattori alla base di questa limitata attività regolatoria concernente l'integrazione dei mercati al dettaglio all'interno dell'Unione europea. Una delle cause principali era legata alla frammentazione delle competenze all'interno della CE, nello specifico la finanza non era una competenza specifica di un'unica Direzione generale[93] avente la competenza in materia finanziaria, e all'interno del PE, ove però la frattura era meno evidente poiché sulle materie finanziarie ed economiche la Commissione parlamentare competente, la Commissione Affari Economici e Monetari, era la sola a ad avere la competenza nel fondo di queste materia. Inoltre, all'interno dei servizi finanziari esistevano differenze nell'uso di strumenti di "hard" e "soft", e nel caso della regolazione dei mercati dei valori mobiliari e delle attività di post negoziazione

[91] La procedura Lamfalussy fu introdotta nel 2001 ed è stata utilizzata nell'elaborazione delle misure contenute nel Piano d'Azione per i Servizi Finanziari (FSAP in inglese), proposto dalla Commissione europea nel 1999 e adottato definitivamente dal Consiglio Europeo di Stoccolma del marzo 2001 con lo scopo di migliorare la struttura della normativa europea in materia finanziaria, rendendola efficace, razionale, coerente e flessibile rispetto agli sviluppi del mercato[91]. Per una ampia trattazione della procedura si rinvia a Masera (2006).

[92] Moloney, N., *op., cit.,* pag., 27.

[93] Casey, J-P., and Lannoo, K., Report on "Eu Financial Regulation And Supervision Beyond 2005", February, 2005, in: https://www.ceps.eu/ceps-publications/eu-financial-regulation-and-supervision-beyond-2005/ .

prevalevano nettamente le misure non legislative. La cooperazione transfrontaliera era anch'essa meno estesa nei suddetti settori rispetto a quello bancario, tanto a livello dell'Unione europea che internazionale. Al contrario, già prima del nuovo Millennio, la cooperazione transfrontaliera nel settore bancario era più avanzata di quella nel settore dei servizi finanziari, tanto a livello europeo e che internazionale. Gli accordi di Basilea I e II erano stati trasposti nel diritto comunitario attraverso le direttive sui requisiti di capitale CRD e CRDII. Un'altra importante differenza, oltre a quella relativa alla tipologia di atti legislativi, riguardava lo stile e al formato della supervisione. Nel settore bancario la supervisione era basata su istituzioni (banche, entità che svolgevano attività bancarie) e ha grandi implicazioni per la stabilità del sistema finanziario[94].

La supervisione nel settore dei valori mobiliari e più in generale dei mercati regolamentati era, al contrario, basata sulle transazioni piuttosto che nel complesso e non prendeva in considerazione i rischi per la stabilità finanziaria. La supervisione era essenzialmente su questioni di micro-supervisione, quali regole di condotta e trasparenza, considerate nettamente più importanti poiché riguardavano le decisioni degli investitori, piuttosto che l'insieme del sistema finanziario e la sua stabilità[95].

Dopo il PASF e la sua implementazione e fino alla crisi finanziaria, la convergenza della regolamentazione finanziaria internazionale, definita come l'approssimazione della regolazione tra le giurisdizioni[96], particolarmente importante nel campo dei servizi finanziari, poiché per loro natura senza confini, riposava su dei meccanismi di cooperazione fra le autorità di regolazione. I Comitati settoriali creati allo scopo su impulso della Commissione europea avevano dato vita alla cosiddetta "comitatologia"[97], e avevano come missione principale quella di produrre norme

[94] Quaglia, L., (2010), *op., cit*., pagg. 130-131.
[95] Quaglia, L., (2010), *op., cit.,* pag. 131.
[96] Quaglia, Lucia, (2014), *op., cit.,* pag. 2.
[97] Il modello europeo, fino a tempi recenti era imperniato su comitati di "terzo livello"[97] , formati da rappresentanti delle autorità nazionali raggruppati in comitati corrispondenti ai vari settori della regolazione: il Comitato delle autorità europee dei valori mobiliari (*Committee of European Securities Regulators* -CERS), il Comitato dei Supervisori bancari

tecniche e di vegliare affinché i regolatori nazionali avessero un'interpretazione e politiche tecniche coordinate rispetto al diritto europeo. Tuttavia, per raggiungere l'obiettivo dell'armonizzazione del diritto europeo, accademici, regolatori e istituzioni europee iniziarono a delineare i contorni delle riforme e a offrire ai legislatori elementi di dibattito. I punti al centro del dibattito erano i seguenti: 1) la liberalizzazione dei servizi di post-negoziazione o di post-mercato[98] (o *post-trading* in inglese) volta a eliminare le barriere ai servizi finanziari e più in generale al commercio, 2) la riforma avrebbe dovuto avere un respiro ampio e coinvolgere non solo la normativa generale, ma anche standard tecnici, convenzioni vigenti nel mercato, 3) il coordinamento dei vari attori coinvolti nei vari servizi; 4) il ricorso a basi giuridiche forti tali da permettere che la regolamentazione adottata, ai sensi dell'articolo 114 del TFUE, fosse nel solco dell'armonizzazione dei diritti nazionali in vista dello stabilimento e del funzionamento del mercato interno, e dall'altra parte attribuiva a questi comparti il compito di lavorare a una implementazione più coerente della regolamentazione comunitaria. Nel contempo, sotto il profilo delle fonti del diritto europeo si introducevano strumenti di *soft law*, destinati ad assumere un ruolo crescente, soprattutto nel campo della regolamentazione finanziaria a livello internazionale,

europei (*Committee of European Banking Supervisors* -CEBS) e infine il Comitato Europeo dei supervisori delle Assicurazioni e dei Fondi Pensione (*Committee of European Insurance and Pension Funds* -CEIOPS)[97].

[98] Il processo di post-negoziazione interviene quando la negoziazione dei titoli è avvenuta, e una serie di passaggi e azioni complementari successivi sono necessari per completare l'intero processo che porterà al regolamento, alla compensazione, sia che si tratti di derivati che di altri titoli, e infine alla consegna, nel caso in cui la negoziazione abbia avuto ad oggetto dei titoli. Nel Rapporto Giovannini (2001), sono state individuate quattro principali attività: 1) conferma dei termini dell'accordo come concordato dal comparatore e dal venditore, 2) compensazione, attraverso la quale le rispettive obbligazioni di compratore e venditore sono stabilite, 3) consegna, che richiede la consegna dei titoli dal venditore al compratore, e il pagamento ovvero il trasferimento di fondi dal compratore al venditore. Questo processo che inizia con la conferma dei termini, può avvenire direttamente tra venditore e compratore, in tal caso la transazione è bilaterale e *over the counter,* o per il tramite di un mercato regolamentato. La compensazione delle transazioni in titoli stabilisce obbligazioni per le rispettive parti che possono essere conseguite al lordo (trade-for-trade) oppure al netto sulla base di una compensazione (tecnica) delle rispettive obbligazioni. I servizi di compensazione nel campo della negoziazione dei titoli possono essere offerti tanto dalle CCP che da un Depositario centrale nazionale o internazionale. I mercati dei titoli possono fare ricorso ad una controparte centrale, in tale caso una CCP si interpone tra le parti. E' questo il caso dei contratti derivati standardizzati. Questa parte sarà sviluppata ampiamente nel terzo capitolo. Il processo successivo alla compensazione è quello del regolamento, il quale coinvolge la consegna dei titoli e il pagamento della transazione. Il pagamento è solitamente effettuato tramite banca o un sistema di pagamenti, e in tal caso è svolto da un depositario centrale. Come messo in rilievo già nel 1992 dalla Banca dei Regolamenti internazionali, ampi rischi e in primo luogo del rischio di controparte, possono intervenire nei processi di compensazione e di regolamento in assenza di un meccanismo di controparti centrali, sia durante il processo di compensazione quanto nella fase del pagamento.

attraverso il ricorso alla fissazione di *standards* operativi, engagements, e a livello europeo particolarmente di *guidelines*, di *best practices*, di principi ordinatori uniformi per l'esercizio delle funzioni di supervisione creditizia, raccomandazioni, norme tecniche non vincolanti che però contribuivano alla crescita della cosiddetta *soft law* intesa come insieme di norme sprovviste di effetto obbligatorio. Se questo proliferare di norme non vincolanti si rivelava utile per spiegare aspetti tecnici e disvelare un lato nuovo della regolazione europea, al tempo stesso non si poté assicurare una implementazione uniforme delle direttive armonizzate, quant'anche al minimo, poiché le autorità nazionali le applicavano su base volontaria e quelle che in definitiva preferivano. L'assenza di una formale, diretta vincolatività giuridica di tali *standards* e *practices*, ove non recepiti in strumenti giuridici domestici, fa si che questa tecnica di produzione di regole si attagli la definizione di *soft law*[99].

Tuttavia, essa appare specificatamente idonea a garantire un innalzamento del livello qualitativo di un mercato già efficiente, perché volta a soddisfare esigenze residuali del settore in maniera tecnicamente appropriata. Proponendosi come un ulteriore strumento di governo del fenomeno economico finanziario, quale s'individua nell'odierna realtà globalizzata[100].

Da questo punto di vista il processo Lamfalussy, per quanto avesse dato un impulso importante alla regolazione finanziaria, si scontrava con due tipi di problemi, innanzitutto in termini di armonizzazione del diritto europeo, le norme tecniche elaborate dai comitati di esperti, senza forza di legge, non potevano contribuire allo sviluppo della regolazione se non venivano integrati e applicati nel diritto nazionale. In secondo luogo questi strumenti di *soft law* hanno mostrato i loro limiti di contenuto e non solo di forma, in gran parte dovuti alla concorrenza molto forte che esisteva fra i mercati borsistici nell'Unione europea.

Il *post-mercato* coinvolge un certo numero di funzioni che va al di là di quelle più conosciute: compensazione e regolamento, due termini spesso utilizzati per l'intero

[99] Giovanoli, M., *"International Monetary Law, Issues for the New Millennium"*, Oxford University Press, 2001 p. 33 ss.
[100] Lemma, V., *"Soft Law e regolazione finanziaria"*. In Nuova giur. civ. comm., 2006, 11, p.6 00 ss.

panorama del segmento della post-negoziazione[101]. In realtà queste due componenti a loro volta si dividono in un certo numero di operazioni la cui sequenza è la seguente: a) conferma dell'ordine, come concordato fra le parti che può essere conseguito sia direttamente che indirettamente; b) la compensazione attraverso la quale crediti e debiti del compratore e venditore, oppure nel caso dei derivati ad essere compensate sono le posizioni delle controparti, si tratta normalmente di un servizio svolto da una CCP, o un depositario centrale di titoli; c) il regolamento delle transazioni in titoli è normalmente raggiunto quando la consegna (che richiede il trasferimento dei titoli dal venditore all'acquirente), e il pagamento (che richiede il trasferimento dei fondi dal venditore al compratore) sono avvenuti e hanno finalizzato il trasferimento dei titoli, svolto dal depositario centrale. Il ruolo del *post-trading* nel mercato dei derivati è variamente descritto come assimilabile ad un impianto idraulico, spesso confinato agli interessi dei veri conoscitori. Il paradosso di questa situazione consiste nel fatto che tradizionalmente è ignorato il funzionamento dei mercati mobiliari, che in realtà costituisce la vera essenza del mercato, poiché costituisce la base del processo di scambio fra compratore e venditore[102].

È alquanto difficile immaginare un funzionamento efficiente del mercato dei titoli e di converso dei derivati OTC senza tenere conto dei corrispondenti servizi di *post-trading*. CCP e Depositari centrali sono caratterizzati da economie di scala ed economie di scopo e effetti da reti. In linea di principio queste caratteristiche sono compatibili con mercati perfettamente contendibili e competitivi. Inoltre, l'integrazione del post-negoziazione contribuisce all'efficienza economica eliminando il sovradimensionamento[103].

Prima della crisi del 2007-2008 questo settore all'interno dell'Unione europea era alquanto segmentato e rifletteva le specifiche preferenze e la cultura dei molti sistemi

[101] Giovannini, A., Berringan, J., and Russo, D., *"Post-Trading Services and European Securities Markets",* in: Freixas, X., Hartmann, P. and Mayer, C., "Handbook of European Financial Markets and Institutions", Oxford University Press, 2008 (London), pag. 541.
[102] Giovannini et altri, 2008, *op. cit.,* pag. 541.
[103] Schulze, N. and Baur, D., "*Economic Impact study on clearing and Settlement*" Annex II, European Commission's draft working document on Post-Trading, Brussels, 2006.

di compensazione e di regolamento chiamati ciascuno nella maggior parte dei casi a servire dei mercati domestici. Questa segmentazione nella realtà si traduceva in frammentazione.

Secondo alcuni autori, il *post-trading* avrebbe dovuto essere al centro di una riforma tale da comprendere diversi aspetti, dalla liberalizzazione dei servizi allo scopo di eliminare le barriere al commercio, alla modifica delle leggi e degli standard e convenzioni in vigore, e ciò avrebbe dovuto implicare una molteplicità di attori. La loro idea era che si sarebbe dovuto trattare di una riforma ad ampio spettro, con inevitabili implicazioni che avrebbero comportato altrettanti cambiamenti nell'organizzazione dei mercati finanziari più ampiamenti intesi[104].

Prima delle riforme adottate a seguito della crisi, l'industria dei servizi di compensazione centralizzata e di regolamento era caratterizzata dalla presenza di monopoli, nella gran parte degli Stati membri dell'Ue, i quali traevano effetto da leggi o prescrizioni contenute nelle varie raccolte normative sempre di origine nazionale. Da un lato la struttura nazionale delle regole alla base del funzionamento dei suddetti sistemi, che seguiva il più generale andamento evolutivo dei sistemi finanziari di riferimento. Dall'altro lato, queste specificità nazionali erano funzione del fondamento logico economico che aveva favorito la nascita di monopoli, all'origine di una massimizzazione delle economie di scala e una minimizzazione dei costi d'investimento fissi elevati. Laddove i monopoli erano stati eliminati, tuttavia, le nuove strutture di governance non erano adeguate a prendere in considerazione la natura precipua dei loro affari e delle loro funzioni tipiche all'interno del sistema finanziario[105]. Conseguenza prima di questa situazione a livello europeo era la presenza di monopoli segmentati e inefficienti e con una limitata capacità di creare connessioni fra strutture analoghe. A questa segmentazione si aggiungevano le questioni inerenti alla regolazione e la supervisione che era nazionali. Negli Stati membri la situazione

[104] Giovannini, A., et altri, (2008), *op., cit.,* pag. 542.
[105] Giovannini, A., et altri, (2008), *op.cit.,* pag. 543.

era alquanto articolata, ad esempio, in taluni i depositari centrali erano dotati di licenza bancaria, in altri no.

Il percorso che portò alle prime riforme nell'ambito del *post-trading* risale al 1999 che segna l'introduzione dell'Euro e con esso un passaggio storico nella costruzione di un'Unione europea più approfondita. Unitamente all'implementazione del Piano d'Azione dei Servizi Finanziari, che riguardava tutti i paesi dell'Unione Europea, il mercato unico dei servizi finanziari riceveva un forte impulso. La Commissione europea consapevole della grande sfida che aveva davanti a sé, iniziò un percorso di approfondimento della situazione allo scopo di individuare i problemi cui porre rimedio e come farlo per creare le condizioni di un effettivo sviluppo del mercato dei servizi finanziari e porre le basi per una effettiva integrazione dell'industria della compensazione e del regolamento dell'Ue ovvero operante nell'Ue.

Le tappe di questo percorso furono segnate tra l'altro da due rapporti (di cui il primo intermedio) del Gruppo di esperti voluto dalla Commissione europea conosciuto come "Gruppo Giovannini", poiché guidato da Alberto Giovannini, incaricato di individuare le barriere esistenti nei vari mercati finanziari, che ostacolavano la nascita del mercato unico dei servizi finanziari. I due rapporti si ispiravano ai lavori precedenti su altri organismi e fornivano una base analitica coerente per la formulazione della politica della Commissione in materia di compensazione[106]. La Commissione nella formulazione di questa politica ha cercato il supporto della Banca Centrale europea, interessata a sua volta al buon funzionamento dell'infrastruttura di post-negoziazione ai fini dell'esercizio delle sue responsabilità in materia di politica monetaria. L'articolo 18 dello Statuto della BCE richiede che ogni credito dall'Eurosistema sia adeguatamente collaterilizzato[107]. Problemi nel funzionamento e quindi nella fornitura

[106] Giovannini, A., et altri (2008), *op., cit.,* pag. 550

[107] PROTOCOLLO SULLO STATUTO DEL SISTEMA EUROPEO DI BANCHE CENTRALI E DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA Articolo 18 Operazioni di credito e di mercato aperto 18.1. Al fine di perseguire gli obiettivi del SEBC e di assolvere i propri compiti, la BCE e le banche centrali nazionali hanno la facoltà di: — operare sui mercati finanziari comprando e vendendo a titolo definitivo (a pronti e a termine), ovvero con operazioni di pronti contro termine, prestando o ricevendo in prestito crediti e strumenti negoziabili, in valute sia comunitarie che di altri paesi, nonché metalli preziosi; — effettuare operazioni di credito con istituti creditizi ed altri operatori di mercato, erogando i prestiti sulla base di adeguate garanzie. 18.2. La BCE stabilisce principi generali per le operazioni di credito e di mercato aperto effettuate da essa stessa o dalle banche centrali nazionali, compresi quelli per la comunicazione delle condizioni alle quali esse sono disponibili a partecipare a tali operazioni.

di servizi di post-negoziazione potrebbero bloccare alcune di queste "autostrade" per le garanzie, lasciando l'Eurosistema nell'impossibilità di gestire la liquidità in modo appropriato e vanificando gli sforzi diretti a garantire un tasso d'interesse unico per l'intera area Euro. Per la BCE l'infrastruttura di *post-trading*, complessivamente intesa, costituisce una essenziale via per il collaterale, ed è funzionale alla conduzione della politica monetaria e per il mantenimento dell'integrità dei mercati finanziari. L'eventuale rischio di una strozzatura nell'infrastruttura di mercato del post-negoziazione potrebbe determinare un'interruzione nel funzionamento del mercato, e in ultimo potrebbe creare un rischio alla stabilità finanziaria.

Nell'ottica di una continuazione del lavoro dopo il varo del Piano d'Azione sui Servizi Finanziari, la Commissione parimenti cercò di dare un seguito al rapporto Giovannini allo scopo di procedere nella eliminazione delle quindici barriere individuate dal gruppo di esperti. Allo scopo di strutturare il dialogo con l'industria su queste tematiche, la Commissione creò un gruppo misto denominato CESAME[108] e un altro sulla conformità fiscale, denominato FISCO.

Per ridurre la segmentazione del post-negoziazione, la collaborazione con l'industria operante in tale settore era giudicata fondamentale dalla Commissione in vista del perseguimento della strategia europea nel settore della compensazione e del regolamento.

Il PASF non conteneva alcuna raccomandazione specifica concernente la compensazione e neppure il regolamento, la Commissione aveva scelto di non affrontare questi due temi nel Piano d'Azione. Tuttavia, nel 2001 la Commissione lanciò una comunicazione concernente settori di attività riguardanti la compensazione e il regolamento (novembre 2001). Il gruppo di esperti guidato dall'italiano A. Giovannini aveva nel frattempo reso il rapporto intermedio sulle barriere all'integrazione finanziaria nell'UE), e nel 2002 la Commissione lanciava una seconda consultazione pubblica, solo a seguito del secondo e definitivo rapporto "Giovannini"

[108] CESAME: *Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Expert Group.*

nel 2003 la Commissione adotto una Comunicazione[109] che conteneva la preparazione di una direttiva quadro il cui obiettivo era quello di promuovere la liberalizzazione e l'integrazione attraverso l'introduzione di diritti di accesso per i prestatori di servizi di compensazione e di regolamento a tutti i mercati dell'Ue, garantendo la scelta a tutti gli operatori del settore. Il rapporto Giovannini indicò una roadmap su come procedere nell'abbattimento degli ostacoli all'integrazione dei mercati finanziari nell'UE, illustrando suggerimenti ma anche avanzando delle proposte, come a proposito di una struttura dotata di poteri cui affidare i poteri regolatori e di supervisione allo scopo di mettere i prestatori di servizi di compensazione nella condizione di offrire servizi a più basso costo, favorire la flessibilità e la capacità di attuare cambiamenti. Anche il settore privato avrebbe dovuto contribuire ad eliminare ben sei barriere, lasciando al settore pubblico il compito di portare a termine l'obiettivo di eliminarne altre nove. Il successo nel raggiungere questi obiettivi sarebbe dipeso dalla cooperazione fra regolatori e industria. Solo attuando queste riforme sarebbe stato possibile muovere verso un mercato finanziario europeo integrato. Rimuovere quelle barriere non avrebbe significato risolvere tutti i problemi ma avrebbe creato i presupposti per creare un sistema di compensazione e di regolamento europeo. Per conseguire questi risultati sarebbe stato necessario una grande collaborazione fra autorità, importanti compiti avrebbero dovuto essere affidati rispettivamente al Sistema Europeo delle Banche Centrali, al Comitato europeo dei Regolatori dei valori mobiliari, creato per redigere principi tecnici o raccomandazioni per dare seguito al rapporto Giovannini.

L'obiettivo della Commissione era quello di realizzare un quadro giuridico concernente la compensazione e il regolamento, riconoscendo il mutuo riconoscimento dei sistemi attraverso l'UE e accordi di governance, requisiti di informazione, separazione dei conti e la possibilità di accedere a servizi disaggregati per entità che svolgono un ruolo cruciale nei processi di compensazione e regolamento. Il PE rispose a questa comunicazione interlocutoria con un rapporto iniziativa, in cui chiedeva una

[109] Commissione Europea, Comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento Europeo "Compensazione e regolamento nell'Union europea -Prospettive future, (COM) 2004 312 Definitivo, Bruxelles, 28.04.2004.

valutazione d'impatto e puntava il dito sull'eccesso di legislazione. In linea generale la legislazione dell'UE dovrebbe essere soggetta ad un'analisi costi/benefici e che l'UE dovrebbe ricorrere alla legislazione qualora risulti chiaramente che il mercato non funziona e che la legislazione costituisce il modo più efficace e proporzionato per risolvere i problemi chiaramente identificati [110] .

Nel luglio 2006 fu la volta del codice di condotta[111] o di autoregolazione del settore, preparato dai rappresentanti delle tre più importanti associazioni a livello europeo rappresentanti dell'industria nei settori del mercato e del post-mercato, rispettivamente FESE, EACH e ECSDA, sulla compensazione e regolamento dei valori mobiliari.

Il commissario pro-tempore Mc Creevy[112] a sua volta supportava l'idea di codice di condotta del settore per ridurre i costi e migliorare l'efficienza della compensazione e del regolamento transfrontalieri delle transazioni in contanti e azione nell'UE. Il commissario concesse ai fornitori di infrastrutture fino al 31 ottobre per produrre una soluzione guidata dell'industria, con un calendario ben preciso fino alla fine del 2007 e precise azioni per superare le barriere alla compensazione transfrontaliera e al regolamento delle operazioni in contanti o azioni. Il codice di condotta comprendeva tre elementi che avrebbero dovuto essere introdotti per passi successivi:

- La Trasparenza dei prezzi nei servizi di post-negoziazione entro la fine del 2006. Le infrastrutture finanziarie di mercato avrebbero dovuto rendere pubblici i prezzi di ogni servizio offerti, garantire piena divulgazione di sconti, e schemi di riduzione dei prezzi al fine di eliminare la disparità dei prezzi;
- Diritto di accesso ai servizi di post-negoziazione su base equa, trasparente e non discriminatoria. Il codice avrebbe voluto anche introdurre condizioni per

[110] Parlamento Europeo, Commissione Affari economici e monetari, Relazione sulla compensazione e il regolamento nell'Unione europea, adottata dalla Commissione ECON 06-06-2005, Relatrice Pia Noora Kauppi, la risoluzione del PE venne approvata il successivo 6 Giugno 2005 in plenaria, P6_TA (2005)0301 Risoluzione sulla compensazione e il regolamento nell'Unione europea, par. 3.

[111] The European Code of Conduct for Market Infrastructure Providers

[112] European Commission (11 July 2006), "Clearing and Settlement: the way forward", Mc Creevy speech of 11 July 2006 announcing the code of conduct to *the* European and Monetary Affairs Committee of the European Parliament.

l'interoperabilità, che avrebbero comportato relazioni sempre più forti fra fornitori di servizi allo scopo di produrre servizi sempre più personalizzati;

- Contabilità separata delle principali attività prestate dalle infrastrutture finanziarie di mercato e separazione dei servizi.

I tre elementi avrebbero dovuto rafforzarsi vicendevolmente e intrecciarsi con altre iniziative incluso la rimozione delle "barriere" Giovannini, considerato che su questo versante i progressi erano molto lenti e il forte rallentamento delle raccomandazioni ESCB-CERS per le CCP. Il codice di condotta molto si ispirava al rapporto Giovannini e da esso aveva tratto aspetti che riguardavano l'accesso in remoto ai servizi di compensazione e l'ampia architettura per i servizi di post-negoziazione [113].

Nella realtà esistevano differenze di vedute non solo fra industria e istituzioni europee, e particolarmente la Commissione. Il rapporto Giovannini era stato voluto dalla Commissione europea, ma il nuovo Commissario ai servizi finanziari Mc Creevy in carica dalla fine del 2004 aveva una posizione in parte differente in merito alle conclusioni cui il gruppo di esperti era giunto. Giovannini credeva che alcuni sviluppi avrebbero dovuto essere diretti dalla Commissione europea. IL Commissario Mc Creevy preferiva il codice e nutriva un profondo scetticismo rispetto ai potenziali benefici della legislazione europea poiché i mercati finanziari erano in rapido cambiamento e auspicava fortemente che l'industria applicasse il codice di condotta, che altro non era che una forma di autoregolazione dall'interno dell'industria.

L'integrazione finanziaria con il nuovo millennio diventava una strategia prioritaria per l'Unione europea, poiché si affermava sempre di più la consapevolezza che solo un sistema finanziario integrato avrebbe potuto offrire una prospettiva positiva e ricadute economiche ampiamente diffuse al suo interno, grazie alla concorrenza e alle opportunità di trarre profitto dalle economie di scale e dall'incremento della liquidità. Inoltre, i benefici della riforma del sistema finanziario sarebbero stati possibili a costi sociali molto più inferiori rispetto a quelli innescati dalle riforme in altri settori dove

[113] Norman, P., "*The Risk Controllers Central Counterparties in Globalised Financial Markets*", p. 254, Wiley, 2011

la liberalizzazione dei servizi registrava costi sociali elevati, poiché gli elevati livelli di competenze e corrispondenti alti livelli di guadagno, rendevano i lavoratori del settore dell'industria finanziaria inusualmente mobili[114].

Secondo Giovannini et altri (2008), le caratteristiche dei sistemi finanziari europei, prima delle riforme e della crisi finanziaria, che delle riforme fu un acceleratore, in larga parte dipendevano, da due fattori principali: la regolazione e l'evoluzione storica. La regolazione del sistema finanziario è la caratteristica principale del sistema finanziario poiché i servizi finanziari sono servizi ad alta intensità d'informazioni e danno luogo a problemi azzardo morale e selezione avversa, tipici esempi di fallimenti di mercato dovuti ad informazione asimmetrica tra unità in deficit e unità in surplus. I sistemi finanziari dei paesi dell'UE15, ad eccezione del Regno Unito, si caratterizzavano per il coinvolgimento dello Stato nella proprietà delle infrastrutture finanziarie. L'integrazione dei mercati finanziari e delle infrastrutture di mercato nell'Ue, per divenire una realtà, avrebbe richiesto ancora un forte sforzo in direzione di nuove regole comuni armonizzate. Quanto all'integrazione dei sistemi di compensazione e di regolamento a livello europeo era auspicabile in ragione delle funzioni basilari quanto critiche da esse svolte, inoltre per usufruire dei benefici derivanti dalle economie di scala e da una gestione più appropriata dei rischi. L'integrazione del settore della compensazione e del regolamento a livello europeo avrebbe garantito la protezione delle operazioni in titoli tanto di quelle nazionali che di quelle transfrontaliere, la cui domanda era in costante crescita.

Fra gli specialisti del settore e fra accademici vi erano almeno due visioni differenti rispetto alla urgenza della riforma del settore della compensazione e del regolamento. La prima focalizzava l'attenzione sull'intera catena di valore delle transazioni in titoli e considerava l'integrazione verticale fra sedi di negoziazione e post negoziazione desiderabile, poiché avrebbe consentito agli inventori di godere a pieno delle economie di scopo tipiche dei mercati dei derivati. A questa visione si contrapponeva quella di

[114] Giovannini , A., et altri (2008) *op., cit., pag. 557*

coloro che sostenevano che era auspicabile una netta separazione fra attività e sedi di negoziazione allo scopo di contrastare il potenziale abuso di posizioni dominanti e quindi di monopolio che si realizzava quando una borsa valori deteneva la maggioranza o era proprietario unico anche di infrastrutture finanziarie di mercato attive nel post-negoziazione[115].

L'esistenza di economie di scala dal lato della offerta e di esternalità di rete dal lato della domanda possono ostacolare la concorrenza fra gli operatori e incoraggiare il consolidamento fra gli operatori, tanto in senso orizzontale che in senso verticale. Ogni tendenza verso il consolidamento fra operatori e la nascita di operatori di rilevanza sistemica implica la nascita di questioni legate alla stabilità finanziaria. Per esempio la concentrazione di un'attività di compensazione o di regolamento o di consegna in un numero molto esiguo di operatori, o addirittura la nascita di monopoli per categorie di attività, determina la creazione di operatori sistemici che in caso di insolvenza possono determinare conseguenze destabilizzanti per l'intera economia. È il caso degli operatori troppo grandi per poter fallire. La creazione di operatori che agiscono in condizioni di monopolio implica azzardo morale e un adeguato intervento delle autorità per prevenire questi fallimenti. Per il combinato disposto di esternalità e di economie di scala e di scopo le IFM sono dei monopoli naturali, nel senso che può essere ottimale per una singola entità essere responsabile di tutte le richieste del mercato. L'efficienza produttiva delle tendenze alla concentrazione delle IFM può essere analizzata sia orizzontalmente che verticalmente.

Coloro che sostenevano l'integrazione orizzontale avevano, a loro volta, posizioni differenti al riguardo del grado di consolidamento che avrebbe dovuto contraddistinguere il processo di integrazione. Taluni erano in favore di un basso grado di consolidamento attorno a un solo prestatore poiché questa opzione avrebbe massimizzato i benefici della integrazione. I sostenitori del basso livello di consolidamento, che in pratica avrebbe significato l'esistenza di una rete di operatori

[115] Koeppl, T. V., and Monnet, C., *"Guess What: It's the Settlement", European Central Bank",* Working Paper No 335, July 2004.

in competizione fra di loro, avrebbero garantito di mantenere i costi sotto controllo grazie alla concorrenza.

Un'ulteriore caratteristica del IFM è costituita dalle cd "barriere in entrata" ai nuovi entranti, che si spiegano con la difficoltà incontrate dagli operatori che vorrebbero entrare in un mercato già consolidato, poiché non sarebbero in grado di replicare i costi fissi degli operatori già attivi nel mercato medesimo. Molti di questi costi fissi sono molto specifici e dunque irrecuperabili in caso di uscita dal mercato di un operatore. In altri termini per un nuovo operatore è molto importante essere in grado di raggiungere rapidamente una massa critica di clienti per poter beneficiare delle economie di scala e degli effetti derivanti dalle reti. Tuttavia, questa possibilità che esiste in teoria, può scontrarsi con la realtà e quindi con la difficoltà a raggiungere in poco tempo l'obiettivo di una massa critica di potenziali clienti, l'incertezza sottostante nel raggiungimento di tale obiettivo può ostacolare l'ingresso del nuovo operatore nel mercato. Gordon[116], al riguardo alla dimensione ottimale del mercato di IFM e nello specifico di Controparti Centrali, sostiene che un alto numero di CCP potrebbe in teoria aumentare la concorrenza e quindi determinare una riduzione dei costi, tuttavia non sarebbero da escludere rischi per il Sistema finanziario nel suo insieme. Un basso numero di CCP è positivo in termini di benefici derivanti dalla compensazione centrale in particolare in termini di economie di scale. Mentre una singola CCP globale sarebbe chiaramente ottimale, per diverse ragioni tuttavia, è probabile che il numero complessivo delle Controparti centrali sarà relativamente elevato e ciò per due ragioni di fondo: 1) a livello regionale le CCP possono beneficiare del fatto che la compensazione avvenga nella moneta del Paese o dell'area monetaria comune; 2) a livello di prodotto, poiché le CCP che compensano derivati hanno tendenza ad agire come strutture verticali (silo verticali) e specializzati in certi tipi di prodotti. Queste considerazioni indicano che non esiste una dimensione ottimale.

[116] Gordon, J., "Central Counterparties Mandatory Clearing and Bilateral Margin Requirements for OTC Derivatives", p. 35, London, Wiley, 2014.

Un ulteriore aspetto di cui occorre tener conto riguarda la frammentazione del mercato delle IFM particolarmente nell'Unione Europea, dove prima della crisi finanziaria e della creazione dell'infrastruttura creata con il regolamento EMIR, esisteva una forte compartimentalizzazione dei sistemi operanti nel settore della post negoziazione, dovuta essenzialmente a ragioni storiche, tecniche, istituzionali, legali e non ultimo di tipo fiscale, che comportava alti costi per le transazioni transfrontaliere. Questa frammentazione impediva la nascita e quindi lo sfruttamento di esternalità di rete positive e possibili economie di scala. Con un certo ritardo rispetto agli Stati Uniti che già nel 1999 avevano creato il *Depository Trust Company* (DTC) e la *National Securities Clearing Corporation* (NSCC), allo scopo di integrare e consolidare le operazioni di compensazione e di deposito, anche l'Europa inizia a muovere passi verso il consolidamento tanto orizzontale (concentrazione fra entità che offrono servizi simili nello stesso punto della catena di valore del post-mercato) e verticale (fra entità che offrono servizi che integrano la catena di valore nel suo insieme).

Oltre all'organizzazione del settore, un altro aspetto molto importante riguardava la standardizzazione dei servizi finanziari e la trasparenza. Si trattava di due questioni molto importanti che se non affrontati adeguatamente si sarebbero trasformati in altrettanti ostacoli allo sviluppo dell'integrazione. Come ampiamente messo in rilievo nel rapporto Giovannini[117].

I servizi di post-negoziazione all'interno dei mercati dei titoli svolgono una funzione basilare, continuare a sostenere alti costi, dovuti alla frammentazione delle infrastrutture in questi mercati, avrebbe significato continuare a sostenere costi in entrata molti elevati e come tali insostenibili per la gran parte degli operatori. Avrebbe avuto, inoltre, come effetto quello di espellere i piccoli intermediari a vantaggio dei grandi operatori a livello multinazionale o globale.

Al rapporto Giovanni fece seguito la comunicazione della Commissione che conteneva la preparazione di una direttiva quadro il cui obiettivo era quello di promuovere la

[117] Giovannini Group, "*Report on Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, Final Report, European Commission, 2001

liberalizzazione e l'integrazione attraverso l'introduzione di diritti di accesso per i prestatori di servizi di compensazione e di regolamento a tutti i mercati dell'UE, garantendo la scelta a tutti gli operatori del settore.

L'obiettivo della Commissione era di realizzare un quadro giuridico concernente la compensazione e il regolamento, introducendo, tra l'altro, il mutuo riconoscimento dei sistemi attraverso l'UE e accordi di governance, requisiti di informazione, conti separati e la possibilità di accedere a servizi disaggregati.

Bliss & Papathanassiou ancora prima della crisi, suggerivano alla Commissione, intenda ad aprire una riflessione sullo stato della compensazione e del regolamento nell'Unione europea, che sarebbe stato molto importante tenere conto di taluni aspetti, e particolare modo: 1) era necessario tener conto dell'articolo 82 del Trattato costitutivo della CE garantendo un accesso aperto, 2) gli operatori delle CCP non dovrebbero condizionare l'accesso ai suoi servizi all'utilizzo di fornitori preferenziali di negoziazione o di regolamento o indirizzare i suoi partecipanti all'utilizzo degli altri servizi del gruppo; 3) i partecipanti dovrebbero poter accedere a prezzi trasparenti e gli operatori della CCP, dal canto lo, non dovrebbero impegnarsi in sovvenzioni incrociate con altre entità del gruppo a cui appartiene la CCP, ciò per garantire un accesso aperto e trasparente. Tenuto conto della MIFID, all'epoca in via di implementazione, la futura legislazione europea, quando sarebbe stata creata avrebbe dovuto tener conto delle seguenti obbligazioni derivanti dalla MIFID: (i) le CCP domestiche avrebbero dovuto accordare l'accesso a partecipanti remoti dell'EU e non avrebbe potuto discriminarli; (ii) i partecipanti delle borse europee avrebbero potuto disegnare sistemi di regolamento sulla base delle proprie preferenze, senza però limitare i loro membri all'uso di quel servizio; infine (iii) le borse europee avrebbero potuto scegliere qualsiasi CCP o sistema di regolamento di un altro Stato membro.

La riforma dei servizi di compensazione e di regolamento nell'UE avrebbe avuto come effetto principale quello di ridurre i costi di accesso, per tutti gli utilizzatori a prescindere dalla dimensione, favorire lo sviluppo di ampi e solidi sistemi finanziari

nei paesi dell'UE e incanalare il capitale verso i settori più dinamici dell'economia europea. Erano questi gli obiettivi fondamentali che guidavano la Commissione[118] all'inizio del nuovo Millennio. Nondimeno, si dovette attendere la crisi del 2008-2009 perché il processo di riforma subisse favorevolmente un'accelerazione.

1.5.2. Il mercato dei derivati finanziari nell'UE prima della riforma

Ad imporre la riforma dei servizi di compensazione erano oltre alle motivazioni sopra esposte anche lo sviluppo dei mercati dei derivati che di questi servizi erano grandi utilizzatori. Lo sviluppo dei mercati dei derivati OTC nell'UE dagli anni Ottanta in avanti si rifletteva nello sviluppo crescente della piazza di Londra ove si stabilirono due dei cinque mercati borsistici specializzati in scambi di contratti di derivati OTC a livello globale. Questa intensa crescita delle contrattazioni che aveva contraddistinto la piazza di Londra e in generale nell'Unione europea in poche altre sedi di contrattazioni regolamentate, era coincisa con la riforma dei mercati europei del debito e dei mercati azionari, con la liberalizzazione dei flussi di capitale, l'integrazione dei mercati e la nascita della moneta unica in gran parte dei paesi appartenenti all'Unione europea. Un ulteriore fattore di crescita si era rivelato lo sviluppo del mercato europeo dei derivati finanziari e particolarmente a Londra. Uno sviluppo riconducibile allo sviluppo delle negoziazioni elettroniche, ai grandi cambiamenti nel settore della tecnologia avanzata e agli sforzi di standardizzazione dei contratti di derivati, della documentazione e delle pratiche di negoziazione cui molto si deve all'ISDA (*International Swaps and Derivatives Association)*[119]. Particolarmente nello sviluppo dei derivati OTC.

---

[118] European Commission, "*Clearing and Settlement in the European Union: Main Policy Issues and Future Challenges"*, Communication from the European Commission to the Council and the European Parliament, 2002; e
European Commission, "*Clearing and Settlement in the European Union*: The Way forward, Communication from the European Commission to the Council and the European Parliament, 2004.

[119] Anderson, R.W., and Mckay, K., "*Derivatives Markets*", in Freixas, X., Hartmann, P. and Mayer, C., "Handbook of European Financial Markets and Institutions", Oxford University Press, 2008 (London), pag. 594

Prima della svolta attuata a livello internazionale con la dichiarazione del G20 del 2009, in assenza di obblighi per le controparti e specificatamente di compensazione centrale dei derivati OTC, nella pratica quanto nel dibattito accademico, era molto presente una chiara differenza fra negoziazione dei derivati nei mercati regolamentati rispetto alla negoziazione dei derivati nei mercati *over-the-counter* OTC.

Sui mercati regolamentati erano negoziati contratti con regole di consegna o regolamento standardizzati. La negoziazione era alla luce del sole e venivano compensati presso CCP associate alle borse valori, che normalmente erano enti non profit, e per i membri il diritto appartenenza era basato sul diritto a negoziare nella borsa valori. In questo sistema era evidente che le decisioni relative ai processi di negoziazione e agli scambi era dominato dalla comunità degli operatori di borsa[120]. La solvibilità delle CCP era preservata contrassegnando quotidianamente le posizioni attraverso un sistema basato sui margini.

Di contro i mercati dei derivati OTC erano molto più opachi, poiché erano innanzitutto mercati basati su contrattazioni bilaterali, e ogni contratto era predisposto di volta in volta sulla base delle esigenze delle controparti, rispetto tanto ai termini della consegna, quantità, qualità, luogo, data e prezzo. I contratti avvenivano spesso telefonicamente e con scambio di comunicazioni unicamente tra le controparti, ognuno delle quali assumeva il rischio di credito della controparte. I prezzi delle transazioni non erano pubblici, né tantomeno la formazione dei prezzi di questi derivati, il che li rendeva altamente illiquidi se non addirittura totalmente illiquidi. Il fatto che le controparti non fossero tenuti a segnalare i contratti contribuiva a rendere ancora più opachi questi mercati nonché la sorgente di possibili bolle finanziarie che solo nel momento in cui si sarebbero manifestate sarebbe stato possibile prenderne conoscenza e quindi rendere impraticabili azioni di contenimento ancorché di gestione del rischio di credito di controparte e di liquidità.

[120] Anderson, R. W., and Mckay, K., *op.cit., (2008), pag 58.3*

Il ricorso ai contratti di derivati era cresciuto significativamente prima della crisi finanziaria. Alla fine del 2009, la dimensione dei mercati di derivati OTC in valori nozionali equivaleva approssimativamente a 615 trilioni di dollari USA, ed aveva fatto registrare un incremento del 12 per cento solo nel corso dell'ultimo anno. Tuttavia, era del 10 per cento inferiore rispetto al picco raggiunto nel mese di giugno 2008. Con questi dati e con i segnali che da essi derivavano, il mercato dei derivati OTC arrivava al traguardo della crisi del 2008-2009. Era quanto mai necessario adottare tutte le misure necessarie nell'ambito di un processo di riforma della regolazione finanziaria più vasto per fare fronte alla crisi incipiente.

1.6.1 La crisi globale come conseguenza di fallimenti della regolazione e della supervisione finanziaria

Questo capitolo intende affrontare due principali aspetti: i fallimenti di mercato e le loro cause, e più in generale i fallimenti della regolazione finanziaria messi a nudo dalla crisi del 2008-2009, con un particolare accento nel campo della supervisione dei mercati e la conseguente "capacità regolatoria" messa in campo a livello globale e più particolarmente dall'Unione europea, in risposta alla crisi medesima, che qui accenneremo, poiché sarà sviluppata nel capitolo successivo.

Un fallimento di mercato si verifica quando il settore privato, in assenza di un intervento governativo, se lasciato a sé stesso, produrrebbe un risultato sub-ottimale. Goodhart et altri (1998) hanno individuato tre specifiche ragioni principali per un intervento dello stato nel settore finanziario, allo scopo di evitare fallimenti di mercato:

- Asimmetria informativa: i clienti e più in generale le unità in surplus dispongono di meno informazioni e anche capacità di gestirle al meglio, delle istituzioni finanziarie. La supervisione finanziaria ha lo scopo di proteggere i consumatori contro gli effetti dell'informazione asimmetrica.
- Le esternalità: il fallimento di una istituzione finanziaria oppure di una infrastruttura finanziaria di mercato può compromettere la stabilità del sistema

finanziario. La supervisione sistemica ha come obiettivo quello di promuovere la stabilità finanziaria e di contenere gli effetti di un fallimento sistemico.

- Il potere espresso dal mercato: le istituzioni finanziarie o le infrastrutture finanziarie di mercato, possono esercitare indebiti o eccessivi poteri di mercato. Compete quindi alla politica della concorrenza proteggere i consumatori dagli svantaggi a loro derivanti da uno sfruttamento dei monopoli[121].

Il secondo fallimento di mercato che può dare luogo ad un intervento pubblico è quello delle esternalità. Tra le esternalità per esempio ritroviamo il contagio, che è il rischio che si verifica quando il fallimento di un'istituzione finanziaria può ingenerare il fallimento di altre istituzioni finanziarie appartenenti alla stessa filiera o in stretto rapporto con l'istituzione che fallisce. Il contagio non è incorporato nel processo decisionale dell'istituzione finanziaria. Una banca è soggetta al contagio allorquando le attività fortemente illiquide presenti nel suo bilancio sono finanziate da depositi rimborsabili a breve tempo o a vista. Informazioni sul possibile fallimento di una banca, ad esempio, possono indurre i depositanti a ritirare i loro depositi in un arco di breve e massicciamente. Questo determina un problema di liquidità per la banca, che non altro che accelerare il fallimento. Il fallimento contestuale di più banche può ingenerare un processo di fallimenti a cascata e determinare una crisi sistemica. Di qui la grande importanza della supervisione macroprudenziale e del ruolo delle banche centrali come fornitori di liquidità di emergenza (che nel caso della BCE interviene attraverso la procedura ELA -*Emergency Liquidity Assistance*).

Infine, al riguardo del terzo tipo di fallimento di mercato collegato al potere del mercato, ad esempio in un monopolio o un oligopolio, caratterizzati rispettivamente da un solo o pochi produttori di un certo bene o servizio, il prezzo viene stabilito dalle forze di mercato con la conseguenza che sarà sicuramente molto più alto di quello che si sarebbe formato in un mercato perfettamente concorrenziale. I monopoli o gli oligopoli sono appannaggio di diversi settori economici, la specificità di quello

[121] Goodhart, C., et altri, *op.,cit., pagg. 4--12*

finanziario consiste nel fatto che la mancanza di concorrenza comporta le economie di scala e di rete all'origine rispettivamente di fusioni e acquisizioni e di sistemi di pagamento o di mercati borsistici, che determinano una riduzione della concorrenza.

La risposta pubblica all'asimmetria informativa consiste nella introduzione di strumenti di tipo macroprudenziale. Come, ad esempio, la predisposizione di una solida supervisione prudenziale associata alla creazione ad una rete di *safety net* rappresentata ad esempio dagli schemi di protezione dei depositi dei consumatori al dettaglio (come introdotto nell'UE, fino a centomila Euro con la direttiva *Deposit Guarantee Scheme*).

I problemi derivanti dalle esternalità negative possono essere risolti attraverso l'autoregolazione, come suggerito tra l'altro anche Black (2001) il quale aveva individuato diverse categorie di auto-regolazione e più precisamente: auto-regolamentazione obbligatoria, sanzionata, coercitiva, volontaria, ispirata dalle parti interessate, monitorata da parti terze, accreditata da parte di un altro ente non governativo[122].

Tuttavia, l'autoregolazione o i contratti non sempre sono possibili. Poiché per esserlo dovrebbero essere vantaggiosi per entrambi le parti. Una spiegazione di ciò è nell'asimmetria informativa tra le parti. Errori di valutazione di una parte, relativamente alla reale situazione dell'altra, conduce con buona probabilità al fallimento dell'accordo. Anche se entrambi le parti stanno agendo razionalmente. Il fallimento della via contrattuale alla soluzione dei problemi derivanti da esternalità negative può essere dovuto altresì alla mancanza di uno spazio di contrattazione per ragioni legate alla distanza fisica fra le parti o all'eccessivo numero di parti interessate, o infine alla non conoscenza degli effetti esterni derivanti da una esternalità.

Il secondo tipo di soluzione alle esternalità negative è attraverso l'intervento di norme giuridiche, e quindi attraverso una regolazione esterna ai soggetti chiamati a conformarsi ad essa, che crei degli incentivi finanziari per ridurle oppure se l'obiettivo

[122] Black, J., "*Mapping the contours of contemporary financial services regulation"*. Discussion Paper N. 17. Centre for the Analysis of Risk and Regulation (CARR), London School of Economics, October 2003.

è la riduzione del danno lo strumento adatto per intervenire è la tassa di tipo *pigouviana* (l'economista Pigou è stato il primo a studiare le esternalità negative), cioè quel tipo di tassa correttiva che viene pagata in via anticipata allo stato sulla base dell'eventuale danno che effettivamente un soggetto economico può arrecare.

Infine, l'ultima soluzione ai problemi derivanti dalle esternalità è attraverso il funzionamento di specifici mercati, come i mercati basati sullo scambio delle quote di emissione ETS, basato sull'idea di fissare un tetto massino alle emissioni di alcuni agenti inquinanti ad effetto serra, come la CO2, e la relativa quotazione monetaria delle emissioni, la quale consente il commercio delle quote fra unità eccedenti e unità in deficit.

Analogamente ai fallimenti di mercato, possono realizzarsi anche fallimenti del settore pubblico, allorquando l'intervento governativo causa una minore efficienza nella allocazione dei beni e servizi che non si sarebbe verificata in assenza di un intervento pubblico. Di qui la necessità secondo Besley (2007) di soppesare le conseguenze derivanti dal fallimento dell'intervento pubblico e quelle che derivano dal fallimento del mercato[123]. In sintesi, le conseguenze di un fallimento dell'intervento pubblico sono riconducibili agli effetti negativi della protezione indotta del governo sugli incentivi per i consumatori, la eccessiva regolazione governativa del settore finanziario potrebbe comportare un aumento eccessivo della burocrazia, restringendo di fatto le attività e il campo di azione delle istituzioni finanziarie.

Un tema di così ampio spessore evidentemente ha diviso il mondo accademico fra coloro i quali sostengono che gli effetti negativi, particolarmente sulla regolazione del settore finanziario, di un fallimento dell'intervento pubblico potrebbero essere ancora più ampi di quelli eventualmente provocati dai fallimenti di mercato. Dowd (1996) ritiene una politica imperniata sul *laissez-faire*, ovvero sulla capacità del settore finanziario di autoregolarsi è ottimale e di gran lunga preferibile ad un intervento pubblico poiché quest'ultimo andrebbe a minare le forze di mercato che rendono sicuro

[123] Besley, T., "*The New Political Economy*", in The Economic Journal, 117, 2007, pagg: 570-581.

il sistema finanziario[124]. Ancora prima Coase (1988), aveva enfatizzato il libero mercato, sostenendo che liberi mercati richiedono importanti infrastrutture al loro interno e una auto-regolazione per funzionare efficientemente con costi di transazione minimi[125].

Contrariamente, altri accademici si sono espressi in favore di un limitato intervento dello stato nella regolazione finanziaria, attraverso l'introduzione requisiti prudenziali minimi allo scopo di contrastare le esternalità (da contagio ad esempio), senza tuttavia allargare ulteriormente l'elenco di requisiti e di standard, poiché non sono necessari per la protezione del consumatore[126].

Il quadro regolatorio precedente alla crisi era basato sostanzialmente su strumenti di natura microprudenziale, poiché la stabilità della singola istituzione finanziari era di gran lunga considerata prioritaria rispetto alla stabilità del sistema finanziario[127]

Nell'analisi delle motivazioni che precedettero la crisi del 2008-2009, che segnò un momento di distacco dal precedente periodo, tanto che è possibile parlare di un vero e proprio cambio di paradigma, faremo riferimento al concetto di "capacità regolatoria" riferita in particolare modo all'UE, per la quale s'intende la capacità di una giurisdizione di formulare, monitorare e applicare un insieme di regole che riguardano il mercato[128]. La diffusione della crisi a livello globale è stata all'origine di un numero elevato di regole globali per i mercati finanziari e la mole di lavoro ha portato regolatori, legislatori e parti interessate, quantomeno nei primi dallo scoppio della stessa, più a concentrarsi sulla nuova regolazione da predisporre, e anche con una certa

[124] Dowd, K., *The Case for Financial Laissez-faire",* The Economic Journal, n. 106, 1996, pagg. 679-687.
[125] Coase, R.H., "*The Firm, The Market and The Law",* Chicago University Press, 1988.
[126] Benston and Kaufman: "*The Appropriate Role of Bank Regulation",* The Economic Journal, n. 106, 1996, pagg: 688-697.
[127] Brunnermeier, M., Crocket, A., Goodhart, C., Persaud, A., Shin, H. (2009): The Fundamental Principles of Financial Regulation. Geneva Reports on the World Economy 11, Centre for Economic Policy Research (CEPR), London, pp. 15-18.

[128] David Bach & Abraham L. Newman (2007) The European regulatory state and global public policy: micro-institutions, macro-influence, Journal of European Public Policy, 14:6, 827-846, pag. 831, DOI: 10.1080/13501760701497659

urgenza, più che sulle cause della crisi, su cui solo in anni più recenti sono state prodotte analisi più compiute e con un certo distacco dalla contingenza.

Le motivazioni alla base della crisi 2007-2008 sono molteplici, al di là dei singoli eventi scatenanti (il fallimento di *Fannie e Freddie Mac*, di *Lehman Brothers* negli Stati Uniti), essa è stata dovuta sostanzialmente a motivazioni che vengono da più lontano, riconducibili 1) alla incapacità dei regolatori di controllare, con gli strumenti a disposizione (supervisione in modo particolare) il rischio sistemico definibile come il "*Rischio di perturbazione del sistema finanziario che può avere gravi conseguenze negative per il mercato interno e l'economia reale*"[129], unitamente all'eccessivo affidamento alle valutazioni e quindi enorme potere attribuito alla Agenzie di Rating (*Credit Rating Agencies – CRAs*-) che sono entità private; 2) al fallimento della governance della supervisione, in molti casi non svincolata dal potere politico; 3) ai fallimenti da coordinamento a livello internazionale, dovuti alla mancanza o inappropriatezza della vigilanza dei grandi gruppi finanziari aventi un'operatività internazionale o addirittura globale alla mancanza di regole vincolanti a livello internazionale riguardanti la gestione delle crisi e la risoluzione delle crisi bancarie. Se quelli appena elencati erano definibili come le motivazioni che hanno scatenato la crisi, la sua estensione all'economia reale ed espansione a livello internazionale mostrò ben presto le cause alle radici della crisi che erano riconducibili a: 1) un'architettura della vigilanza strutturale, fondamentalmente incentrata sui soggetti, che aveva ben funzionato per molti anni e fino alla fine degli anni '80 del secolo scorso, che a ridosso della crisi invece mostrava tutta la sua arretratezza e incapacità a rispondere ai cambiamenti dovuti alle innovazioni; 2) alle inadeguatezze normative riconducibili al mancato contenimento del carattere pro-ciclico delle norme alla base dell'intermediazione finanziaria, i principi di Basilea III ampiamente trasposti negli ordinamenti nazionali, avevano focalizzato l'attenzione sui requisiti patrimoniali e molto meno sulla effettiva rischiosità del portafoglio delle banche (*trading book)*, di

[129] Regolamento UE N. 1092/2010 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 24 novembre 2010 relativo alla vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario dell'Unione europea e che istituisce il Comitato europeo per il rischio sistemico.

quelle dedite alle negoziazioni in proprio e non solo per conto del cliente, oppure al criterio del *fair value* utilizzato per calcolare le minusvalenze originatesi a causa del crollo dei prezzi dei titoli quotati e alla rarefazione delle transazioni finanziarie per effetto delle crisi a cavallo fra la fine degli anni ’90 e gli inizi del nuovo secolo; ed infine 5) alle imperfezioni nella disciplina di mercato e nella condotta degli affari in particolar modo nella supervisione, dovute alle imperfezioni delle informazioni, all’inefficienza informativa (legata ai meccanismi di formazione dei prezzi delle attività finanziarie) e alle forti distorsioni negli incentivi delle grandi istituzioni finanziarie globali, troppo grandi per fallire (*Too-Big-To-Fail*).

Davanti a questo scenario quali furono le misure che vennero prese a livello internazionale, e successivamente a livello europeo, per fare fronte a questa serie di fallimenti della regolazione e della supervisione emersi nel corso della crisi? Quali furono le linee di sviluppo del nuovo corso che le autorità internazionali, i regolatori internazionali adottarono e in un secondo momento i legislatori internazionali cercarono di internalizzare all’interno dei sistemi nazionali o regionali. Il modo in cui l’Unione europea ha reagito alla crisi globale e con quali risposte normative lo ha fatto lo vedremo nel secondo capitolo, qui continueremo a concentrarci su aspetti riguardanti il ruolo avuto dai grandi regolatori internazionali nella produzione di nuovi standard internazionali, con un occhio particolare al lavoro svolto dalla CPMO-IOSCO e dal FSB per quanto concerne le infrastrutture finanziarie di mercato, oggetto della nostra ricerca, e del Comitato di Basilea, in considerazione del fatto che alcuni dei principi adottati da quest’ultimo sono correlati con le CCP, i cui membri sono delle banche.

1.6.2 L’Unione europea e la crisi finanziaria del 2008-2009

Per meglio comprendere la portata del processo legislativo di riforme promosso dall’Unione europea nel corso degli ultimi dieci anni, è opportuno fare un approfondimento del decennio precedente alla crisi. Questo ci aiuterà a ritrovare i presupposti fondamentali all’origine della crisi del 2007-2008, a comprenderne la

portata - e soprattutto la risposta legislativa dell'Unione europea – e cosa cambia in termini di paradigma rispetto al passato.

Questo nuovo paradigma unitamente alla fiducia (sproporzionata) nell'autoregolamentazione degli intermediari finanziari al pari dei mercati ha creato i presupposti affinché la finanza creativa e i prodotti finanziari strutturati, in primis i derivati, sempre più raffinati, fossero percepiti come uno sviluppo positivo perché in grado di mettere un argine agli arbitraggi regolamentari e a quelli fiscali fra gli Stati e all'esistenza di forti disallineamenti fra le vigilanze nazionali.

Per quanto riguarda l'Unione europea sul finire del primo decennio del nuovo millennio in concomitanza con il propagarsi al suo interno della crisi finanziaria, a partire dalle economie più deboli, si mostra sostanzialmente impreparata a far fronte alla crisi e come vedremo a dare una risposta univoca a situazioni di crisi che avrebbero investito di lì a poco istituti creditizi transfrontalieri. A mostrare per primo i segni di questa impreparazione agli urti della crisi era proprio il Mercato Unico dei servizi finanziari, sostanzialmente frammentato e ben lontano dall'integrazione poiché basato su un quadro normativo armonizzato spesso al minimo livello, ma non integrato e con una vigilanza, ovvero l'attività di controllo finalizzata a verificare l'effettiva applicazione della regolamentazione, che rimaneva un affare sostanzialmente nazionale. A creare problemi erano le differenze evidenti tra gli ordinamenti nazionali, non tanto in materia di norme primarie, quanto con riguardo all'interpretazione e all'applicazione delle regole, alle prassi di vigilanza e ai regimi sanzionatori[130]. A tutto ciò si aggiungeva la contemporanea trasposizione e quindi implementazione di un quadro di regole sui requisiti di capitale, deciso nell'ambito del Comitato di Basilea[131], che avrebbe dovuto offrire un sostegno considerevole all'attività di vigilanza

[130] Ciraolo, F., "Il processo d' integrazione del mercato unico dei servizi finanziari. Dal metodo Lamfalussy alla riforma della vigilanza finanziaria europea", in Il diritto dell'economia", n.2, 2011, p. 415 e ss.

[131] Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria è un'organizzazione creata all'interno della Banca Internazionale dei Regolamenti a seguito di una iniziativa dei governatori delle Banche centrali del G10 nel 1974 e riunisce gli organismi nazionali di vigilanza prudenziale di ben ventisette paesi tra cui Belgio, Canada, Francia, Germania, Italia, Giappone, Lussemburgo, Olanda, Spagna, Svezia e Svizzera.

prudenziale. Esso era stato pensato prima del propagarsi della crisi iniziata nel 2007-2008, in una fase espansiva del ciclo economico, e destinato a essere applicato in una situazione economica ben diversa da quella in cui era stato immaginato, nonostante gli accorgimenti anticiclici in esso introdotti.

La crisi del 2007-2009 mette seriamente in discussione questi assunti, anche se a dire di Rainer Masera, ciascuno di essi conteneva delle verità, ma fondamentalmente erano errati i presupposti alla base degli stessi[132]. Tuttavia, l'esigenza di fare fronte alla deregolamentazione degli anni Ottanta si manifestò ancora prima dello scoppio della crisi. Come altre volte nella storia, il processo partiva da oltreoceano, poiché proprio negli Stati Uniti, in coincidenza con le due amministrazioni Reagan, era stato avviato un generalizzato processo di deregolamentazione che aveva toccato i settori più diversi dell'economia. Questo processo si era esteso subito dopo al mondo anglosassone e, in misura molto più contenuta, al resto del continente europeo; conseguentemente si era assistito a una progressiva riduzione del peso dello Stato nell'economia e l'attribuzione di un ruolo maggiore alle forze di mercato nell'allocazione delle risorse. Gli effetti, talora anche positivi, di questo processo non tardarono a manifestarsi in termini di produttività e crescita del sistema finanziario. Nello specifico si era tradotto in:

• un rafforzamento della concorrenza dovuto alla diminuzione delle segmentazioni fra settori, che aveva interessato anche le banche e le imprese quotate;

• un'elevata crescita delle fusioni e delle acquisizioni tra intermediari di paesi diversi; con evidenti ripercussioni sulla stabilità finanziaria del sistema;

• nella creazione di nuovi strumenti finanziari, frutto dell'ingegneria finanziaria, con conseguenze sulla trasformazione delle regole di scambio di questi strumenti sui mercati organizzati e sull'accrescimento nel tempo delle negoziazioni di strumenti finanziari strutturati sui mercati *over the counter*.

[132] Masera, R., "*The Basel III global regulator framework: a critical review*", in Rivista trimestrale di Diritto dell'Economia, Scritti Fondazione Capriglione, n. 3/2011 pag. 509 e segg.

A fronte di taluni aspetti positivi della deregolamentazione, la prima e importante conseguenza negativa di questo processo è consistita in una maggiore disponibilità di risorse finanziarie per il sistema economico, che nel medio e lungo termine ha contribuito ad accrescere gli episodi d'instabilità dei sistemi bancari. Nondimeno, la percezione dei rischi da deregolamentazione tardò a manifestarsi. Ciò si è palesato in tutta la sua ampiezza, quando è diventata chiara e non più eludibile l'insufficienza degli obblighi di trasparenza riguardante i bilanci societari, l'inadeguatezza delle norme in materia di responsabilità degli amministratori e la presenza di conflitti d'interesse nelle società di rating. L'enorme sviluppo di contratti derivati finanziari, e particolarmente di quelli OTC[133], unitamente alla nascita e al proliferare di nuovi mercati caratterizzati da un elevato livello di complessità e l'attribuzione di un peso sempre maggiore a intermediari che, pur operando in settori caratterizzati da un livello di regolamentazione inferiore rispetto al sistema bancario tradizionale, erano con quest'ultimo strettamente interconnessi (*Shadow-Banking System*), ha accresciuto notevolmente la vulnerabilità del sistema finanziario mondiale. Negli USA, sul piano delle regole una prima risposta alla deregolamentazione era stata data con l'adozione del *Sarbanes Oxley Act*, una legge federale emanata nel 2002 dal governo a seguito di diversi scandali contabili che hanno coinvolto importanti aziende americane (Enron su tutte). Questi scandali hanno causato grande sfiducia da parte degli investitori nei confronti dei mercati, sollevando forti dubbi circa le loro politiche di sicurezza. Anche in Italia, si sono avute politiche volte a una prudente ed incisiva attività di supervisione bancaria oltre al recepimento di tutte le direttive a garanzia del mercato interno europeo. Tanto che il sistema bancario italiano ha ben resistito all'urto della crisi finanziaria dei primi anni, grazie fondamentalmente a una vigilanza prudenziale e

[133] Il dato ufficiale risalente alla fine di giugno 2013 della Banca Internazionale dei Regolamenti quantificava il valore nozionale dei Derivati OTC in circolazione in 693 trilioni di Dollari USA in: http://www.bis. org/publ/otc_hy1311.pdf.
Il valore nozionale diminuirà negli anni successivi alla riforma dei mercati dei Derivati OTC nell'UE come oltreoceano con il *Dodd-Franck Act.* Tuttavia, dopo una iniziale diminuzione, nel 2018 si registra un aumento, poiché aumenterà da 532 trilioni di Dollari USA alla fine del 2017 a 595 trilioni alla fine di giugno 2018.
Il dato va completato con quello della proporzione dei contratti derivati compensati attraverso una controparte centrale che nel 2018 raggiunge il 76% dei *IR derivatives* e il 54% dei *credit default swaps* (CDS).
Trattasi dell'ultimo dato ufficiale disponibile, consultabile al seguente indirizzo: *https://www.bis.org/publ/otc_hy1810.htm* .

ispettiva (basata sulle ispezioni in loco) solida e efficacemente gestita dalla Banca d'Italia.

1.7. Il futuro delle infrastrutture finanziarie di mercato

La crisi del 2008-2009 ha spinto i regolatori internazionali a ripensare il tradizionale modello di regolazione finanziaria. Notevoli passi in avanti sono stati fatti, tuttavia la creazione di un quadro giuridico ampio per la regolazione delle Infrastrutture finanziarie di mercato resta ancora distante[134].

Il raggiungimento di una maggiore stabilità dei mercati e l'efficienza del mercato restano ancora degli obiettivi da raggiungere, per quanto molto lavoro a livello internazionale è stato fatto, molto altro deve essere fatto. Una grande cooperazione a livello internazionale è richiesta al fine di conseguire obiettivi di ampia cooperazione regolatoria, possibilmente transfrontaliere. Riguardo ai mercati dei derivati OTC a causa della loro intrinseca natura mobile, significa che quando, comparativamente parlando, una giurisdizione applica carichi amministrativi maggiori, la negoziazione di questi contratti si sposta alla ricerca di giurisdizioni con vincoli meno stringenti, creando i presupposti per arbitraggio regolamentare.

La crisi finanziaria ha evidenziato che c'è bisogno di principi regolatori di base, e alcuni di questi sono particolare importanza per le IFM attive a livello globale e sistematicamente importanti. L'evoluzione continua dei mercati richiederà di rivedere e ridefinire gli standard medesimi, e il raggiungimento degli obiettivi in coordinamento fra organismi di regolazione internazionali fino ad oggi è impressionante e avrà effetti positivi sulla stabilità delle IFM. Il successo dell'implementazione dipenderà da molteplici aspetti che le regole di *soft law* siano osservate coerentemente attraverso le giurisdizioni, che incentivi di natura economica, quali quelli riguardanti il trattamento dei requisiti di capitale e requisiti di accesso ai mercati siano parte integrante di una implementazione di successo[135].

[134] Unterman, *op., cit.,* pag. 62.
[135] Unterman, *op., cit.,* pag. 62-64.

La crisi ha focalizzato l'attenzione sulla stabilità dei mercati quale pre-condizione della stabilità dei sistemi finanziari. Tuttavia, l'efficienza dei mercati non è meno l'importante, basti pensare alla necessità di facilitare le attività transfrontaliere. Se l'obiettivo è facilitare le attività transfrontaliere, è necessario che ci siano alcuni limiti ai requisiti imposti per le entità transfrontaliere. Le IFM per loro stessa natura soggette a regole differenti nelle diverse giurisdizioni, dove esse operano. Significativi sviluppi sono stati registrati in termini di regole minime standard adottate nelle diverse giurisdizioni. C'è un riconoscimento internazionale, che rappresenta un acquisito secondo cui differenze non sostanziali nella regolamentazione non rappresenterebbero una barriera all'accesso al mercato, considerato che simili risultati sono raggiunti e una varietà di metodi ad hoc e metodi come la conformità sostituita e le determinazioni di equivalenza sono stati sviluppati allo scopo fare fronte alla situazione. Tuttavia permangono significative istanze di disarmonizzazione. Esistono principi internazionali che fanno rafforzato la stabilità tanto dei mercati quanto dei singoli mercati, incluso quello dei derivati OTC. Tuttavia, non esistono vincoli stringenti sulle modalità di implementazione cui le varie giurisdizioni dovrebbero devono conformarsi. Si è venuto a creare un trade-off fra stabilità dei mercati e protezione del mercato e l'agevolazione della flessibilità dell'ambiente aziendale in rapido movimento. La questione diventa più difficile nell'eventualità in cui le autorità o taluni regolatori o di concerto decidono di applicare in modo più stringente talune regole ed imporre regole di extraterritorialità oppure se agli operatori di mercato debba essere data la possibilità di stabilire le proprie priorità, a condizione che sia in vigore uno standard di base.

In disaccordo contro la creazione di una regolazione uniforme, Griffith (2014)[136] sostiene che l'esistenza di regolazioni eterogenee e la diversificazione dei modelli operativi è fonte di benefici, poiché l'uniformità in generale è uno strumento altamente controverso per affrontare il rischio sistemico. Uniformità per definizione significa che

[136] Griffith, S., J., "Substituted Compliance and Systemic Risk: How to Make a Global Market in Derivatives Regulation" Minnesota Law Review, 2014, n. 98, 1271-1371, pag. 1329.

tutte le giurisdizioni regolano allo stesso modo, ma le crisi dei mercati finanziari ci hanno insegnato qualcosa. Spesso sono i regolatori a non sapere anticipare la prossima crisi. La convergenza fra modelli di regolazione può incrementare il rischio sistemico. Al contrario, la diversità fra approcci regolamentari dovrebbe essere incoraggiata, secondo Griffith, poiché l'uniforme regolazione può causare errori di coordinamento dal lato delle istituzioni finanziarie tra di loro interconnesse, i quali sono all'origine di fallimenti di istituzioni finanziarie, che possono causare il collasso del sistema.[137].

CAPITOLO 2

La reazione dell'Unione europea alla crisi economico-finanziaria

Introduzione

Storicamente le crisi, soprattutto quelle di ampia portata, unitamente a scandali finanziari di ampie dimensioni, per quanto eventi isolati, hanno generato processi di riforma allo scopo di evitare il reiterarsi di eventi simili. Lo è stato nel 1929, lo è stato alla fine degli anni Novanta in risposta alle crisi delle Tigri asiatiche. Il caso più frequentemente richiamato è quello relativo agli interventi di riforma successivi alla crisi del 1929, allorquando i legislatori e i regolatori, agendo in un'ottica più nazionale hanno ciononostante creato i presupposti di una nuova vigilanza, destinata a rimanere inalterata per diversi decenni. P. Norman[138], ma non solo, sostiene che dietro agli interventi dei regolatori ci sono eventi o più spesso il concatenarsi di eventi che portano ad una crisi, così è stato anche nel caso della crisi del 2008-2009. Così è avvenuto in occasione del collasso della Barings PLC una *merchant bank* londinese, un vero pilastro della City londinese, con ramificazioni in Oriente, e per tale motivo vigilata da autorità di sedici paesi differenti, attiva nei derivati negoziati in borsa e con forti legami con infrastrutture di mercato, quali CCP. La Barings a metà anni novanta fallì, e il fallimento fece crollare la fiducia nella borsa di Singapore e nella sua CCP. Il G10

[137] Griffith, S., J., op., cit., pag. 1356.
[138] Norman, P., "*The Risk Controllers*" Wiley, 2011 pag 148-149.

CPSS fu coinvolto nella gestione dell'agenda che seguì il collasso Barings in relazione alla robustezza dei sistemi di compensazione per derivati negoziati in borsa. All'interno della Banca dei Regolamenti internazionali, il gruppo di lavoro cui venne affidato di produrre una relazione sui sistemi di gestione dei rischi nelle CCP giunse alla conclusione secondo cui: il sistema di risorse finanziarie per coprire le perdite e fare fronte alle pressioni della liquidità a seguito dell'insolvenza erano inadeguate; mancavano meccanismi di controllo dei rischi intraday, gli accordi di regolamento in moneta erano molto deboli. Il rapporto si concludeva con una serie di raccomandazioni, tra cui quella di eseguire degli stress test di liquidità per fare fronte ai rischi di estremo movimento dei prezzi e quindi permettere un adeguamento più veloce nel calcolo dei requisiti di margini al fine di ridurre i rischi giornalieri. Si trattava di raccomandazioni che considerate individualmente non apparivano così importanti, soprattutto se si considerava che erano iniziative a regolare i mercati dei derivati finanziari e l'industria della compensazione centrale. Viste nell'insieme erano una dimostrazione di come l'industria dei futures, in cui la Barings era impegnata, negli ultimi decenni era notevolmente cresciuta d'importanza[139].

L'obiettivo di questo capitolo è di mettere in evidenza la capacità regolatoria dell'Unione europea in risposta alla crisi. Una risposta ampia costruita sulla necessità di guardare al futuro e di tradurre in politiche non necessariamente nuove ma dotate di strumenti nuovi, capaci di durare nel tempo e di evitare che altre crisi nel futuro si potessero verificare. Se anche queste riforme saranno durature come quelle poste in essere dopo la crisi del 1929, solo il tempo e gli eventi potranno confermarlo.

2.1. L'Unione Europea di fronte alla crisi finanziaria

La crisi nell'Unione europea ha avuto le stesse cause di quella americana, ma è stato differente il suo manifestarsi, nella misura in cui il salvataggio delle banche e gli aiuti ai settori economici più colpiti dalla recessione hanno aggravato i deficit di bilancio degli Stati membri e, contribuito alla crisi del debito sovrano, particolarmente forte in

[139] Norman, P., op. cit., pag 148-149.

alcuni paesi della zona Euro dal 2010 in poi. La reazione iniziale degli Stati membri (SM) alla crisi finanziaria è avvenuta in modo isolato e secondo scelte spesso contrastanti. In seguito gli SM più direttamente colpiti o interessati al salvataggio d'istituzioni finanziarie hanno elaborato piani per mettere in sicurezza le banche alle prese con forti carenze di liquidità o fondamentalmente illiquide, senza distinguere fra banche sostanzialmente sane da quelle insolvibili. In altri termini senza distinguere fra banche alle prese solo con problemi di liquidità[140] da quelle scarsamente patrimonializzate, per effetto di attività in conto proprio (esposizioni in attività speculative) superiori alle proprie capacità, a tal punto da compromettere la solidità dell'istituzione finanziaria medesima, fino all'insolvibilità vera e propria. Inizialmente si è trattato di piani di salvataggi singoli, differenti nella sostanza, anche quando riguardavano la medesima istituzione finanziaria ma con operatività transfrontaliera e sottoposte a autorità nazionali non soggette a seguire le medesime regole. È stato il caso della crisi che ha riguardato la ING NL, con filiali operanti e vigilate negli altri paesi del Benelux. La reazione dei tre governi è stata diversa e non coordinata. La reazione alla crisi dell'ING dimostra chiaramente quanto l'Unione europea fosse poco equipaggiata di fronte a crisi bancarie transfrontaliere e soprattutto dinanzi a intermediari di una certa dimensione, i cui destini avrebbero in ogni caso avuto ripercussioni economiche e finanziarie di grande rilievo per la sicurezza e la stabilità del sistema finanziario di alcuni paesi e in ultimo della tenuta stessa del Mercato Unico. Dinanzi a questo e ad altri innumerevoli casi d'insolvenze bancarie nella zona Euro come in Gran Bretagna, l'Unione europea si è fatta carico di dare coerenza ai salvataggi bancari nazionali e davanti all'insoddisfacente metodologia - sostanzialmente differente da Stato membro a Stato membro - la Commissione europea e l'Eurogruppo hanno alla fine elaborato un progetto di Unione bancaria nel 2012. Nello stesso tempo la DG Concorrenza della CE ha adattato alla crisi la regolamentazione in materia di aiuti di stato nel settore bancario. Per consentire i salvataggi bancari e soprattutto

[140] La crisi di liquidità era dovuta sostanzialmente all'eccessivo indebitamento delle banche e ad una svalutazione dei prodotti finanziari strutturati di cui molti bilanci erano sovradimensionati.

affinché essi avvenissero all'interno della cornice della politica e delle regole della concorrenza su cui si regge il mercato unico.

È opinione diffusa che la crisi finanziaria europea sia stata dovuta al contagio della crisi americana, in altri termini, la mancanza di confini che caratterizza i mercati finanziari, abbia agito da cinghia di trasmissione ad altre parti del mondo. Ciò nonostante, la natura esatta di questo contagio non è stata interamente chiarita. In Europa i fallimenti d'istituzioni finanziarie come l'IKP di Düsseldorf o della Roskilde Bank di Copenaghen o ancora della Northern Rock di Newcastle non erano e non potevano essere consecutivi ai fallimenti d'istituzioni bancarie americane, giacché fra queste banche non esistevano relazioni dirette. Al contrario, secondo Mishkin, la simultaneità degli eventi, renderebbe più idoneo evocare l'immagine di una pandemia dovuta al medesimo virus ma sviluppatosi in regioni del mondo differenti[141]. Il fatto che nell'Unione europea questa pandemia abbia messo radici, non si spiega unicamente con l'effetto trasmissione, o contagio. Infatti, tra le cause della crisi della zona Euro, un posto importante occupa l'asimmetria esistente fra politica monetaria e politica di stabilità finanziaria, dovuta alla circostanza secondo cui la prima è di esclusiva competenza della BCE mentre la seconda fondamentalmente di competenza degli Stati membri. Quest'asimmetria ha giocato un ruolo fondamentale, poiché ha creato le basi per la formazione di una pericolosa spirale fra bilanci bancari (e quindi inadempienza delle singole banche) e solvibilità degli Stati in cui queste banche operavano. La creazione dell'Unione monetaria aveva avuto il merito di spostare l'attenzione sulla governance dei servizi di pagamento, di compensazione e di regolamento dei valori mobiliari e di accelerare il processo d'integrazione finanziaria, anche se a un certo punto la moneta unica e la mobilità dei capitali avevano creato una convergenza dei tassi d'interesse a un livello molto basso che non rifletteva i differenziali d'inflazione. Infatti, l'integrazione monetaria era stata anche all'origine di squilibri interni ed esterni di non poco conto, dovuti al fatto che in alcuni Stati membri in modo particolare, la

[141] Miskin, F., "*Monnaie, Banques et Marchés financiers*, traduction et adaptation française éditée par Pearson, 2013

spesa pubblica era finanziata in parte attraverso gli aiuti dei fondi strutturali europei e la mancanza di disciplina di bilanci, nonostante l'esistenza del Patto di stabilità, aveva alimentato il debito pubblico. Pertanto, coperti dall'ombrello virtuoso dei paesi economicamente forti della zona Euro, i debiti sovrani dei paesi erano stati trattati in modo identico dai regolatori e soprattutto dalle agenzie di rating, quando invece il livello d'indebitamento dei paesi della periferia e del centro dell'Eurozona era profondamente diverso.

Infine, ma non ultime per importanza, due altre cause non tipicamente europee, ma che in Europa avevano trovato terreno fertile ancor più che negli Stati Uniti e alimentato la crisi:

1. l'aumento della leva finanziaria da parte delle istituzioni bancarie e particolarmente di quelle dedite ad attività speculative, oltre gli stessi livelli di quelli fatte registrare dalle banche americane, come mostrano i dati dell'OCSE[142];

2. l'esposizione eccessiva al rischio di trasformazione che rientra nel più ampio rischio di liquidità.

Diversamente dagli Stati Uniti, nell'Unione europea il sistema delle banche centrali nazionali, la stessa BCE e soprattutto i supervisori nazionali hanno tardato a prendere coscienza che la crisi non era soltanto dovuta alla crisi di liquidità e al mancato rispetto di vincoli patrimoniali, all'eccessivo rischio, e alla creazione di prodotti finanziari strutturati sempre più raffinati e per questo con rendimenti più elevati dei tassi di mercato, che andavano a rimpinguare bilanci bancari sempre meno sotto controllo, o addirittura attraverso la creazione di speciali veicoli appositamente creati (in inglese *Special Purpose Vehicle*, *SPV)* che sfuggivano all'ispezione delle autorità di vigilanza.

[142] Blundell-Wignall, A., Atkinson, P. Se-Hoon, L.,"Dealing with the Financial Crisis and thinking about the Exit strategy", in: Financial Markets Trends, OCDE, 2009-1.

Al comportamento appena descritto di talune istituzioni finanziarie, si aggiungeva la miopia di numerose autorità di supervisione nazionali, dinanzi a comportamenti non virtuosi d'istituzioni finanziarie transfrontaliere da esse supervisionate, con il fine ultimo di mantenerne puramente e solamente il controllo.

2.2. La risposta dell'Unione Europea alla crisi finanziaria

Sin dalle prime proposte legislative adottate dalla Commissione europea, appare evidente l'orientamento di accrescere la solidità del settore bancario, al fine di renderlo più resiliente nell'eventualità del ripetersi di nuove crisi, attraverso una serie di azioni mirate, tra le quali: 1) la creazione di una nuova architettura di supervisione europea e la creazione di un single rule book, in altri termini un quadro di regole uguali in tutta l'Unione europea e, successivamente, per fare fronte alla crisi della zona Euro e al legame creatosi fra debito sovrano e banche; 2) la creazione dell'Unione bancaria, composta da tre pilastri: un Meccanismo unico di supervisione (***Single Supervisory Mechanism***, SSM), un Meccanismo unico di risoluzione delle crisi bancarie (***Single Resolution Mechanism***, SRM); 3) e la riforma della Direttiva sui depositi di garanzia (***Deposit Guarantee Scheme***, DGS), quale prima tappa legislativa in vista della creazione negli anni a venire di uno Schema europeo di garanzia dei depositi. L'iniziale proposta legislativa della Commissione europea, non avendo accolto il favore della maggioranza degli Stati membri, è stata ritirata e la Commissione ha ripresentato nel novembre 2015 una nuova proposta legislativa[143] "***European Deposit Insurance Scheme"*** EDIS, che dovrebbe essere il terzo pilastro dell'Unione Bancaria. La proposta di regolamento fa parte di un pacchetto di misure più ampio, comprendente anche una comunicazione "*Verso il completamento dell'Unione bancaria"*[144].

[143] Commissione Europea, Proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica il regolamento n. 806/2014 al fine di istituire un sistema europeo di assicurazione dei depositi, COM (2015) 586, Strasburgo, 24.11.2015, finale.

[144] Commissione Europea, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, ala Banca Centrale, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, "Verso il completamento dell'Unione bancaria", Strasburgo, 24.11.2015 (COM) 2015 587 finale.

L'insieme del pacchetto si riferisce ad azioni indicate nella Relazione dei cinque Presidenti[145] per rafforzare l'Unione economica e monetaria dell'UE. La proposta di regolamento su un sistema europeo di assicurazione dei depositi (***EDIS***)[146], è volta a creare un sistema europeo di assicurazione dei depositi potenzierà l'Unione bancaria, la protezione dei titolari di depositi bancari, accrescendo la stabilità finanziaria, oltre che ad allentare il legame fra banche ed emittenti sovrani. Riguardo quest'ultimo aspetto proprio, l'esistenza di profonde differenze fra Stati membri dell'Unione sulla questione della mutualizzazione dei rischi, ha impedito fin qui il raggiungimento di un ragionevole compromesso fra la necessità di dotare l'Unione bancaria del terzo pilastro e la ricerca di modalità appropriate perché tutti gli Stati membri e in particolare quelli con un debito pubblico più elevato siano incentivati a gestire in modo prudente i loro rischi potenziali. I Paesi del Nord Europa sono fortemente contrari a far partire il terzo

---

[145] "Completare l'Unione economica e monetaria dell'Europa", Bruxelles, 22 giugno 2015 in: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/IP_15-5240.

[146] il sistema europeo di assicurazione dei depositi (EDIS), per come proposto dalla CE nella proposta legislativa del 2015 avrà le seguenti caratteristiche:

— si baserà sul sistema esistente, costituito da sistemi nazionali di garanzia dei depositi istituiti conformemente alle norme europee; i singoli depositanti continueranno a godere dello stesso livello di protezione (100 000 euro);

— sarà introdotto in modo graduale;

— sarà sostanzialmente neutrale in termini di costi per il settore bancario; i contributi delle banche all'EDIS potranno essere dedotti dai loro contributi ai sistemi nazionali di garanzia dei depositi;

— sarà ponderato per il rischio; le banche maggiormente a rischio verseranno contributi più elevati rispetto a quelle più sicure, e questo aspetto sarà rafforzato a mano a mano che viene introdotto l'EDIS; le correzioni per il rischio saranno applicate fin dall'inizio;

— sarà accompagnato da rigorose salvaguardie: ad esempio, assicurerà solo i DGS nazionali che rispettano le norme UE e vengono istituiti in base a tali norme.

La proposta prevede un sistema che si svilupperà gradualmente in tre fasi, di cui la prima consisterà in una riassicurazione dei sistemi nazionali di garanzia dei depositi (DGS) seguita, dopo tre anni, da un sistema di coassicurazione con un progressivo aumento del contributo dell'EDIS. Come fase finale, prevista originariamente nel 2024, si dovrebbe arrivare ad un sistema europeo di assicurazione a pieno titolo. La proposta legislativa prevede una serie di salvaguardie contro "l'azzardo morale" e soprattutto i sistemi azionali potranno accedere all'EDIS solo se rispettano pienamente la normativa europea esistente.

Il 17 ottobre 2017 la Commissione ha pubblicato una Comunicazione sul Completamento dell'Unione bancaria, ella quale ha proposto delle possibili opzioni per far progredire il lavoro del PE e del Consiglio. L'idea più importante suggerita per la discussione consisteva in una più graduale introduzione di EDIS in due oppure tre fasi. Il Parlamento europeo, da parte sua, in occasione della relazione annuale 2017 sullo stato dell'Unione Bancaria ha richiamato l'attenzione sul fatto che l'Unione bancaria rimane incompleta a causa della mancanza del terzo pilastro.

Il Consiglio europeo in occasione del vertice di Giugno 2018 si pronunciò in favore della *roadmap* del 2016e sulla necessità di eseguirne le tappe secondo la sequenza ivi descritta. Ciò allo scopo di riprendere i negoziati. Al successivo Vertice europeo di Dicembre 2018, i capi di Stato e di governo dell'Ue convennero l'adozione di un ampio pacchetto sul rafforzamento dell'Unione economica e monetaria, e all'Eurogruppo del 21 gennaio 2019, i Ministri finanziari dell'Eurozona ebbero un importante dibattito sul futuro di EDIS.

Per una più completa informazione su questo tema si rinvia a: European Deposit Insurance Scheme (EDIS) Legislative train schedule |European Parliament – europa.eu: https://www.europarl.europa.eu/legislative-train/theme-deeper-and-fairer-economic-and-monetary-union/file-jd-european-deposit-insurance-scheme-(edis) .

pilastro dell'Unione bancaria prima che i governi del Sud dell'Europa non abbiano ridotto considerevolmente il debito pubblico.

Lo scopo principale consiste nella predisposizione di un quadro di regole uguali per tutti, volte a creare meccanismi di risoluzione che rendano possibile e credibile la liquidazione d'istituzioni finanziarie transfrontaliere, la gerarchia degli strumenti finanziari e la sequenza del loro utilizzo nel caso di un'ordinata procedura d'insolvenza, al fine di coinvolgere i privati nella stessa. La finalità di questo quadro di regole è di passare da un sistema di bail-out, imperniato sull'intervento dello Stato nel salvataggio di un'istituzione finanziaria (e in definitiva del contribuente), a un sistema basato sul coinvolgimento in primo luogo dei privati (bail-in) e quindi degli azionisti, degli obbligazionisti e dei titolari di depositi non garantiti, secondo una sequenza e una gerarchia ben precisa.

2.3. L'approccio europeo alla vigilanza prudenziale

La CE per iniziativa del Presidente Barroso creò un gruppo di lavoro ad alto livello guidato dal banchiere francese de Larosière allo scopo di elaborare delle raccomandazioni[147] per una revisione del quadro regolamentare. Il rapporto consegnato nel febbraio 2009 alla Commissione mette in evidenza, tra l'altro, la frammentazione pre-crisi della struttura di supervisione nell'Unione europea, all'origine della mancata capacità di reazione alla crisi.

Il nuovo quadro europeo di vigilanza in Europa proposto dal rapporto De Larosière (sostanzialmente recepito dal Consiglio europeo), fu uno dei primi impegni della settima legislatura e della seconda Commissione europea a guida Barroso. Esso è entrato in vigore nel corso del 2011 con la creazione delle tre Autorità settoriali e del

[147] Il Rapporto del Gruppo di Alto livello guidato da Jacques de Larosière, pubblicato a gennaio 2009, rimette alla Commissione europea una puntuale analisi delle cause della crisi finanziaria in atto, con indicazioni precise relative ai rimedi politici e regolamentari, rimedi a livello di vigilanza UE e rimendi a livello mondiale. Esso si struttura in trenta raccomandazioni, di cui le più importanti riguardano la supervisione prudenziale. Consultabile al seguente link: https://www.esrb.europa.eu/shared/pdf/de_larosiere_report_it.pdf?bb9e09f377e0aba84c62fc2616eab30f .

Comitato di Rischio sistemico e può essere definito a "diamante" per differenziarlo dal modello Lamfalussy.

Fonte: Masera, R., Intervento alla Convention EFPA Italia, 14-15 giugno 2012

Il modello "a diamante "di supervisione si basa essenzialmente su un'interazione ancora più stretta e incrociata fra politica economica, supervisione macro e micro finanziaria e Regolazione. La nuova architettura di supervisione europea è fondata su due pilastri: il Comitato europeo per il rischio sistemico, con sede a Francoforte, competente per la supervisione macro prudenziale dell'intero sistema finanziario e il Sistema europeo delle Autorità di vigilanza finanziaria, costituito, a sua volta, da un assetto a rete, articolato sull'integrazione e sull'interazione tra Autorità nazionali e nuove Autorità europee, competenti per settore. Le tre Autorità di supervisione settoriali sono l'Autorità Bancaria Europea (d'ora in avanti EBA, acronimo inglese di *European Banking Authority*) con sede a Londra[148], l'Autorità di Vigilanza dei Mercati mobiliari (*European Securities Market Authority*, ESMA) con sede a Parigi e, infine, l'Autorità Europea di Vigilanza delle Assicurazioni e dei Fondi Pensione (*European Insurance and Occupational Pension Authority*, EIOPA) con sede a Francoforte[149].

[148] Per effetto della Brexit la sede dell'EBA è stata trasferita a Parigi. Dal 30 marzo 2019 le riunioni ufficiali sono state spostate a Parigi, formalmente la nuova sede è operativa dal 3 Giugno 2019.
[149] Gli acronomi delle autorità europee sono stati inseriti in inglese poiché sono quelli di uso ricorrente.

Uno degli obiettivi fondamentali della supervisione europea consiste nella creazione del cosiddetto "*single rule book",* ovvero di regole uguali per tutti e soprattutto in tutti gli Stati membri, con lo scopo di: 1)evitare che nel processo di competizione siano favoriti i campioni nazionali attraendo business sui singoli mercati nazionali; 2) elevare il grado di armonizzazione e per questa via favorire l'integrazione del Mercato unico; 3) garantire un "*level playing field*", cioè di un terreno di gioco uguale per tutti gli attori di mercato, ovunque operino, che elimini le distorsioni alla concorrenza.

Il *single rule book* ha come finalità la riduzione della discrezionalità nell'attuazione ed interpretazione della normativa europea in modo tale da conseguire, nel caso dei regolamenti, direttamente applicabili negli Stati membri, un'unicità regolamentare. Il single rule book nella situazione data era l'unico strumento in grado di ristabilire la reputazione del sistema bancario europeo, fortemente deteriorata dalla crisi. Soltanto con regole comuni a tutti questa reputazione poteva essere ristabilita[150]. Il fatto che l'elaborazione di queste norme sia demandata ad autorità settoriali sovranazionali discende dalla circostanza secondo cui queste autorità sono dotate di competenze altamente tecniche e specialistiche. Dal punto di vista legale un tale ragionamento trova la sua base giuridica nella delega alla Commissione europea per l'adozione di atti non legislativi, di portata generale, volti ad integrare o modificare elementi non essenziali di provvedimenti normativi dell'Unione stabilita dall'art. 290 del Trattato sul Funzionamento dell'Ue[151], fino all'entrata in vigore della nuova architettura europea di supervisione nel 2010, nell'Unione europea si era assistito a una progressiva armonizzazione delle legislazioni nazionali nei settori, bancario, finanziario e assicurativo, attraverso il ravvicinamento delle disposizioni nazionali e l'operare del principio del mutuo riconoscimento (delle autorizzazioni e dei sistemi di vigilanza).

[150] Enria, A., Intervento del Presidente dell'EBA all'Assemblea annuale di Federcasse, Roma 22/11/2013.

[151] L'articolo 290 del TFUE recita: 1. Un atto legislativo può delegare alla Commissione il potere di adottare atti non legislativi di portata generale che integrano o modificano determinati elementi non essenziali dell'atto legislativo. Gli atti legislativi delimitano esplicitamente gli obiettivi, il contenuto, la portata e la durata della delega di potere. Gli elementi essenziali di un settore sono riservati all'atto legislativo e non possono pertanto essere oggetto di delega di potere. 2. Gli atti fissano esplicitamente le condizioni cui è soggetta la delega […].

Questo aveva consentito la protezione di specificità nazionali - conformi a quei principi - sia nella normativa primaria e secondaria che nei rispettivi meccanismi di vigilanza. Questa situazione ha avuto delle ripercussioni sull'integrazione finanziaria tra i vari paesi - in particolar modo a causa dei diversi meccanismi di cooperazione e coordinamento tra autorità nazionali - e, soprattutto, a causa della loro incapacità di garantire un'applicazione uniforme del diritto comunitario e di conseguire modelli di controllo omogenei, provocando - in ultima analisi - ricadute sui mercati e sugli ordinamenti dei vari paesi in termini di frammentarietà. Per fare fronte alla situazione, erano stati creati dei fori ad hoc e degli organismi consultivi da parte della Commissione europea[152] e del Consiglio con l'evidente scopo di valorizzare le specificità tecniche connesse alla regolamentazione finanziaria. L'esplosione della crisi sui mercati finanziari americani e l'arrivo su quelli europei, rende evi- dente l'elevato grado di connessione esistente tra i mercati, a prescindere dalla loro collocazione geografica. Conseguentemente diventa urgente l'adattamento della vigilanza europea alle nuove esigenze e diventa inoltre chiaro che non è più sufficiente riformare le legislazioni nazionali, ma occorre una nuova architettura di supervisione europea fondata su autorità europee.

In un'audizione alla Camera dei Deputati Rainer Masera, che ha fatto parte del gruppo ad alto livello de Larosière, affermò:

"[…] *la crisi finanziaria attuale nasce, in larga misura, dal supporto fornito alle banche durante la precedente crisi da molti Paesi europei. Il Rapporto del Gruppo ad alto livello sulla supervisione finanziaria nell'Unione europea, presieduto da Jacques de Larosière, è stato utilizzato dal Consiglio europeo soltanto in parte. Infatti, non è stata seguita l'indicazione a prendere in considerazione simultaneamente, secondo un approccio complessivo, supervisione macro prudenziale, vigilanza, nuovi standard di capitale e nuove regole del gioco, in particolare per quanto riguarda le agenzie di rating e i CDS sovrani. Da questo errore, nasce la grande tensione che regna sui mercati*[153].

[152] I Comitati in questione sono stati creati per iniziativa della Commissione. L'organizzazione tecnica dei lavori è assicurata dalla Commissione (nello specifico dalle Direzioni Generali)

[153] Masera, R. "Gli standard di capitale di Basilea: soluzione o concausa dei problemi di instabilità? Relazione di base predisposta per un'audizione alla Commissione VI Finanze della Camera dei Deputati, nell'ambito di un'indagine conoscitiva sulla regolamentazione europea riguardante i requisiti di capitale degli enti creditizi, Roma, 1 febbraio 2012, in: http://leg16.camera.it/461?stenog=/_dati/leg16/lavori/stencomm/06/indag/creditizi/2012/0201&pagina=s010.

Il Rapporto del Gruppo di esperti ad alto livello sulla supervisione finanziaria nell'Unione europea, presieduto da Jacques de Larosière, è stato utilizzato dal Consiglio europeo soltanto in parte. Infatti, non è stata seguita l'indicazione a prendere in considerazione simultaneamente, secondo un approccio complessivo, supervisione macro prudenziale, vigilanza, nuovi standard di capitale e nuove regole del gioco, in particolare per quanto riguarda le agenzie di rating.

Il rapporto è stato successivamente recepito dalla Commissione in maggio con una Comunicazione[154] e ha ispirato le proposte di regolamentazione rese note dalla Commissione alla fine di settembre 2010[155]. La produzione legislativa europea successivamente adottata è andata sostanzialmente in due direzioni 1) rendere più solidi e sicuri i mercati finanziari attraverso nuove regole comuni armonizzate e riformando importanti legislazioni esistenti; 2) mettere in atto un intervento legislativo più settoriale mirato a migliorare le infrastrutture dei mercati mobiliari e dell'area del post-trading in particolare[156].

L'obiettivo principale di questo processo è stato rivolto a restaurare la fiducia degli operatori e la stabilità sui mercati finanziari come bene pubblico da preservare nel tempo, attraverso u processo di riforma mirato a migliorare legislazioni esistenti, tuttavia rivelatesi inefficaci e a colmare il vuoto legislativo in questi settori non ancora regolamentati in modo appropriato. Il primo ha riguardato il mercato dei derivati e particolarmente di quelli OTC (*over-the-counter)*, che ha creato un'infrastruttura di mercato fondata sulle controparti centrali, i repertori di dati relativi alle negoziazioni, che funzionano da archivi informativi sui contratti in essere in un determinato momento, per effetto dell'obbligo di segnalazione che è stato introdotto su tutti i

[154] Commission of The European Communities, *Communication from the Commission, European Financial Supervision Brussels*, 27.5.2009 (COM (2009) 252 final).

[155] Commission of The European Communities, *Proposal for a Regulation of The European Parliament and of The Council on Community Macro Prudential Oversight of the Financial System and Establishing a European Systemic Risk Board* Brussels, COM(2009) 499/3 and the proposals for establishing a European Banking Authority, European Insurance and Occupational Pensions Authority and a European Securities and Markets Authority.

[156] I sistemi di post trading rappresentano la parte nascosta, la più complessa e costosa da implementare, di quel processo finalizzato alla custodia e al trasferimento dei titoli (e del contante) dal venditore all'acquirente. I sistemi di post trading assicurano che gli accordi di scambio siano effettivamente adempiuti.

contratti di derivati in essere, nonché requisiti prudenziali più stringenti per le CCP. Il secondo importante intervento ha riguardato la revisione della direttiva sul mercato degli strumenti finanziari (*Market in Financial Instruments Directive –MiFID)* cui è collegato un regolamento (*Market in Financial Instruments Regulation –MiFIR),*nel quale si specificano obblighi di natura regolamentare applicabili alla negoziazione in strumenti derivati OTC, nuovi requisiti per l'operatività sul mercato dei derivati (in considerazione dell'importanza da esso assunto), e per fare fronte alla forte concentrazione sull'attività in derivati su controparti centrali di taluni intermediari, prevedendo nuovi requisiti di liquidità.

2.4. Dal "*Pittsburgh Consensus"* alla trasposizione delle decisioni del G20 del 2009 nel diritto europeo

La crisi globale del 2008-2009 segna una nuova fase nel coinvolgimento del G20, tanto che nella dichiarazione ufficiale a margine del vertice di Pittsburgh, si può leggere "*the premier forum for international economic cooperation*", un salto di qualità che coincideva con un cambio di passo rispetto al passato, in favore questa volta al prevalere degli organismi politici rispetto a quelli strettamente tecnici.

Nell'estate del 2009 emerse a livello internazionale quel che l'allora commissario europeo Mc Crevy, nel corso della conferenza di presentazione della Comunicazione della Commissione europea sui mercati dei derivati[157], descrisse come "*transatlantic consensus*" sulla politica dei derivati OTC.

Intervenendo ad una pubblica iniziativa alla vigilia del G20 di Pittsburgh nel suo intervento Mc Creevy[158] fece riferimento a tre elementi molto importanti:

[157] European Commission Communication "Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets", COM (2009) 332, Brussels, 3 July 2009

[158] European Commission (24 September) 2009), "Derivatives and risk allocation", Remarks by Charlie Mc Creevy at the Derivatives Conference Speakers' Dinner

- Compensazione dei prodotti Derivati OTC standardizzati attraverso le controparti centrali. La standardizzazione è una condizione fondamentale della compensazione centrale, poiché coinvolge la responsabilità contrattuale per il flusso di cassa.
- Repertori di Dati ove segnalare le transazioni in derivati finanziari OTC, in modo da offrire ai supervisori una panoramica dei rischi nel sistema in un dato momento;
- Compensazione bilaterale più rigorosa e più sicura per quei derivati bilaterali che non potrebbero rientrare nella compensazione centrale perché troppo specifici e su misura delle necessità delle controparti. La compensazione richiede che i contratti siano relativamente semplici e solidamente valutati, sulla base di tabelle di base utilizzate per il calcolo dei margini di variazione. I prodotti illiquidi difficilmente potranno essere sostituiti in un portafoglio nel caso in cui un partecipante diretto diventi nel frattempo insolvente.

La riunione di Pittsburgh era alle porte, poiché si sarebbe svolta il giorno successivo 25 Settembre 2009, ed evidentemente Unione Europea e Stati Uniti e gli altri membri del G20 avevano già idee molto precise sul contenuto degli impegni che avrebbero sottoscritto all'indomani. Nella dichiarazione finale del G20 di Pittsburgh[159] si poteva leggere:

11. […]*We have enhanced and expanded the scope of regulation and oversight, with tougher regulation of over-the-counter (OTC) derivatives, securitization markets, credit rating agencies, and hedge funds.*[…][160]

13. . *Improving over-the-counter derivatives markets: All standardized OTC derivative contracts should be traded on exchanges or electronic trading platforms, where appropriate, and cleared through central counterparties by end-2012 at the latest. OTC derivative contracts should be reported to trade repositories. Non-centrally cleared contracts should be subject to higher capital requirements. We ask the FSB and its relevant members to assess regularly implementation and*

[159] G20 Leaders Statement: The Pittsburgh Summit, September 24-25, 2009, Pittsburgh

[160] §11.[…] *Abbiamo migliorato ed ampliato la portata della regolamentazione e della supervisione, con una regolamentazione più severa dei derivati over-the-counter (OTC), dei mercati delle cartolarizzazioni, delle agenzie di rating del credito e dei fondi hedge.*[….] traduzione non ufficiale.

whether it is sufficient to improve transparency in the derivatives markets, mitigate systemic risk, and protect against market abuse[161].

Dalla dichiarazione del G20 di Pittsburgh[162] del 23 settembre 2009, che diede vita al cosiddetto "***Pittsburgh Consensus***", ovvero il consenso sulla necessità di riformare i mercati dei derivati, iniziando dal contenimento del rischio di controparte, discendeva l'impegno a compensare tutti i derivati OTC standardizzati entro la fine del 2012.

I Paesi del G20 consapevoli della situazione di crisi che si era sviluppata negli Stati Uniti e poi successivamente propagatasi anche in Europa, al fine di porvi rimedio convergono sulla necessità di una riforma dei mercati finanziari con lo scopo di migliorare l'efficienza dei mercati finanziari e in special modo di quelli dei derivati, di ridurne la complessità, all'origine dell'opacità delle transazioni, e di converso di aumentarne la trasparenza. Tra le riforme proposte spiccava la compensazione centralizzata per tutti i contratti derivati OTC standardizzati, l'obbligo della collateralizzazione per i derivati OTC compensati a livello bilaterale o centrale.

La riforma dei mercati dei derivati OTC fu oggetto di ricerca e di valutazione di studiosi. Data l'importanza dell'infrastruttura c'era d'aspettarselo che generasse curiosità, interesse già nella fase di elaborazione e poi successivamente nel corso della fase di trasposizione negli ordinamenti delle giurisdizioni dei paesi del G20. Ecco alcune reazioni.

La riforma dei mercati OTC dei prodotti derivati imponeva ai membri compensatori delle CCP di fornire volumi elevati di collaterale a garanzia e di liquidità, sotto forma di margini iniziali, di variazione di margini e di contributi ai fondi di garanzia. *Heath et altri* (2016) hanno mostrato che queste esigenze determinano la necessità di operare

---

[161] *Miglioramento dei mercati dei derivati non quotati in borsa: tutti i contratti derivati OTC standardizzati dovrebbero essere negoziati su borse o piattaforme di trading elettronico, se del caso, e compensati attraverso le controparti centrali entro la fine del 2012 al più tardi. I contratti derivati OTC devono essere comunicati ai repertori di dati. I contratti non compensati da controparte centrale dovrebbero essere soggetti a requisiti patrimoniali più elevati. Chiediamo all'FSB e ai suoi membri competenti di valutare regolarmente l'attuazione e se sia sufficiente per migliorare la trasparenza nei mercati dei derivati, mitigare il rischio sistemico e proteggere dagli abusi di mercato*. Traduzione non ufficiale.

[162] Leaders Statement – The Pittsburgh Summit, G20, 2009, in: http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html

un arbitraggio tra il rischio di liquidità e il rischio di insolvenza, allorquando il rischio sistemico che deriva da queste due fonti di rischio è consistente per le CCP.

Markose, Giansante e Shaghaghi (2017)[163] allargano questa analisi alla parte del capitale delle CCP dedicato alle perdite, già peraltro previsto dal Regolamento EMIR (*European Market Infrastructure Regul*ation)[164]. I suddetti autori, i quali utilizzano dati relativi a 40 banche d'importanza sistemica mondiale (*G-SIB)*, sostengono che dinanzi all'aumentare dei contratti di derivati oggetto di compensazione centralizzata, propongono di valutare il rischio sistemico che deriva dall'eccessiva interconnessione fra le CCP e dalle dimensioni di molte di esse, tali da renderle istituzioni finanziarie sistemiche troppo interconnesse per fallire (*too-interconnected-to-fail)*. I tre citati autori affrontano la questione della determinazione dei requisiti di capitale delle CCP, rispetto a uno specifico supplemento di capitale che viene definito SIG (*skin-in-the-game)* previsto nella regolamentazione EMIR, corrispondente alla prima parte di capitale dedicato alla copertura delle perdite delle CCP super sistemiche. L'obiettivo dei sopra citati autori è quello di valutare il sistema di reti ibrido, poiché basato tanto sulla compensazione bilaterale che su quella centralizzata, attraverso i dati presentati nel rapporto del Gruppo di valutazione macroeconomica creato in seno alla Banca dei Regolamenti Internazionali (2013). Dallo studio viene fuori che delle 40 G-SIB nel 2012, cinque CCP compensano ciascuna uno dei cinque più importanti e diffusi prodotti derivati (derivati su tassi d'interesse, derivati su cambi, derivati su azioni, derivati di credito e derivati su commodities). *Heath et altri* (2016)[165] sostengono le riforme mirano a ridurre l'interconnessione e a migliorare la gestione del rischio di controparte nei mercati dei derivati. Allo stesso tempo, tuttavia, con l'introduzione della compensazione centrale, necessariamente si realizza la concentrazione del rischio in uno o in alcuni nodi della rete finanziaria, che determinerà un aumento della

[163] Markose, S. M., Giansante, S., and Shaghaghi, A.R., *"A systemic Risk assessment of OTC derivatives reforms and skin-in-the-game for CCPs"*, in Financial Stability Review, vol. 21, Apr. 2017 pages 111-126

[164] Regolamento (UE) n.648/2012 sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni.

[165] Heath, A., Kelly, G., Manning, M, Markose S., and Shaghaghi A., R., (2016) "CCPs and network stability in OTC derivatives markets", Journal of Financial Stability, 2016.

domanda di attività di alta qualità per soddisfare i requisiti di garanzia. Gli autori sulla base di loro studi precedenti di Heath et al. (2013) e Markose (2012)[166], confermano l'opinione secondo cui la concentrazione del rischio nelle controparti centrali potrebbe generare instabilità se non è gestita in modo adeguato. Tuttavia, il mantenimento delle risorse finanziarie prefinanziate della CCP conformemente alle norme internazionali possono limitare il potenziale della CCP di trasmettere stress anche in condizioni di mercato estreme la concentrazione del rischio nelle controparti centrali potrebbe generare instabilità se non è gestita in modo adeguato.

Il mercato dei derivanti in entrambi i versanti dell'Atlantico è dominato da nove grandi CCP che controllano l'80% del mercato (*Valiante*, 2010)[167]. Questa considerevole concentrazione è dovuta ai costi impliciti e ed espliciti per la partecipazione alla CCP e l'impatto della profittabilità costituisce un fattore determinate per questi campioni internazionali, così come sulla riduzione del rischio sistemico. Per K. Lannoo (2015) la questione irrisolta continua ad essere se il rischio è meglio controllato se multilateralizzato e internalizzato nella CCP oppure se in questo modo si stanno creando più grandi rischi.

Nel recente studio della Banca dei regolamenti Internazionali (2018)[168] su 26 CCP, pubblicato a un anno di distanza dal primo rapporto su questo tema, viene in evidenza che: Le risorse ascrivibili al contributo prefinanziato al fondo di garanzia di una CCP sono concentrate in un piccolo numero di grandi per dimensioni CCP, le esposizioni delle CCP sono concentrate fra un piccolo numero di entità, le relazioni fra CCP tra di loro variano, da un grado elevato di connessione a un grado molto basso, un numero limitato di CCP tende di dominare la messa a disposizione di ognuno dei servizi fondamentali richiesti dalla CCP, infine i membri compensatori e i membri compensatori affiliati son importanti fornitori di servizi fondamentali richiesti dalle CCP e ciò determina che una singola CCP abbia in essere diversi tipi di relazioni con

[166] Markose, S., "Systemic Risk from Global Financial Derivatives IMF Working Paper 12/282, 2012.
[167] Valiante, D., "Shaping Reforms and Business Models for the OTC Derivatives Market: Quo Vadis?" in: *ECMI Research Report No. 5,* 2010.
[168] BIS, FSB, OICV-IOSCO: "*Analysis of Central Clearing Interdipendencies*", 9 August 2018.

altre CCP simultaneamente. Nello studio, viene anche in evidenza che è in diminuzione la concentrazione delle attività dei clienti delle CCP.

In risposta agli eventi del 2007-2009, i leader dei paesi industrializzati del gruppo del G20 decidono di rendere obbligatoria la riforma della struttura e della trasparenza dei mercati dei derivati OTC, attraverso l'introduzione dell'obbligatorietà della compensazione centrale di tutti i contratti di derivati OTC standardizzati. Si trattava già allora di mercati molto importanti poiché essi sono utilizzati tanto dalle imprese, che dalle società d'investimento, allo scopo di fare fronte ai rischi finanziari. Nel 2013, il Financial Stability Board (FSB) in un rapporto rese noto che alla data della fine di febbraio 2013, erano in atto contratti di *Interest Rate Swaps* pari a circa 158 trilioni di Dollari $ e oltre 2,6 trilioni di $ in contratti di derivati OTC compensati da CCP, rappresentanti rispettivamente il 41% e il 12% del totale del valore nozionale[169] di contratti derivati in circolazione[170].

La proposta di regolamento della Commissione europea sui derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati[171], sarebbe stata presentata circa un anno dopo il G20 di Pittsburgh. In essa la Commissione rivelava la creazione ex novo nell'Unione europea di una Infrastruttura di mercato dei derivati OTC, in cui: la compensazione centrale veniva considerata il più importante strumento per gestire i rischi di controparte, e proprio in ragione della importanza sistemica delle CCP, la futura legislazione in materia dell'UE avrebbe dovuto eliminare le discrepanze esistenti fra le legislazioni nazionali e assicurare la sicurezza, la solidità e l'appropriata governance delle CCP. La proposta legislativa avrebbe previsto l'obbligatorietà della compensazione dei derivati OTC standardizzati in sedi organizzate come definite dalla MIFID e la compensazione centralizzata di tali derivati in linea con le dichiarazioni del

[169] Il valore nozionale è l'importo nominale dell'attività, del tasso di riferimento o dell'indice sottostante uno strumento finanziario derivato. È diverso dal valore di mercato che deriva dalla rete dei rispettivi obblighi dell'acquirente e del venditore del contratto, che rappresenta il costo di sostituzione di un determinato contratto transato ad un determinato prezzo in qualsiasi momento.

[170] Financial Stability Board, (2013) p. 36.

[171] Commissione europea, "Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio sui derivati OTC, la compensazione centrale e i repertori di dati sulle negoziazioni", COM (2010) 484 finale, Brussels, 15.09.2010.

G20. La Commissione avrebbe lavorato a stretto contatto con l'industria e con gli Stati Uniti allo scopo di definire quali contratti avrebbero potuto essere definiti standardizzati, tenendo conto delle specificità dell'UE. La Commissione era del parere che non per tutti i contratti derivati era auspicabile fossero standardizzati, ma nel caso in cui sarebbero stato compensati bilateralmente, regole più stringenti sarebbero state definite in materia di requisiti di capitale (che verrà poi fatto nella CRD4). Allo scopo di favorire una più grande trasparenza la Commissione supportava la piena obbligatorietà della segnalazione di tutte le transazioni ai Repertori di dati sulle negoziazioni.

La conclusione del mandato della Commissione Barroso nell'autunno 2009 non aveva significato l'abbandono del lavoro fin li fatto dalla DG MARKT della Commissione europea, più direttamente interessata in materia, anzi con l'arrivo del nuovo commissario M. Barnier l'attività della Commissione europea nella direzione di mercati finanziari più solidi e sicuri ricevette un nuovo e vigoroso impulso.

Possiamo concludere questo capitolo con l'affermazione secondo cui la legislazione europea posta in essere a partire dal 2009-2010 per fare fronte alla crisi è stata essenzialmente una legislazione di adempimento agli impegni del G20 di Londra e di Pittsburgh del 2009. L'Unione europea ha implementato le decisioni adottate dal G20 e i principi adottati dai principali regolatori internazionali attraverso l'implementazione delle Quattro libertà fondamentali alla base del Mercato Interno (libertà di movimento delle persone, dei capitali, delle merci e dei servizi) e negli anni più recenti con uno sguardo focalizzato sull'avanzamento della creazione dell'Unione dei Mercati dei Capitali[172].

[172] Nel 2015 la Commissione europea con l'adozione del Piano d'azione sulla creazione di una Unione dei Mercati dei Capitali, riconosce la necessità di una maggiore azione in quest'area incluso: la revisione del processo che ha portato allo smantellamento delle barriere Giovannini, 2) monitoraggio dei mercati assicurando che la legislazione sia in linea con i nuovi sviluppi.

Capitolo Terzo

La centralità delle Infrastrutture finanziarie di mercato per la stabilità del sistema finanziario e il buon funzionamento dei Mercati dei derivati

3.1 Cosa sono e a cosa servono le infrastrutture Finanziarie di Mercato

Le infrastrutture finanziarie di mercato (IMF) costituiscono la spina dorsale dei mercati finanziari poiché dalla loro solidità dipende l'efficienza e la resilienza dei mercati finanziari. Dopo la fase di negoziazione e di esecuzione di una transazione finanziaria in un mercato regolamentato o altre sedi di negoziazioni (come definite in MIFID1 e II[173], quantomeno nel panorama dell'UE) ulteriori processi sono necessari per portare a buon fine una transazione finanziaria o un contratto derivato, e questo implica l'intervento nel segmento del post-mercato di fornitori di servizi di pagamento, regolamento, compensazione e consegna dei titoli. Compensazione e regolamento implicano rispettivamente l'intervento delle Controparti centrali e dei sistemi di regolamento e un depositario centrale che assicuri che le obbligazioni derivanti dal contratto siano onorate e con il minor rischio di esecuzione per le controparti e nel modo più efficiente possibile.

A seguito della crisi uno dei più importanti cambiamenti registrati sul piano della regolamentazione finanziaria ha riguardato un incremento dell'attenzione dei regolatori sulle infrastrutture finanziarie allo scopo di mitigare i rischi che in esse si creano, e di prevenire il problema che dal fallimento di un'istituzione finanziaria o all'interno di un'infrastruttura finanziaria possano provocare conseguenze su altre istituzioni o di un partecipante diretto all'interno delle infrastrutture finanziarie.

---

[173] Direttiva 15 Maggio 2014, n.2014/65/UE "Markets in Financial Instruments Directive II" accompagnata da un Regolamento *self executing*, il Regolamento 15 Maggio 2014 n. 600 "*Markets in Financial Instruments Regulation*" MIFIR. Qui ci limiteremo ad elencare le sedi di negoziazione ed esattamente: 1) Mercati regolamentati, 2) Sistemi Multilaterali di negoziazione -*MTF Multifrequency Trading Facilities*, e 3) Internalizzatori Sistematici, peraltro già previsti in MIFID I, cui è stata aggiunta una nuova categoria, quella dei sistemi organizzati di negoziazione *OTF -Organised Trading Facility.*

Infatti, a seguito della recente crisi finanziaria, per la prima volta le infrastrutture finanziarie di mercato vengono viste come un sistema strutturato e non più come singole componenti, ma come insieme di componenti interconnessi con coerenti regolamenti e misure, differenziate per vari gruppi di entità che interagiscono nel mercato finanziario, per differenti prodotti finanziari , cosi come per differenti tipi di rischi finanziari che comportano (rischio di controparte, di liquidità, e rischio sistemico)[174].

Le Infrastrutture finanziarie di mercato, per loro stessa natura hanno una connotazione globale e con la crisi finanziaria del 2007-2008 è divenuta evidente la loro natura sistemica, per quanto abbiano retto all'urto della crisi. L'approccio globale adottato all'interno del G20 nel 2009 e successivamente sviluppato nelle economie più sviluppate del mondo, ha fatto sì che le infrastrutture finanziarie di mercato diventassero sempre più resilienti rispetto al fallimento di alcuni dei loro più importanti partecipanti diretti.

Alcuni aspetti teorici prima dell'analisi delle IFM, ci aiuteranno a comprendere meglio taluni aspetti legati anche innanzitutto alla definizione e alle funzioni delle IMF. L'emergente teoria delle IFM deriva sostanzialmente dalla teoria economica della infrastruttura, di cui uno dei pionieri è stato Brett Frischmann[175]. Senza addentrarci molto in questa trattazione, in questa sede ci limiteremo a riprendere alcuni spunti utili per la nostra ricerca e nella fattispecie quelli utili per farci avanzare nell'approfondimento delle Infrastrutture finanziarie di mercato. In un suo importante articolo, Frischmann definisce le risorse infrastrutturali dal lato della domanda individuando tre criteri: 1) le risorse possono essere consumate in modo non concorrente; 2) la domanda sociale per le risorse è guidata dall'attività produttiva a valle che richiede la risorse come input del processo produttivo; e 3) la risorsa può essere usata come input in una vasta gamma di prodotti e servizi, incluso beni privati,

[174] Pavlat, V., « On Financial MARKET Infrastructures », in Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe, Nr. 226 -2015.
[175] Frischmann, B., M., "*An Economic Theory of Infrastructure and Commons Management*", Minnesota Law Review, 04/13/2005.

pubblici e prodotti non commerciabili. Il primo criterio si focalizza sul consumo ed essendo fissato unicamente sulla non rivalità. In altri termini la non rivalità apre le porte ad un accesso diffuso alle risorse, quindi ad una condivisione, e all'uso produttivo delle stesse. Il secondo e terzo criterio è focalizzato sulla maniera in cui le risorse infrastrutturali creano valore sociale. Frischmann individua tre tipologie di infrastrutture: 1) infrastrutture puramente commerciali, 2) infrastrutture pubbliche e 3) infrastrutture sociali. Per l'infrastruttura commerciale di natura privata, la teoria economica di base prevede che la produzione sia organizzata in mercati concorrenziali e i mercati dovrebbero funzionare bene e creare in modo efficace informazioni sulla domanda dell'input organizzati, 2) gli attori di mercato dovrebbero esser capaci di processare efficacemente queste informazioni, 3) la domanda sarà soddisfatta efficientemente. L'importante sarà mantenere la concorrenza nei mercati di produzione. I primi due punti sono alla base di uno dei famosi argomenti fatti da Coase nella "Controversia sui costi marginali" (1946). In cui Coase ha sostenuto che i governi non dovrebbero favorire l'accesso del pubblico ai servizi pubblici (monopoli naturali) attraverso sussidi, allo scopo di mantenere i prezzi a carico dei consumatori a costi marginali. Frischmann concorda con Coase al riguardo di questo aspetto poiché lo ritiene pertinente alla domanda di infrastrutture puramente commerciali.

La teoria delle Infrastrutture finanziarie di mercato, derivata dalla teoria delle Infrastrutture di mercato, si compone a sua volta, di tre elementi principali: i) la definizione, ii) gli obiettivi qualitativi, e iii) le tipologie e classificazioni.

Esiste, inoltre, una forte interdipendenza fra lo sviluppo dei mercati finanziari (FM)e quello che ha riguardato di recente le IMF, poiché sia i mercati finanziari che le infrastrutture finanziarie di mercato sono strutture complesse composte da differenti parti, di cui alcune si sviluppano più velocemente di altre, e questo sviluppo irregolare di parti differenti è la causa di cambiamenti strutturali in differenti elementi che si influenzano a vicenda. Inoltre, gli attuali elementi alla base della teoria delle IFM sono derivati dalla teoria dei Mercati finanziari. Un esempio è dato dallo sviluppo di nuovi segmenti di mercati che ha portato alla creazione di componenti più recenti nella filiera

delle IMF, basti pensare alla diffusione della componente FinTech, oppure all'espansione dei mercati dei derivati. La quale espansione ha posto, tra l'altro, il problema relativo alla gestione dei rischi dei volumi crescenti di contratti di derivati in essere[176].

Non esiste una definizione univoca di IFM, universalmente riconosciuta e accettata, quelle che scopriamo in letteratura e nella regolazione a volte può essere troppo larga fino a comprendere anche le borse valori[177], che sono infrastrutture parti integranti del segmento mercato, e altre volte la lista è molto più ristretta, come nel caso della definizione adottata nei Principi fondamentali dalla OICV- IOSCO nel 2012, che invece contempla unicamente Infrastrutture che offrono servizi di post-mercato. In questa ricerca, pur tenendo conto delle varie definizioni esistenti faremo riferimento a quella adottata dalla OICV-IOSCO nei PFIM, poiché è quella che il legislatore europeo ha adottato nel Regolamento EMIR.

L'analisi ai fini della ricerca avrà inizio dalla definizione di IFM e in accordo con Pavlát utilizzeremo la definizione seguente: Le infrastrutture finanziarie di mercato possono essere definite nel modo seguente: 1) come insieme di condizioni tecniche e materiali necessarie per il funzionamento dei mercati finanziari; 2) come un insieme di attività, che devono essere svolte allo scopo di permettere la negoziazione di attività finanziarie nei mercati finanziari; 3) come insieme di istituzioni e organizzazioni necessarie per un funzionamento regolare dei mercati finanziari. Questa è una definizione puramente accademica. Nella pratica regolatoria la definizione cui si ricorre è quella della IOSCO.

---

[176] Pavlát, V., op., cit., pag. 41

[177] Nell'ordinamento svizzero ed esattamente nella Legge federale sulle infrastrutture del mercato finanziario e il comportamento sul mercato nel commercio di valori mobiliari e derivati (Legge sull'infrastruttura finanziaria, LInFi), nell' Art**. 2:** Definizioni Ai sensi della presente legge s'intende per *infrastruttura del mercato finanziario* 1) una borsa (art. 26 lett. b), 2. un sistema multilaterale di negoziazione (art. 26 lett. c), 3. una controparte centrale (art. 48), 4. un depositario centrale (art. 61), 5. un repertorio di dati sulle negoziazioni (art. 74), 6. un sistema di pagamento (art. 81), in: https://www.admin.ch/opc/it/classified-compilation/20141779/index.html

Il concetto di IFM dello IOSCO cui faremo riferimento sarà quello contenuto nei "***Principles for Financial Market Infrastructures***"[178] – d'ora in avanti ***Key Principles***-, promossi a livello internazionale dal FSB nel 2012 assieme alla OICV-IOSCO. Si tratta di ventiquattro principi fondamentali, destinati ad essere rilevanti e critici per la stabilità, la robustezza e il buon funzionamento del sistema finanziario nel suo insieme. Suddivisi per aree specifiche, alcuni riguardano più da vicino le Infrastrutture finanziarie di Mercato in generale, altri si focalizzano su specifiche IFM. I Principi fondamentali hanno rimpiazzato le raccomandazioni e i principi che si applicavano precedentemente alle IMF. Le nuove norme hanno rafforzato considerevolmente gli standard di gestione del rischio di credito e del rischio di liquidità e introdotto nuove esigenze nel campo del rischio operativo[179].

I Principi fondamentali innanzitutto delineano le definizioni a cominciare da quella di Infrastruttura Finanziaria di Mercato, definita come "***Sistema multilaterale fra istituzioni partecipanti, incluso l'operatore del sistema, usato per la compensazione, il regolamento di pagamenti, strumenti finanziari, derivati o altre transazioni finanziarie***"[180].

---

[178] Bank for International Settlements, OICV-IOSCO: "*Principles for Financial market Infrastructures", Basel, April 2012.* Senza addentrarsi nella trattazione specifica di tutti i principi i ventiquattro principi, essi riguardano: Organizzazione generale, la gestione del rischio di credito e di liquidità, Regolamento, Depositari Centrali e sistemi di regolamento e scambio di valore, Gestione del fallimento, Rischio commerciale generale e gestione rischio operativo, Accesso, Efficienza, Trasparenza, Responsabilità delle banche centrali, regolatori di mercato e altre rilevanti autorità per le Infrastrutture di Mercato. Questi principi sono applicabili a differenti tipi di IMF, molti di essi si applicano a più IMF contestualmente. Così come ce ne sono alcuni rilevanti unicamente per una IMF.

[179] Kono M., « *Vue d'ensemble des travaux conduits à l'échelle internationale pour une réforme des marchés des produits dérivés de gré à gré et défis restant à relever* » in Banque de France Revue de la stabilité financière N. 17 Avril 2013, pag. 39.

[180] OICV-IOSCO, "*Principles for Financial Market Infrastructures", April 2012, in:* https://www.fsb.org/2012/04/cos_120418/

Al riguardo della definizione di IFM occorre da subito fare due importanti precisazioni. La prima riguarda il fatto che nel suddetto rapporto si fa espressamente riferimento a: Importanti Sistemi di Pagamento, Depositari centrali, Sistemi di Regolamento di titoli, Controparti Centrali, ai Repertori di Dati , che rispettivamente svolgono le funzioni di sistema di pagamento, deposito di titoli, regolamento di titoli, compensazione centrale, e repertorio di dati relativi alla politica monetaria, transazioni finanziarie, tra i quali pagamenti, strumenti finanziari, strumenti derivati finanziari, strumenti derivati aventi ad oggetto commodities ; 2) che talune di queste funzioni, quali la compensazione centrale e il regolamento dei titoli sono svolte altresì dalle borse valori, piattaforme di negoziazione o di esecuzione o sistemi multilaterali che non rientrano formalmente nel perimetro della definizione contenuta nel rapporto "*Principles for Financial Market Infrastructures".* Tuttavia, e le autorità competenti possono decidere all'interno della propria

Le Infrastrutture Finanziarie di Mercato comprendono i Sistemi di Pagamento[181] -, i Depositari Centrali[182] (*Central Security Depository* - CSD in inglese -), Sistemi di Regolamento dei Titoli[183] (*Securities Settlement Systems* -SSS in inglese), Repertori di Dati[184] (*Trade Repositories* -TR in inglese-) e le Controparti Centrali (*Central Counterparties* - CCP in inglese-).

Il concetto di FMI definito nei "***Key Principles***" focalizza l'attenzione su sistemi e istituzioni che riguardano direttamente il mercato finanziario, con l'intento di limitare i rischi finanziari di entità che agiscono nel sistema finanziario ed è in linea con i problemi scaturiti dalla recente crisi finanziaria.

Le IFM possono essere distinte tenendo conto: 1) della specifica filiera dei servizi finanziari in cui operano o dell'industria del settore dei valori mobiliari; 2) delle entità che forniscono servizi alle differenti tipologie di IFM; 3) al tipo di attività svolta; 4) alle dimensioni geografiche; 5) alla grandezza; 6) alla partecipazione pubblica; e infine 7) in base al carattere legale o meno (*shadow banking*).

In senso economico il termine "Infrastrutture" si riferisce a istituzioni che consentono lo scambio di informazioni o diritti fra agenti. Le IFM specificatamente sono alla base del funzionamento dei Mercati finanziari e per tale motivo sono al centro dell'attenzione dei legislatori e dei regolatori, poiché esse presentano caratteristiche tali da garantire il funzionamento agevole dei mercati finanziari. Le caratteristiche economiche delle IFM fanno di esse un archetipo per le situazioni di fallimenti di

giurisdizione di applicare parte o tutti i 24 principi in essi contenuti alle infrastrutture non formalmente indicate nella definizione e a cui il rapporto si riferisce.

[181] La definizione di Sistema di Pagamento contenuta nei *Principles for financial market infrastructures* è la seguente:" un insieme di strumenti, procedure, e regole per il trasferimento di fondi fra partecipanti"

[182] La definizione di Depositari Centrali di strumenti finanziari contenuta nei *Principles for financial market infrastructures* è la seguente: CDS fornisce conti di titoli, servizi di custodia di titoli, e servizi, e può includere l'amministrazione di azioni riferite all'amministrazione di operazioni societarie e redenzione, e gioca un importante ruolo nell'assicurare l'integrità delle emissioni di strumenti finanziari".

[183] La definizione di Sistema di Regolamento degli strumenti finanziari contenuta nei *Principles for financial market infrastructures* è la seguente: "Un sistema di Regolamento abilita gli strumenti finanziari ad essere trasferiti e regolati da sulla base di un insieme di regole predeterminate".

[184] La definizione di Repertori di dati contenuta nei *Principles for financial market infrastructures* è la seguente: "un "TR repertoria in un database elettronico centralizzato i dati relativi alla transazione, la quale può servire per accrescere la trasparenza di informazioni su transazioni rilevanti pe le autorità e il settore pubblico, promuovendo stabilità finanziaria e supportando la individuazione e la prevenzione di abuso di mercato".

mercato, nei quali i meccanismi di formazione dei prezzi diventano incapaci di catturare pienamente i costi e i benefici delle attività e giungere ad un'allocazione ottimale delle risorse. L'analisi economica sul funzionamento delle IFM può essere fatta ricorrendo agli strumenti sviluppati nel campo delle economie di rete (particolarmente nel campo delle comunicazioni) In accordo con Economides la rete può essere definita come un insieme di collegamenti che collegano "nodi", i cui diversi componenti funzionano in modo complementare[185]. Questa definizione può essere estesa a tutte le IFM che sono concepite per stabilire un legame fra partecipanti (nodi) attraverso il collegamento con lo stesso sistema tecnico, attraverso cui si realizza il servizio desiderato. Generalizzando, secondo Curien (2005), le reti possono essere comprese attraverso due differenti prisma; un primo prisma tecnico, secondo cui esse concretizzano un'interconnessione di componenti allo scopo di trasportare flussi di attività o di informazioni, e un prima economico il quale funge essenzialmente per consentire l'intermediazione economica[186]. Secondo Economides, le reti presentano esternalità positive di consumo e produzione o più brevemente esternalità di rete, le quali consistono nel fatto che il valore di un'unità di un bene aumenta con il numero delle unità vendute, o per meglio dire il valore di un'unità di un bene aumenta con l'aumento atteso delle unità da vendere. Nello specifico le reti di scambi finanziari presentano esternalità indirette di rete e queste esternalità sorgono in due modi: 1) nell'atto dello scambio di beni e di attività, che costituisce la tipica modalità in cui si manifestano le esternalità nelle IFM, oppure 2) nella matrice di servizi verticali di una transazione finanziaria. Questi servizi verticali includono i servizi di broker e non sono dissimili dalle esternalità che emergono in altri mercati verticalmente correlati[187].

I sistemi finanziari presentano esternalità positive legate alla grandezza, nel senso che la dimensione crescente del mercato aumenta l'utilità attesa di tutti i partecipanti. In altri termini un'alta partecipazione di operatori in entrambi i lati del mercato

[185] Economides, N, The economics of networks" International Journal of Industrial organization, 1996
[186] Curien, N., « Economies des réseaux », La Découverte, 2005.
[187] Economides, N., *op., cit*., pag 679.

diminuisce la varianza del prezzo attesa e aumenta l'utilità attesa dell'avversione al rischio degli operatori.

In letteratura si distinguono due approcci e due filoni nello studio delle esternalità di rete. Il primo approccio denominato "macro" assume che le esternalità esistono e tenta di modellare le loro conseguenze. Questo approccio prevalente negli anni Ottanta ha dato solidi risultati. Economides, economista riconosciuto come uno dei padri fondatori della "***Network Theory***",[188] cioè la teoria basata sui modelli di " rete", un metodo che cerca di cogliere il meccanismo del contagio finanziario ponendo al centro dell'analisi la rete di relazioni che intercorrono fra i diversi attori del mercato di riferimento, definisce il secondo approccio "micro" poiché si pone l'obiettivo di individuare il percorso delle esternalità di rete, ed è particolarmente adatto a definire la struttura di mercato[189].

Le Infrastrutture finanziarie di mercato presentano due principali categorie di esternalità positive o negative correlate al loro potenziale impatto sulla stabilità finanziaria, e sono definite esternalità di rete o di "club". Le esternalità positive sono collegate alla stabilità finanziari e riguardano il contributo che le IFM possono apportare alla stabilità finanziaria dovuta alla loro natura sistemica, la quale giustifica l'intervento pubblico delle autorità competenti che obbligano il ricorso ad esse in certi casi. Come nel caso di EMIR, che introduce, tra l'altro, l'obbligo di segnalazione delle transazioni in derivati ai repertori di dati. Ciò aumenta la trasparenza dei mercati dei derivati, poiché attraverso la divulgazione dei dati, consente di valutare i rischi che le esposizioni in derivati possono porre alla stabilità del sistema finanziario. EMIR ha

[188] L'analisi dei modelli di rete rientra tra i metodi di individuazione e quantificazione del rischio sistemico, e costituisce uno dei meccanismi utilizzati nelle regolamentazioni che riguardano i mercati finanziari. La diffusione dello shock causato dal *trigger event* nella recente crisi finanziaria ha ulteriormente sviluppato la convinzione che l'analisi delle relazioni tra attori del mercato finanziario dovessero costituire una fonte di maggiori attenzioni. Il termine Network può essere definito come una struttura sociale costituita da individui o organizzazioni che possono essere chiamati "nodi", questi nodi sono strettamente connessi tra di loro da forme di interdipendenza e da interazioni che nel campo degli scambi economici e finanziari assumono una fondamentale importanza, poiché da come si creano e da come vengono gestite dipende la resilienza dell'intero sistema economico e finanziario.

[189] Per una più ampia trattazione si rinvia a: Kanz and Shapiro (1985), Economides (1993), Economides (1996) e Economides and Immelberg (1995).

introdotto un altro e forse più importante obbligo: la compensazione multilaterale su controparte centrale di talune categorie di transazioni in derivati OTC.

Le esternalità negative sono collegate alla stabilità finanziaria poiché giocano un ruolo chiave nella diffusione del rischio a livello globale e, di conseguenza, riguardano, i potenziali rischi sistemici che dalle IFM possono derivare e quindi alla stabilità finanziaria, in ragione della loro natura sistemica. Ciò spiega il perché le IFM siano soggette ad una regolazione solida finalizzata ad assicurare che le IMF, gli operatori prendano in conto i rischi che esse possono generare per il sistema finanziario nel suo insieme.

Questa preoccupazione è stata inserita sotto forma di disposizioni sulla governance contenuti nei Principi per IFM, di cui il principio 2 Governance: "*una Infrastruttura finanziaria di mercato dovrebbe disporre di dispositivi di governance chiari e trasparenti, promuovere la sicurezza e l'efficienza della IFM e sostenere la stabilità del sistema finanziario più ampio oltre a considerazioni di interesse pubblico*". Tuttavia, non si può escludere che le esternalità generate dalle IFM possano essere considerate alla stregua dei beni pubblici, il rischio dovuto a possibili comportamenti free rider, di quegli operatori a livello dell'industria nel suo insieme, conduca a livelli di gestione sub-ottimali. Questo rischio è accentuato dall'azzardo morale che è indotto dalla fiducia dei partecipanti al mercato che le pubbliche autorità intervengano per salvare entità di importanza sistemica, poiché troppo grandi o troppo interconnesse per poter fallire.

Le esternalità di rete derivano dal fatto che l'utilità di un partecipante singolarmente considerata è correlata al numero di partecipanti alla rete, in altri termini la decisone di un utilizzatore (nel caso specifico alla infrastruttura finanziaria di mercato) di unirsi alla rete corrisponde ad un altro tipo di esternalità positiva. Questo effetto come indicato in Katz e Shapiro[190] (1994) può essere diretto o indiretto. È diretto nel caso in cui la connessione di nuovi utilizzatori riguarda direttamente l'utilità di altri

[190] Kantz M., Shapiro, C., "*Systems Competition and Network Effects",* The Journal of Economic Perspectives, 1994.

utilizzatori, consentendo loro di essere collegati ad un numero maggiore di controparti. Indirettamente nel caso in cui il numero di utilizzatori della rete conduca a un miglioramento nelle caratteristiche dell'offerta di rete o forniture di ben i servizi complementari tali da rendere la rete più attrattiva per i singoli prestatori di servizi. Conseguentemente, come risultato di questi effetti da reti l'adozione delle decisioni degli utilizzatori sono collegate al numero attuale e atteso di IFM. Per queste ultime, c'è tuttavia il rischio legato alla dimensione ottimale delle reti, in condizioni di equilibrio può essere più piccola della sua dimensione sociale ottimale. Nell caso della compensazione centrale e del regolamento, le esternalità di rete derivano principalmente dal risparmio di tempo derivante dal trattamento delle operazioni, mentre l'introduzione di meccanismi di compensazione riduce i costi opportunità associati ai requisiti di capitale.

Uno dei ruoli fondamentali delle IFM è quello relativo alla capacità di offrire alla comunità degli operatori finanziari un unico punto di elaborazione delle negoziazioni, che in precedenza è stato generato in luoghi differenti. Offrendo agli operatori finanziari la possibilità di esternalizzare ad un unico punto quello che in precedenza veniva svolto in modo disgiunto, le IFM generano economie di scala. Ciò perché i costi fissi per le IMF sono considerevoli e indipendenti dai volumi d'affari. Gli alti costi fissi associati ai bassi costi variabili significano che la media dei costi per utilizzatori generalmente diminuisce con l'aumentare del numero degli utilizzatori. Da questo processo si generano economie di scala, ovvero incrementi di profitti derivanti dal fattore lavoro, attraverso la ripetizione di certe funzioni, altrimenti definiti effetti di apprendimento. Le IFM possono generare economie di scopo allorquando si verificano situazioni dove è effettivamente più conveniente produrre congiuntamente più tipi di beni o servizi attraverso un'unica impresa, di quanto non sia utilizzare operazioni separate.

Le economie di scala e di scopo, legate alla dimensione e all'integrazione verticale e orizzontale delle IFM, sono particolarmente elevate negli Stati Uniti e ciò in ragione della elevata concentrazione ivi esistente fra IMF operanti nel post-mercato,

diversamente da quanto si è realizzato nell'UE a causa della particolare frammentazione che li caratterizza, nonostante il processo di consolidamento che ha riguardato sia le borse valori che le controparti centrali e i depositari centrali nel corso del primo decennio di questo millennio[191]. Li and Marinč, in un loro studio, in cui si focalizzano sia sulla fase di mercato che in quella di post mercato, affermano che stimando separatamente le economie di scala e di scopo nei depositari centrali, nelle controparti centrali e nelle borse valori, può risultare che la stima di queste economie possa essere errata oppure si possa giungere alla fine ad una sottostima delle stesse. Tuttavia, anche quando tale analisi riguarderebbe principalmente le borse di piccole dimensioni e escluderebbe quelle più grandi e potenzialmente più efficienti che si diversificano in custodia, regolamento o compensazione, con conseguente sottovalutazione dell'economia di scala, non si raggiungerebbe una stima adeguata delle economie di scala. In alternativa, si potrebbe analizzare insieme solo le borse e le borse che si diversificano in altre attività. In tal modo, manca un punto di riferimento per valutare come la diversificazione in altre attività incida sulle economie di scala e sugli incrementi di efficienza. Partendo dunque da una valutazione delle economie di scala e di scopo all'interno delle IFM, tenendo conto dei benefici che da una integrazione verticale può derivare, e analizzando se l'efficienza delle IMF. Tale analisi ha riguardato principalmente le borse di piccole dimensioni e escludendo le borse più grandi e potenzialmente più efficienti che diversificano ii propri servizi anche in custodia, regolamento o compensazione, con conseguente sottovalutazione dell'economia di scala. per valutare come la diversificazione in altre attività incida sulle economie di scala e sugli incrementi di efficienza. Hanno analizzato se l'efficienza delle IFM influisce sul rischio sistemico nel sistema finanziario e sul livello di sviluppo del sistema finanziario, poiché il buon funzionamento dell'FMI è fondamentale per la stabilità e l'efficienza del sistema finanziario in generale. E, infine, verificato se

[191] Li, S., and Marinč, M., "*Economies of Scale and Scope in Financial Market Infrastructures*", pagg. 1-2, in : Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, September 13, 2017.

l'ampliamento della gamma di prodotti coperti dai fornitori di FMI può comportare la concentrazione del rischio sistemico nella IFM.

Li and Marinč giungono alle seguenti conclusioni[192]:

- L'analisi conferma l'esistenza di un'economia di scala sostanziale nelle IMF. Utilizzando il modello a ingressi multipli e a uscite multiple per misurare l'elasticità media della scala dei costi, gli autori, rilevano che il costo operativo aumenta solo del 21,54 % se il numero di transazioni e il valore delle transazioni sono raddoppiati.
- Le economie di scala aumentano con l'aumentare delle dimensioni delle istituzioni e con l'integrazione verticale e orizzontale;
- L'analisi conferma l'esistenza di economie di scopo tra infrastrutture di mercato e di post-mercato. L'efficienza delle IFM è positivamente correlata con l'integrazione verticale e negativamente correlata con quella orizzontale, e ciò implica l'esistenza di economie di scopo fra differenti tipi di fornitori di servizi di post-mercato, tuttavia quelli che tra questi ultimi focalizzano l'attività su una gamma ristretta di classi di attività sono più efficienti delle IFM che offrono una vasta gamma di classi di attività. Questo indica che accanto alle economie di scopo esistono anche le diseconomie di scopo.
- L'efficienza della IFM è negativamente correlata al rischio sistemico all'interno dei sistemi finanziari, tuttavia esiste una correlazione positiva fra l'espansione dei servizi ad una vasta gamma di classi di attività e rischio sistemico.

Per una specifica trattazione delle economie di scala e di scopo a livello della compensazione centrale e del regolamento. si rinvia al capitolo quarto.

Per intendere in modo appropriato il termine "infrastruttura"[193] riferito ai mercati finanziari è necessario fare riferimento a otto fattori chiave e attributi che

[192] Li, S., and Marinč, M., "*Economies of Scale and Scope in Financial Market Infrastructures*", pagg. 1-2, in: Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, September 13, 2017.
[193] LEE, R., *"Running the World's Markets: The Governance of Financial Infrastructures*", Princeton University Press, 2011.

contribuiscono a identificare un'istituzione come un'infrastruttura (*Lee,* 2011)[194], anche se non necessariamente devono ricorrere tutti. Nello specifico attengono: 1) Una struttura può essere o soddisfare i requisiti di una fondazione, installazione, sistema o servizi che sostengono o sottendono alcune forme di struttura, sistema o attività. I servizi offerti da un'infrastruttura possono essere servizi finali oppure utilizzati come input da altre utilizzatori di infrastrutture. 2) Un'infrastruttura può essere critica, essenziale o necessaria per lo svolgimento di attività commerciali, economiche e di sviluppo. Data la natura critica dei servizi offerti spesso costituisce una preoccupazione l'accesso a questi servizi. 3) Un'infrastruttura può essere o soddisfare i requisiti di un network. 4) Un'infrastruttura può creare economie di scala. 5) Può richiedere elevati investimenti, a lungo termine. 6) Può essere ovvero operare come un monopolio naturale. 7) Può offrire servizi pubblici. 8) Può essere oggetto di un coinvolgimento del settore pubblico ampiamente inteso.

Secondo Lee il termine "infrastruttura" è da intendere ampiamente per riferirsi a borse valori, controparti centrali, depositari centrali, che offrono servizi di compensazione, regolamento e di titoli e anche sistemi di pagamento[195].

Possono differire significativamente nell'organizzazione alla base della struttura, nella natura pubblica o privata, nelle funzioni, nel disegno, poiché IFM possono dal punto di vista legale essere organizzate in varie forme, inclusa l'associazione di istituzioni finanziarie, istituzioni non bancarie specializzate nella compensazione, e in istituzioni bancarie specializzate. Possono essere delle entità no-profit oppure profit. Dal punto di vista della loro forma possono essere sottoposte a tipi diversi di licenze e schemi di regolamentazione. Possono, infine, variare nel disegno e tuttavia svolgere le stesse funzioni o una combinazione di più servizi come nel caso delle CCP che in taluni casi possono svolgere anche la funzione di custodia. Tutto ciò non cambia la sostanza del

[194] Li, S., and Marinč, M., "*Economies of Scale and Scope in Financial Market Infrastructures*", pagg. 1-2, in: Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, September 13, 2017.

[195] LEE, R., "*Running the World's Markets: The Governance of Financial Infrastructure"*, Princeton University Press, 2011, pag. 12.

loro essere dei sistemi multilaterali fra istituzioni partecipanti, operatori di sistema, utilizzati al fine di compensare, regolare o raccogliere dati relativi a pagamenti, strumenti finanziari, derivati o altre transazioni finanziarie. Esse basano la loro attività su una serie di regole e procedure comuni per tutti i partecipanti.

La creazione delle infrastrutture finanziarie di mercato deve basarsi su accordi[196] di governance chiari e trasparenti, atti a promuovere la sicurezza e l'efficienza della IFM, e a supportare la stabilità del più ampio sistema finanziario, ulteriori rilevanti pubblici interessi e gli obiettivi di rilevanti parti interessate[197].

La governance delle IFM, come affermato in (*Lee,* 2011[198]) è diventata una materia oggetto di preoccupazione ai diversi livelli: politico, regolatorio, istituzionale, legislativo e commerciale. Poiché esse giocano un ruolo fondamentale nell'assicurare efficienza, stabilità e robustezza dei mercati finanziari globali e per lo sviluppo economico in generale. La maniera in cui esse vengono gestite determina il risultato del loro agire. Secondo *Lee* (2011) tre sono le questioni cruciali cui dare una risposta se si vuole arrivare ad un'analisi approfondita delle stesse: chi attribuisce il potere a tali istituzioni, come e perché essi lo ottengono e come e perché esse lo esercitano. Le risposte a queste domande, relativamente ad ogni particolare infrastruttura, secondo *Lee* dipendono innanzitutto dal contesto, politico e istituzionale nel quale esse operano e in larga parte dal quadro regolamentare creato allo scopo e all'interno del quale esse operano. Questo quadro giuridico include la costituzione delle istituzioni, le caratteristiche del governo societario e precisamente: lo statuto societario, il mandato, la struttura della proprietà, la composizione del *board*, la gestione manageriale, il ruolo

[196] In linea con i principi fondamentali, questi accordi dovrebbero includere alcune componenti fondamentali quali: a) ruolo e composizione del comitato o dei comitati, b) la struttura dirigenziale, c) le linee gerarchiche fra dirigenti e comitati, d) la proprietà della struttura, e) le politiche di governance interna, f)l'organizzazione del risk management e dei controlli interni, g) le procedure di nomina dei membri dei comitati e dei dirigenti, e h) processi per assicurare la responsabilità e di prestazione della dirigenza. Tali accordi devono inoltre assicurare sufficiente indipendenza per le funzioni chiave, quali gestione del rischio, controlli interni e audit.
Questi accordi possono differire significatamene in dipendenza delle leggi nazionali, la proprietà della struttura e la forma organizzativa della stessa. Alcune legislazioni possono preferire ad esempio, un modello a due livelli (*two-tier*) è possibile che ai vertici della IFM ci siamo due comitati separati, di cui quello responsabile per la supervisione è composto unicamente da direttori non esecutivi. In: "*Principles for Financial Market Infrastructures", April 2012, pag. 27.*

[197] [197] OICV-IOSCO, "*Principles for Financial Market Infrastructures", April 2012, pag 1.*

[198] LEE, R., "*Running the World Markets*: The Governance of Financial Infrastructure", Princeton University Press, 2011.

del management, i diritti degli azionisti e di altri parti in causa. Ulteriori fattori possono influenzare l'esercizio del potere di una IFM, incluso accordi contrattuali, e una serie di fattori non contrattuali, legati all'ambiente storico, culturale e politico all'interno del quale operano[199].

Allargando lo sguardo ad altre infrastrutture di mercato operanti nel panorama europeo, l'iniziativa pubblica e privata coesiste, con una la prevalenza della natura pubblica esclusiva tra i sistemi di pagamento *large value payment systems* (LVPS), la cui specificità consiste nel fatto trattasi di un sistema di pagamento che trasferisce un elevato valore di pagamenti ad alta priorità, data la natura strategica intrinseca, è pubblica e viene operato dalle banche centrali. Diversamente dai sistemi di pagamento specializzati nel segmento dettaglio, i quali movimentano elevati volumi di pagamenti aventi un basso valore, che sono di natura privata.

I Principi fondamentali per le infrastrutture di mercato (PFIM) introducono nuovi requisiti in materia di rischio e molti rappresentano una vera novità rispetto al passato. Questi nuovi requisiti possiamo distinguerli nelle seguenti categorie:

- Requisiti di rischio di credito;
- Requisiti in materia di rischio di liquidità;
- Nuovi requisiti in materia di margini;
- Requisiti legati a rischi non finanziari.

I rischi di credito e di liquidità, risultanti dai processi di pagamento, di compensazione e di regolamento sono fra i più importanti tra quelli che chiamano in causa una IFM.

Rischio di credito e rischio di liquidità sono due fra i rischi tipici delle IFM risultanti dai processi di pagamento, di compensazione e di regolamento, che possono interagire, tuttavia restano due concetti distinti e soprattutto sottoposti a principi regolatori differenti.

[199] LEE, R., "*Running the World Markets* The Governance of Financial Infrastructure", Princeton University Press, 2011, pag.1.

Al riguardo del rischio di credito nei PFIM viene introdotta la distinzione fra esposizione effettiva e esposizioni potenziali future, che devono essere completamente coperte con un certo livello di certezza. Se le prime possono essere misurate, le esposizioni future potenziali sono di difficile determinazione e per tale motivo è importante elaborare degli scenari di crisi adeguati. I PFIM attribuiscono una grande importanza alla definizione degli scenari di crisi e forniscono orientamenti a tal fine. Per tali motivi i PFMI hanno rafforzato i requisiti minimi applicabili alle CCP e particolarmente a quelle classificate d'importanza sistemica in più giurisdizioni e presentanti un profilo di rischio di credito più importante, per le quali viene introdotto per la prima volta il principio secondo cui queste particolari CCP sistemiche devono disporre di risorse finanziarie sufficienti per coprire il fallimento di due partecipanti diretti e dei loro affiliati suscettibili di generare esposizioni al rischio di credito aggregato più consistente per la CCP[200].

In materia di gestione del rischio di liquidità i PFMI specificano che una IFM deve mantenere delle risorse liquide sufficienti in tutte le valute in cui opera allo scopo di effettuare il regolamento delle sue obbligazioni di pagamento lo stesso giorno, e se del caso regolamenti intragiornalieri e per più giorni senza problemi e con un grado di confidenza elevato nel quadro di un gran numero di scenari di crisi, incluso quello del fallimento di un partecipante e dei sui affiliati, che generano una importante se non la più importante obbligazione di pagamento aggregato per l'IMF. Contrariamente ai requisiti in materia di rischio di credito, che prevedono l'applicazione del principio di copertura dei due più importanti partecipanti diretti e dei suoi affiliati da parte delle CCP giudicate d'importanza sistemica da più giurisdizioni contestualmente, nella copertura del rischio di liquidità queste CCP devono mantenere delle risorse liquide sufficienti a coprire l'insolvenza dei due principali partecipanti diretti, ma non anche verso le esposizioni di questi due partecipanti diretti più importanti verso i loro clienti.

[200] Russo, D., " *Les principe relatifs aux infrastructures des marchés définis par le CSPR et l'OIVC : des vecteurs de convergence internationale* », pag. 81, in Banque de France, Revue Stabilité Financière, N. 17 Avril 2013.

Questa differenza sottile e importante deriva dal fatto che un dato requisito in termini di liquidità è potenzialmente e nettamente più restrittivo del medesimo requisito applicato alla gestione del rischio di credito[201].

Quanto ai nuovi requisiti di margine e garanzia introdotti dai PFMI essi riguardano le metodologie relative al calcolo dei depositi di garanzia iniziali che devono prendere in considerazione oltre alle condizioni "normali" di mercato, già previste in precedenza, anche eventi estremi che sono che si sono già prodotti nel passato così come delle proiezioni di dati simulati che permettono di prendere in considerazione eventi plausibili al di là di dati storici disponibili. Sono state inoltre rafforzati i requisiti di sicurezza e in particolar modo al fine di evitare il rischio di concentrazione, il rischio di correlazione sfavorevole e la prociclicità. Quest'ultima è divenuta una fonte di grande preoccupazione durante la crisi recente poiché può provocare o aggravare l'instabilità finanziaria. A tal proposito, sulla base dei requisiti previsti dai PFMI, una IFM può imporre degli appelli ai margini supplementari in ragione di una diminuzione dei prezzi degli attivi o di un aumento dei livelli degli scarti di garanzia.

I PFMI contengono altresì disposizioni volte a migliorare la gestione dei rischi diversi da quelli finanziari, risultanti dall'insolvenza di un partecipante. In particolare il nuovo principio introdotto impone alle CCP di introdurre delle regole e procedure che permettano la segregazione e la portabilità delle posizioni dei clienti di un partecipante e di sicurezza, associate a queste specifiche posizioni. Una segregazione e una portabilità adeguata all'interno della CCP sono importanti al riguardo degli impegni del G20 relativi alla compensazione centrale dei prodotti derivati OTC standardizzati.

In questi casi di tratta di nuovi principi legati alla necessità di proteggere i clienti, e a tutelare la partecipazione indiretta, che si realizza attraverso accordi fra singolo partecipante diretto della CCP e cliente di quest'ultimo. In precedenza non si teneva conto dei clienti. Tuttavia, nel prendere in conto la partecipazione indiretta, si è dovuto tener conto più che nel passato del rischio di concentrazione che ne deriva. I PFMI

[201] [201] Russo, D., op., cit., pag 82

riconoscono esplicitamente che i rapporti di dipendenza e di esposizione ai rischi inerenti a questi dispositivi di partecipazione indiretta possono presentare dei rischi per l'IFM e mettere a repentaglio il suo buon funzionamento, così come per i partecipanti diretti e più in generale per i mercati finanziari.

Tra gli altri requisiti legati ai rischi non finanziari cui le IMF si sono dovuti adeguare vi è quello di detenere degli attivi netti liquidi finanziati attraverso dei fondi propri equivalenti a sei mesi di spese operative correnti al fine di poter continuare a trattare delle operazioni e a fornire dei servizi anche nel corso di una procedura di risanamento o di risoluzione ordinata, nel caso in cui questa procedura registrasse delle perdite operative.

Quanto introdotto con i Principi Fondamentali è diventato ormai un'acquisizione, nella maggior parte delle giurisdizioni, e si stratta di norme che non erano previste nelle precedenti norme internazionali relativi a tali sistemi. Sulle caratteristiche di questi rischi, torneremo più ampiamente nel capitolo dedicato alla gestione dei rischi nelle Controparti Centrali.

Molti di questi principi fondamentali elaborati a livello internazionale "***Key Principles***" si applicano a tutte le Infrastrutture Finanziarie di Mercato e allo stesso modo a prescindere dalla natura pubblica o privata dell'iniziativa. Alcune di esse sono Infrastrutture di Mercato critiche poiché supportano le banche centrali nella condotta della politica monetaria, e tra queste senz'altro le Controparti Centrali. L'importanza della criticità delle funzioni che esse svolgono e la necessità di garantirne la continuità anche in condizioni forte stress, tale da implicare la possibile insolvenza della CCP, è un tema che è stato sviluppato a livello internazionale a partire dai Principi Fondamentali della OICV-IOSCO, ma soprattutto quando più dettagliatamente gli organismi di normazione internazionale hanno iniziato a ragionare sugli Attributi fondamentali dei regimi di risoluzione. La crisi finanziaria ha creato i presupposti per puntare l'attenzione sulle IFM da diversi punti di vista, innanzitutto da quello regolatorio allo scopo di creare quadro legale ampio, in grado di coprire molteplici

aspetti dalla supervisione alla gestione delle crisi e qualche anno dopo anche quello riguardante la gestione ordinata delle risoluzioni di talune IFM, allo scopo di dare vita a quadro completo in grado di minimizzare gli effetti di eventuali nuove crisi nel futuro. Questo punto verrà ampiamente sviluppato nel capitolo settimo della ricerca.

Quando a gestire le IFM sono le banche centrali, tuttavia, ci sono delle specificità da rispettare in termini di requisiti, regolamentazione o politiche che le giurisdizioni di riferimento adottano. Ad esempio, le banche centrali possono adottare obiettivi di ordine pubblico e di responsabilità per le politiche monetarie e la liquidità aventi carattere di priorità. Alcune eccezioni attengono ai seguenti principi: governance, rischio di credito, collaterale, rischio commerciale generale, e ai requisiti di accesso e partecipazioni. Allorquando le IFM sono operate dalle banche centrali possono essere richiesti dalla legislazione vigente, e motivate dal perseguimento degli obiettivi di ordine pubblico da parte delle banche centrali, requisiti aggiuntivi relativamente ai principi summenzionati.

Il valore aggiunto delle IFM consiste nell'incrementare l'efficienza della compensazione e del regolamento e la trasparenza, riducendo allo stesso tempo il rischio di controparte, come nel caso delle controparti centrali, e il rischio di regolamento. La recente crisi ha dimostrato quanto sia importante ridurre questi rischi e accrescere la trasparenza nella compensazione e nel regolamento allo scopo di rendere più solida la CCP nel caso sia richiesto di riprendere le posizioni di un partecipante diretto insolvente.

Alla trasformazione del panorama delle Infrastrutture finanziarie di mercato hanno contribuito oltre PFIM, ulteriori interventi da parte dei regolatori internazionali che hanno adottato e previsto per le IMF ulteriori requisiti con l'effetto di accrescere la stabilità delle stesse e in generale di quella del sistema finanziario imponendo requisiti con la trasposizione dei accordi di Basilea 3 nella legislazione europea, e quindi con la CRD4/CRR, MIFID II/MIFIR, il regolamento sui Depositari Centrali, ed EMIR, che potenzialmente hanno aumentato la pressione sui costi legati all'efficienza, ma con

uno sguardo privilegiato alla riduzione del rischio sistemico nel sistema finanziario. Espandendo l'ambito di applicazione delle IFM a mercati fi li non regolati o poco regolati, come quelli dei derivati OTC, attraverso l'imposizione dell'obbligo di compensazione. Ampliando lo scopo della compensazione centrale a tutti i derivati OTC si è venuta a realizzare la possibilità di aumentare le fonti di reddito per le IMF ma può anche influenzare i costi. Questo ha portato le IMF a valutare se sufficienti economie di scopo si verificano offrendo servizi per un'ampia gamma di classi di attività oppure se è meglio concentrarsi su un gamma di classi di attività più ristretta. Dal canto loro i regolatori si sono concentrati sulla valutazione eventuali implicazioni per il rischio sistemico[202], di cui parleremo più ampiamente nel paragrafo successivo.

Lo spettro dell'azione regolatoria ha coinvolto anche altri aspetti, oltre a quelli menzionati precedentemente e relativi ai requisiti per le IMF derivanti da accordi internazionali a cominciare dall'Accordo di Basilea 3, e hanno interessato aspetti legati alla interoperabilità delle controparti centrali, che trova in EMIR il suo riconoscimento e per quanto riguarda altre infrastrutture, la creazione di TARGET2-Securities (T2S) e l'infrastruttura europea creata con il regolamento sui Depositari centrali.

Per potere ben funzionare le IMF devono poter fare riferimento ad un quadro giuridico chiaro e inclusivo che comprenda precisi requisiti in termini di liquidità, collaterale, cuscinetti di liquidità (ad attuarli non sono le CCP quanto i loro partecipanti diretti), inoltre requisiti di capitale e supervisione prudenziale. Ognuno di questi requisiti risponde ad esigenze specifiche e soprattutto sono concepiti per rendere le IFM e particolarmente le CCP più robuste e meglio equipaggiate rispetto alla gestione quotidiana, in particolar modo in quella della liquidità giornaliera e più in generale rispetto al rischio di credito. L'efficienza può essere incrementata attraverso il riuso del collaterale nei limiti in cui ciò è permesso e nell'uso specifico in caso di compensazione transfrontaliera e uso dello stesso fra classi di attività omogenee. Per

[202] Li, S., and Marinč, M., "*Economies of Scale and Scope in Financial Market Infrastructures*", pagg. 7, in: Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, September 13, 2017.

taluni autori il riuso del collaterale può essere visto come un "moltiplicatore del collaterale"[203]. Per Singh and Aitken il riuso del collaterale "è necessario quando il collaterale postato da un operatore finanziario è usato anche come collaterale in una maniera (operazione) comparabile[204]. L'uso del collaterale transfrontaliero può essere d'aiuto quando in casi di penuria di collaterale in una specifica valuta di uno specifico Paese. Le IFM che offrono servizi transfrontalieri di collaterale possono permettere veloci trasferimenti in altre valute verso la giurisdizione ove si è prodotta questa carenza[205]. L''operare contestuale in più valute e aree del mondo fa si che le IFM assicurino una rete di conti adeguatamente sicurizzati e servizi operativi di elevata qualità. Tuttavia, esiste anche il rischio che i legami transfrontalieri fra collaterale che si vengono a creare per effetto del moltiplicatore del collaterale, possano creare interdipendenze e rischi alle banche e alle IMF. La recente crisi ha evidenziato i limiti cui numerose banche operanti in diverse valute si si sono confrontati in termini di accesso alla liquidità in valute estere, anche quando esse hanno un'ampia dotazione di liquidità e titoli nella valuta domestica[206].

Per tali motivi, nella gestione del collaterale transfrontaliero, dovrebbero essere presi in considerazione approcci conformi ai requisiti richiesti e trasparenti. Dal momento che vi sono solo poche FMI che operano in diverse aree valutarie, come CLS e alcuni ICSD, esse da sole non possono risolvere completamente i disallineamenti di liquidità delle banche a livello globale.

Per quanto riguarda le IFM si è trattato di un vero cambio di passo, qualitativo ancor prima che quantitativo, tale da segnare un nuovo corso, che si può constatare sotto diversi aspetti: 1) innanzitutto sostanziali modifiche sono state apportate alla regolazione delle IFM attraverso la trasposizione dei ***Key Principles*** nelle giurisdizioni

---

[203] Levels, A., and Capel, J., "*Is collateral becoming scarce? Evidence for the Euro area"*, Journal of Financial Market Infrastructures, N. 51(1) March 2012, 29-53.

[204] Singh, M., Aitken, J,"*The (Sizable) Role of Rehypothecation in the Shadow Banking System",* July 1, 2010, IMF Working Paper No. 10/172.

[205] Capel, J., "*Banks' international liquidity management in the future: What role can financial market infrastructure ply?*", Journal of Payments Strategy & Systems, volume 5 No 1 March 2011 pag.1.

[206] Capel, J., *op., cit., pag:* 1.

nazionali o regionali da impattare sulle funzioni e sul ruolo delle stesse nel rendere sicuro il segmento del post-mercato; 2) alle IFM è stato riconosciuto lo status di entità significativamente sistemica, poiché sono al centro dell'industrial dei valori mobiliari e considerate come indispensabili per il buon funzionamento dei mercati finanziari; 3) è stata riconosciuta la profonda interconnessione fra i mercati finanziari e IMF. In entrambi i sistemi la stabilità finanziaria, i rischi, l'efficienza, la struttura, l'innovazione e la crescita si influenzano vicendevolmente. In virtù della nuova regolamentazione il rischio sistemico delle IFM probabilmente è divenuto più basso per effetto di una pervasiva regolamentazione. Le misure più importanti sono state dirette verso i mercati dei derivati OTC, allo scopo di ridurre il rischio sistemico in questo mercato; le innovazioni tecnologiche hanno fatto si che le IFM diventassero sempre più specializzate in specifici segmenti del post-marcato; l'ulteriore specializzazione ha richiesto una specifica regolamentazione per ogni singola IFM, non sono quella creata a livello europeo con EMIR, ma anche la riforma che ha interessato i Depositari centrali, la cui direttiva è stata adottata qualche anno dopo. Infine, la tendenza alla cooperazione fra organismi di normazione a livello internazionale che si è nel frattempo consolidata.

3.2. Infrastrutture Finanziarie di Mercato e stabilità finanziaria

La salvaguardia e il rafforzamento dei mercati finanziari dipendono dal consolidamento del ruolo delle infrastrutture finanziarie di mercato. Le IFM esistono per promuovere l'integrità del sistema finanziario. Il buon funzionamento e la resilienza delle IFM, la capacità di svolgere le funzioni assegnate e che i partecipanti del mercato si aspettano: effettuare pagamenti e transazioni in una particolare valuta o mercato, è possibile grazie all'applicazione di standard di gestione dei rischi finanziari e operativi creati a livello internazionale dai principali regolatori internazionali nei settori dei pagamenti, compensazione centrale e regolamento, e successivamente

implementati a livello delle giurisdizioni nazionali o regionale, nel caso dell'Unione europea.

Ai nostri giorni assistiamo a una dicotomia, da un lato, nonostante gli avanzamenti registrati grazie all'azione degli organi di regolazione internazionali attraverso la produzione di regole nel settore delle IFM, poi sostanzialmente trasposte a livello europeo, nonostante i progressi in termini di armonizzazione, tuttavia, la supervisione resta a livello nazionale ad eccezione per i Sistemi di Pagamento dell'area Euro, sottoposti alla vigilanza della BCE attraverso il Regolamento SIPS (Sistema di pagamenti sistematicamente importati). La supervisione diretta dell'ESMA sui Repertori di Dati pur importante tuttavia ancora rimane circoscritta a una sola componente dell'Infrastruttura di mercato creata con EMIR, e per di più la meno importante delle due componenti. La supervisione sulle CCP rimane largamente affidata alle autorità nazionali ed è basata sulla convergenza delle pratiche di supervisione nazionali, condivisa per quanto riguarda taluni aspetti con l'ESMA, che vedremo meglio nel capitolo dedicato alla Supervisione delle CCP. Dall'altro lato l'accesso alle IFM dell'UE rimane regolata a livello nazionale, mentre l'accesso delle Infrastrutture dei Paesi Terzi ai mercati nazionali, allo scopo di offrire servizi ai partecipanti del mercato di quei paesi, resta sottoposto a condizioni (e restrizioni) stabilite a livello nazionale.

La dimensione transfrontaliera di molte infrastrutture finanziarie di mercato, comporta oltre ai problemi già rilevati e connessi alla gestione del rischio, che nel caso delle CCP si collega in primo luogo alla gestione del rischio di credito di controparte, anche il problema relativo al riconoscimento delle CCP di paesi terzi. Tuttavia, il riconoscimento delle CCP dei paesi terzi e quindi la cooperazione fra autorità, pur molto importante non è sufficiente a gestire il rischio nel caso di CCP di rilevanza sistemica per dimensioni e volumi di derivati compensati. La cooperazione e il riconoscimento dell'equivalenza dell'infrastruttura di mercato da parte delle autorità competenti in altre giurisdizioni si è rivelato essere uno strumento importante, insieme ad altri, per risolvere il problema.

Questa tematica ha assunto maggiore rilevanza nel momento in cui la Gran Bretagna ha votato in favore dell'uscita dall'UE. La Brexit ha contribuito a mettere in luce l'essenza stessa delle IFM che sono create per promuovere l'integrità dei mercati finanziari. Da un punto di vista della gestione del rischio le IFM dovrebbero aggiornare le loro regole e le aspettative dei partecipanti al mercato.

Nell'area della compensazione centrale il regolamento EMIR già rappresenta un importante avanzamento sulla strada di una stretta collaborazione fra autorità competenti, poiché le CCP sulla base del regolamento sono sottoposte alla supervisione delle autorità competenti nazionali, e sulla previsione di un collegio di supervisori composto da rilevanti autorità europee aventi un interesse nella operatività della CCP in questione e nella gestione del rischio di CCP transfrontaliere. Ciò indubbiamente ha costituito un importante passo in avanti sulla strada di una supervisione prudenziale congiunta basata su un quadro legale che comprende la cooperazione fra autorità appartenenti a paesi diversi, sulla base del coordinamento assicurato dall'ESMA, che è membro del collegio medesimo. Il quadro regolatorio europeo ha creato le condizioni per una *soft-law cooperation* incardinata su standard internazionali.

Tuttavia, come argomentato da Löber (2019), il quadro regolamentare per come pensato originariamente con il regolamento EMIR, è basato unicamente su accordi di cooperazione nel contesto europeo. E allo stato attuale permettono: 1) lo scambio di informazioni fra autorità competenti sulle operazioni, nel caso di incidenti che riguardano la continuità del servizio o in caso di episodi di stress, allo scopo di mettere in atto ciò di cui le infrastrutture necessitano per ripristinare la normalità; 2) facilitano la comunicazione e il coordinamento fra autorità in occasione di eventi di stress che interessano uno o più partecipanti diretti allo scopo di intervenire prontamente con azioni dirette a mitigare i rischi per gli altri partecipanti diretti non insolventi*;* 3) facilitano il coordinamento per contrastare in via preventiva eventuali fallimenti nel contesto di una procedura di risoluzione di un partecipante. Nel caso di risoluzione che

riguardi un partecipante diretto[207] della CCP l'accesso ai servizi di compensazione degli altri partecipanti è mantenuto allo scopo di prevenire ulteriori problemi, ma tutto ciò sarà possibile se c'è condivisione di informazioni fra le autorità nazionali competenti.

Il corretto funzionamento di questo schema è possibile solo se alla base ci sono accordi di cooperazione fra le autorità competenti appartenenti a giurisdizioni differenti, le cui autorità locali spesso sono restie a collaborare.

Una modalità per rispondere alle esigenze delle IFM e dei partecipanti, oltre che in una prospettiva di una maggiore stabilità dei sistemi finanziari, secondo taluni autori potrebbe essere il ricorso all'applicazione della extraterritorialità[208], che è molto importante, perché può contribuire a risolvere alcune questioni legate in primo luogo alla gestione del rischio e alla frammentazione dei mercati. Il problema dell'extraterritorialità con l'intensificarsi della crisi finanziaria diventava ad un tempo un concetto importante nonché fonte di preoccupazione, particolarmente per i regolatori internazionali. In generale l'extraterritorialità fa riferimento alle leggi adottate dal legislatore nazionale, in modo intenzionale o no, che hanno un'incidenza su soggetti o su attività all'esterno di frontiere nazionali. L'extraterritorialità può essere definita come una situazione nella quale la regolamentazione giuridica adottata da una giurisdizione riguarda direttamente o indirettamente, e in maniera importante, le attività o le entità di altre giurisdizioni. L'extraterritorialità di una regolamentazione di uno Stato può avere una portata variabile e soprattutto manifestarsi in tre grandi categorie: (i) attribuzione della licenza; ii) le transazioni transfrontaliere; e iii) il controllo extraterritoriale rivendicato. Tenuto conto del carattere internazionale delle società dei mercati finanziari la regolamentazione può avere un'incidenza

[207] Nel corso della ricerca utilizzeremo indifferentemente membro compensatore, partecipante diretto e o membro della CCP (*clearing member* i inglese), per designare ai sensi dell'articolo 2 p.1 punto 14) del Regolamento EMIR:" l'impresa partecipante a un CCP che si assume la responsabilità di adempiere le obbligazioni finanziarie derivanti dalla partecipazione

[208] Löber, K., "*Extraterritorial Application or Regulation in the Area of Financial Market Infrastructures: The Case for Cross-Border Cooperative Oversight"*, in: European Financial Infrastructure in the Face of New Challenges", edited by Franklin Allen, Carletti Elena, Gulati Mitu, Zettelmeyer, 2019, pag.49.

extraterritoriale, volontaria o meno. Considerato il carattere internazionale delle controparti finanziarie e soprattutto dei mercati dei derivati va da sé che l'extraterritorialità ha acquisito nel tempo una certa importanza, nonché una fonte di preoccupazione poiché può generare perturbazioni nelle relazioni tra regolatori fino a costituire una violazione della sovranità nazionale. Inoltre, può essere percepita come il segnale di un ambiente caratterizzato da una regolamentazione sempre più complessa e questa complessità può condurre a una frammentazione della regolamentazione, di cui l'extraterritorialità è un sintomo, nonostante gli sforzi per creare norme internazionali[209]. Secondo Dallara (2013)[210] tuttavia, è possibile ridurre l'impatto dell'extraterritorialità nel mercato dei derivati attraverso il comune impegno a ridurre le soluzioni regolatorie ibride e domestiche; maggiore coordinazione al livello internazionale; progredendo verso il mutuo riconoscimento o la conformità. Nel caso di EMIR, che menziona il riconoscimento di infrastrutture di Paesi terzi. Mutuo riconoscimento e conformità possono essere vantaggiosi per i regolatori ma anche per le imprese finanziarie poiché contribuiscono a ridurre le inefficienze esistenti fra le giurisdizioni. Tuttavia, né il mutuo riconoscimento né la conformità possono essere percepiti come corrispondente ad una equivalenza diretta, clausola per clausola. Esigere delle equivalenze troppo ravvicinate come in questo caso, può portare paradossalmente ad accrescere gli effetti extraterritoriali e spingere le giurisdizioni ad assumere comportamenti simili ad una "corsa agli armamenti". La soluzione può consistere nella scelta di prevedere strutture di cooperazione come i collegi dei supervisori, che possono essere considerati come uno strumento nel solco del mutuo riconoscimento, oppure quella di rafforzare le strutture di cooperazione attraverso la promozione e lo sviluppo di trattati che favoriscono la convergenza delle regolamentazioni sui principali mercati[211].

[209] Dallara, H. C., « *Contenir l'extraterritorialité afin de promouvoir la stabilité financière* », pag. 55, Banque de France Revue de Stabilité financière N. 17, Avril 2013.
[210] Dallara, H., C., op.cit., pag.63-64.
[211] Dallara, H., C., op.cit., pag.63-64.

La frammentazione dei mercati finanziari e con essa della loro funzionalità, non è stata risolta nonostante la mole di principi e standard internazionali adottati a cui hanno fatto seguito gli interventi dei legislatori, fra cui quello europeo. È stata fortemente attenuata ma rimane all'origine del rischio sistemico, poiché persistono le difficoltà a stabilire standard concordati in settori ancora esposti al rischio sistemico, quali, *dark pool*, *shadow banking*, ma anche nuove problematiche legate all'impatto del *FinTech*, e quindi dell'innovazione tecnologica, che riguarda tutte le fasi della negoziazione.

Nel caso specifico delle Infrastrutture Finanziarie di Mercato (IMF) sarà possibile ridurre il rischio sistemico attraverso una riduzione della frammentazione dei Mercati, il cui aumento in coincidenza della crisi è stato dovuto all'incremento della concorrenza fra sedi di negoziazioni, ivi compresi i mercati regolamentati, e accrescendo l'efficienza attraverso un coerente e consistente approccio alle IFM unitamente al riconoscimento del loro uso da parte dei partecipanti al mercato. Inoltre, occorre tener presente che esse tendono verso economie di scala e in alcune giurisdizione operano in situazioni di monopolio di fatto. L'utilizzo di più CCP contestualmente da parte di partecipanti appartenenti a giurisdizioni differenti potrebbe incrementare la concorrenza e contrastare il rischio di fallimento di qualche Infrastruttura Finanziaria di Mercato.

Allo scopo di fare fronte alla crescita esponenziale dei mercati dei derivati caratterizzati da un'assenza o quasi di regolamentazione, supervisione e controllo del rischio sistemico, all'origine delle elevate interconnessioni fra intermediari finanziari, i regolatori internazionali hanno reagito mettendo in atto una regolamentazione volta a riformare le IFM, in contrapposizione netta all'autoregolamentazione, preferendo un cambio di passo segato dalla modifica della prospettiva d'intervento.

Con l'avanzare della crisi iniziava a farsi strada una prospettiva d'intervento basata sul "pubblico interesse" attraverso due livelli differenti di intervento: 1) a un livello micro avendo come obiettivo prioritario la soluzione a problematiche legate ai costi di transazione e focalizzando l'attenzione sugli intermediari, e 2) a un livello macro,

avendo come orizzonte il rischio sistemico e focalizzando l'attenzione sulle strutture di mercato e altri meccanismi[212].

Nel solco delle riforme si inserisce la revisione della MIFID, che contempla la riforma delle infrastrutture di negoziazione, allo scopo di produrre la concentrazione di queste ultime su mercati regolamentati e piattaforme di negoziazione alternative quali i Sistemi Multilaterali di Negoziazione (*Multilateral Trading Faciliies -MTF-*) e gli Internalizzatori Sistematici (*Systematic Internalisers –SI-)* e i Sistemi Organizzati di Negoziazione (*Organised Trading Facilities –OTF-*) recentemente introdotti con la Direttiva MiFID2, capaci di assicurare trasparenza prima e dopo le negoziazione, con il fine ultime di ridurre i costi di transazione e aumentare la liquidità dei mercati degli strumenti finanziari e dei derivati in particolare. L'aspetto delle sedi di negoziazione dei derivati OTC era rimasto sin dalla proposta della Commissione fuori dal perimetro del regolamento EMIR.

3.3. L'attività e il ruolo delle Autorità di Vigilanza prudenziale al riguardo delle Infrastrutture Finanziarie di Mercato

Le IFM sono divenute componenti essenziali dei mercati finanziari domestici e internazionali, poiché esse svolgono un ruolo cruciale nel promuovere e mantenere la stabilità finanziaria in periodi di stress e nella produzione di un certo numero di servizi che sono vitali per il buon funzionamento dei sistemi finanziari, incluso la facilitazione degli scambi di merci, servizi, attività finanziarie e soprattutto fornendo una struttura sicura e efficiente attraverso la quale le autorità competenti possono gestire il rischio sistemico e implementare la politica monetaria. Per tali motivi si evidenzia nei Principi Fondamentali OICV-IOSCO che le IFM devono essere sottoposte a una appropriata ed effettiva regolamentazione, supervisione e controllo da parte delle banche centrali, dei regolatori e altre rilevanti autorità competenti, cui fa capo definire e pubblicizzare i

[212] Ferrarini, G, Saguato, P., "*Regulating Financial Market Infrastructures*", Law Working Paper N.v 259/2014, June 2014, pagg. 3-6.

criteri usati per identificare le IFM soggette a regolamentazione e supervisione, e una volta identificati esse devono essere regolamentati, supervisionati e controllati dalle autorità competenti allo scopo di controllarne il rischio che esse concentrano al loro intero, che può divenire una fonte di rischio sistemico.

I criteri frequentemente utilizzati per determinare la necessità o il grado di regolazione, supervisione e sorveglianza per i vari tipi di IFM includono: a) il numero e il valore delle transazioni effettuate, b) il numero e la tipologia dei partecipanti, c) la tipologia dei mercati serviti, d) le quote di mercato controllate, e) le interconnessioni con altre IFM e altre istituzioni finanziarie (in particolare le banche) e f) le alternative disponibili all'uso dell'IFM, con breve preavviso. La divisione dei poteri fra autorità rilevanti ai fini della regolazione, della supervisione e della sorveglianza può variare a seconda del quadro legale istituzionale applicato, in altri termini la fonte da cui le autorità traggono il potere o le responsabilità in merito alla regolazione e alla supervisione può variare. Tuttavia, secondo i Principi fondamentali è preferibile che la legislazione chiarisca, nel caso di coinvolgimento di più autorità competenti, le competenze specifiche di ognuna. Infine, nei contesti nazionali una IFM può essere sottoposta a sorveglianza da parte di un'autorità la cui responsabilità non deriva da uno specifico mandato legislativo, è il caso per esempio di talune banche centrali quando ricorrono alla *moral suasion*[213] .

3.4. Le Controparti Centrali: cenni storici

Le CCP sono entità non nuove nel contesto dei mercati finanziari, poiché risalgono ad alcuni secoli fa. Tra le esperienze storiche che hanno precedute le moderne CCP merita una particolare attenzione l'esperienza realizzata nel tardo XVI secolo nel Nord Italia, Genova e a Venezia. A Genova, nel XVII secolo il Banco di San Giorgio svolgeva funzioni di stanza di compensazione per cambiali o cambi nel corso di speciali fiere di scambio[214]. A Venezia la compensazione dei crediti bancari era gestita da un organismo che apparve la prima volta nel 1587, si trattava della prima banca pubblica veneziana,

[213] CPSS-IOSCO, "*Principles for Financial Market Infrastructures*", 2012. Pag. 126-127.
[214] Felloni., G., Profilo della Casa di San Giorgio di Genova: una svolta nella storia del credito", www.lacasadisangiorgio.it

il Banco della Piazza del Rialto, che a partire dal XVII secolo con il nome di Banca del Giro divenne un vero e proprio istituzione specializzata nella compensazione.

Nel 1773 una stanza di compensazione veniva creata a Londra alla quale aderirono ben 31 banche delle 36 banche che all'epoca contava la City. Dal 1826 le banche del Nord dell'Inghilterra iniziarono a riunirsi una volta la settimana per scambiare tra di loro i crediti a vista al fine di regolare i saldi netti, e ciò prima della Banca d'Inghilterra.

Con un intento più speculativo tecniche di negoziazione furono sviluppate in Olanda nel corso del XVII secolo, allorquando venne creata la compagnia VOC "The Dutch East India Company, cui il governo olandese dell'epoca affidò il monopolio degli scambi con l'india e il genere il continente asiatico. Le azioni VOC erano negoziate nella borsa valori di Amsterdam. Il regolamento dei dividendi delle azioni "*ducaton*" e dei pagamenti era gestito con evidenti problemi pratici, speciali broker furono chiamati per riscontare e pagare o ricevere le differenze che derivavano dagli scambi. Per facilitare la partecipazione al business di piccoli investitori fu creato il "*ducaton shares*" allo scopo di dividere il valore di azioni di taglio elevato, i dividendi erano compensati da un ufficiale denominato "Cassiere Generale", il quale tra i suoi compiti annoverava quello di annotare in un libro le transazioni e le relative spese per venditori e acquirenti. Furono sviluppati anche altri servizi per garantire la chiusura dei conti mensili e determinare le transazioni in atto da regolare in contante. Queste ed altre procedure erano basate sulla compensazione contribuivano allo sviluppo della prima cassa di compensazione olandese, pioniera delle moderne CCP specializzate in *commodities* [215].

Una delle prime CCP in Asia fu creata ad Osaka in Giappone nel 1697 ed era specializzata nello scambio di *futures su commodities*(riso*)*. L'esperienza della Dojima Rice Market di Osaka fu molto importante poiché la sua storia, la sua attività documentano la nascita delle moderne stanze di compensazione, poiché svolse il ruolo di una moderna CCP assumendosi il rischio di controparte dei partecipanti al

[215] Norman, P. op., cit., p.52

commercio (del riso) e in questo modo portava a termine i contratti. Questa pratica rimase per quasi tre decenni sconosciuta ai paesi capitalisti occidentali dell'epoca, e ciò fino alla fine dell'isolazionismo nel 1853[216].

La *Caisse de Liquidation* in Francia si interponeva nelle conclusioni di una transazione fra il compratore e il venditore di un contratto a termine sullo zucchero, essendo essa specializzata in merci, e sostituendosi al primo contratto due nuovi contratti (con ciascuna delle controparti). Conseguentemente le due parti del contratto iniziale, non avevano più alcuna relazione fra di loro, ma con la *Caisse de Liquidation*.

La *London Clearnet House Clearnet* (LCH) fu creata quasi un secolo dopo ed era anch'essa specializzata in *commodities*. La *Chicago Board of Trade Clearing Corporation*, fondata nel1925, è annoverata come la prima CCP nella storia a mettere in atto la novazione dei contratti di derivati[217]. Da diversi decenni, le Controparti Centrali, sparse un po' dovunque nel mondo, sono specializzate nella compensazione centrale di contratti di derivati, solitamente la specializzazione è per classi di derivati e sono diventate sempre più importanti nel sostenere le attività di negoziazione in titoli e in *commodities* nei mercati finanziari (*Papathannassiou*, 2015)[218]. La compensazione di liquidità, che un tempo svolgevano anche le CCP, è divenuta ormai un'attività residuale. La più importante differenza fra la gestione della compensazione centrale di derivati e la compensazione di liquidità, consiste nel fatto la gestione della compensazione centrale di derivati richiede una più complessa gestione del rischio, dei margini e del collaterale, diversamente da altri titoli più liquidi.

Per lungo tempo le CCP nell'Unione europea hanno avuto un carattere standard**,** le poche esistenti operavano essenzialmente come stanze di compensazione per i mercati regolamentati. Ciò in ragione di mercati derivati poco sviluppati, ad eccezione della

[216] Norman, P., op., cit., p. 57.
[217] LEE, R., Running the World's Markets: The Governance of Financial Infrastructure, Princeton University Press, 2011, pag.23.
[218] Papathannassiou, (C.) "*Central counterparties and derivatives*" in: Kern A. and Dhumale R. (ed) Research handbook on international financial regulation, Routledge, London, 2015.

piazza di Londra dove erano insediate due delle cinque borse specializzate in scambi di derivati a livello globale, e con volumi di transazioni relativamente bassi nel resto dell'Europa continentale.

L'introduzione dell'Euro diede un forte impulso all'integrazione e all'espansione dei mercati regolamentari sia in termini di dimensioni che di volumi, ciò ha creato i presupposti per un ulteriore crescita della domanda di servizi di compensazione richiesti alle CCP anche nel resto dell'UE. Un ulteriore fattore di sviluppo dei servizi di compensazione era collegato alla espansione del debito sovrano. Alcune controparti centrali dell'Europa continentale si sono specializzate in compensazione di obbligazioni sovrane, come nel caso della CC&G italiana.

A partire dagli anni Novanta le CCP hanno avuto la capacità di aggiungere valore alla catena delle transazioni fra venditori e compratori di valori mobiliari e contratti futures. E ciò ha dato un importante contributo alla demutualizzazione delle borse valori e alle infrastrutture finanziarie che le supportavano[219] .

L'attenzione verso le infrastrutture finanziarie di mercato, ed in particolar modo delle CCP, poiché tanto i Depositari Centrali che i Sistemi di Regolamento dei Titoli, nella filiera del ciclo finanziario si situano immediatamente dopo la compensazione centrale, da parte del Comitato dei Sistemi di Pagamenti e Regolamenti (CPSS in inglese) e della IOCV-IOSCO è andata sempre più crescendo negli anni a seguire. Lo dimostra la creazione di gruppi di lavoro specifici chiamati, tra l'altro, a elaborare gli orientamenti sull'applicazione delle raccomandazioni da esse elaborate sulla compensazione dei derivati OTC destinate alle CCP.

Le controparti centrali ai nostri giorni e già da diversi decenni sono attive in ogni tipo di transazione finanziaria, dalle azioni al contante, dai titoli di debito ai pronto contro termine (repo), alle operazioni di cambio alle transazioni su prodotti derivati. Tuttavia, la loro importanza e visibilità è andata aumentando con l'introduzione dell'obbligo di

[219] Norman, P., "*Risk Controllers Central Counterparty Clearing Globalised Financial Markets*", p.6, Wiley, London 2011.

compensazione dei prodotti derivati, divenuto oramai il business prevalente delle CCP nella gran parte delle giurisdizioni del G20, compresa l'UE.

La crisi finanziaria del 2007-2008 ha contribuito in modo significativo ad aumentare l'attenzione verso le CCP, da un lato per effetto della cooperazione a livello internazionale fra istituzioni con la partecipazione attiva di quelle europee, e dall'altro per effetto dell'attenzione verso queste particolari infrastrutture critiche di mercato, e con essa è andata crescendo la consapevolezza della loro importanza strategica per la stabilità dei mercati finanziari, e la necessità di un creare un quadro giuridico chiaro, onnicomprensivo e finalizzato a rendere le CCP più sicure.

Storicamente, nel corso dell'ultima crisi e in quelle verificatesi nel corso dei decenni precedenti in varie parti del mondo, le CCP hanno dato dimostrazione di essere molto resilienti alle turbolenze sui mercati e in special modo durante le crisi finanziarie, inclusa la crisi del 2007-2008. È stato fondamentalmente l'accrescimento della loro importanza, a seguito della mole di contratti di derivati in circolazione a partire dagli anni Ottanta, per effetto dell'innovazione finanziaria a livello globale, a spingere i regolatori verso una più stringente, resiliente regolamentazione per far sì che le CCP fossero in futuro meglio equipaggiate, nel caso di nuove crisi che coinvolgessero grandi istituzioni finanziarie.

Le CCP sono diventate una componente fondamentale del sistema finanziario e svolgono una importante funzione in qualità di intermediari, poiché si interpongono fra i partecipanti al mercato (che possono essere controparti finanziarie o controparti no finanziarie) a garanzia che le obbligazioni finanziarie delle controparti siano soddisfatte.

Essenzialmente le CCP gestiscono quella parte importante di rischio (di controparte) che nel ciclo finanziario si colloca nella fase del *post-trading* dei titoli, per effetto della negoziazione dei prodotti derivati. La scelta di prevedere l'obbligo della compensazione centralizzata per gli scambi OTC di contratti derivati standardizzati ha determinato lo sviluppo di un set pervasivo di nuove regole indirizzate alle CCP e

focalizzate su resilienza, risanamento e risoluzione, e interdipendenze con l'obiettivo precipuo di accrescere la stabilità del sistema finanziario.

Con la realizzazione di EMIR (*European Market Infrastructure Regul*ation) l'Unione europea ha dato attuazione alle disposizioni del G20 in materia di obbligo di compensazione dei derivati OTC standardizzati per il tramite delle CCP, imponendo alle controparti anche il *reporting* delle operazioni in essere ai Repertori di Dati (*Trade Repositories*). Ha introdotto un regime armonizzato di regolamentazione basato su un iter organizzativo iniziale, requisiti patrimoniali, organizzativi, regole di condotta degli affari e stringenti regole di *risk management*. È stata rafforzata l'attività di supervisione prudenziale, sono stai creati collegi congiunti di supervisione che vanno oltre la competenza delle autorità di supervisione nazionale, attribuendo all'ESMA, l'Autorità europea di supervisione dei Mercati, poteri vincolanti in caso di contrasti tra Autorità competenti nazionali.

Dopo poco più di tre anni dall'entrata in vigore di EMIR, le CCP nuovamente hanno fatto oggetto di un intenso processo di regolamentazione nella prospettiva della Brexit, (a Londra hanno sede legale importanti CCP che fanno clearing in Euro), che potrebbero essere dislocate nel continente in vista dell'uscita del Regno Unito dall'UE.

3.5. **L'economia delle Controparti Centrali**

Oggi le Controparti centrali compensano ogni tipo di transazione finanziaria: transazioni su azioni in contante, su titoli di debito sovrano, sui repo, sui cambi in contante e transazioni aventi ad oggetto prodotti derivati (swaps, opzioni, derivati su materie prime). Lo strumento dell'interposizione della controparte centrale, è nato con lo sviluppo dei mercati dei prodotti derivati. Secondo Moser, i sistemi completi che includono la compensazione completa dei flussi e l'interposizione della camera di

compensazione sui mercati dei derivati OTC sono nati in Francia con la *Caisse de Liquidation*, e in Germania con la *Liquidationkasse*, nel XIX secolo[220].

A distanza di oltre dietri anni dal "*Consensus di Pittsburgh*" l'obbligo di compensazione da parte di una controparte centrale in prodotti derivati è la regola, nella maggior parte delle giurisdizioni appartenenti al G20.

Eccoci dunque arrivati al punto in cui focalizziamo l'analisi sulla definizione di CCP e sulle diverse tipologie di compensazione, con quattro differenti prospettive:

- Da un punto di vista funzionale, focalizzeremo l'analisi della compensazione sulle funzioni svolte e sui servizi offerti.
- Dal punto di vista del processo, analizzeremo la compensazione come processo e in quanto tale parte integrante del ciclo di vita di una negoziazione.
- Da una prospettiva strutturale ci concentreremo sui differenti tipi di compensazione e sui ruoli svolti dalla compensazione centrale.
- Infine, da una prospettiva istituzionale, analizzeremo le caratteristiche istituzionali della compensazione avendo come riferimento il regime creato con il regolamento EMIR.

Questa suddivisione non è da intendere a comparti stagni, bensì risponde alla esigenza di mettere in rilievo la funzione di compensazione centrale in quanto tale e come essa viene svolta, e attraverso quali processi vengono offerti i servizi che la controparte centrale è in grado di offrire ai partecipanti diretti e ai clienti di questi ultimi. In definitiva, la descrizione del processo è utile per comprendere come in concreto questa funzione svolta e con quali output finali.

Un'importante precisazione preliminare riguarda il termine specifico di compensazione centrale in quanto processo e quella riguardante il campo di applicazione. La definizione di Controparte Centrale cui facciamo riferimento in questa ricerca, in quanto entità finanziarie costituite per svolgere una funzione di

[220] Moser, J. T., "Origins of Modern Exchange Clearing House: A history of early Clearing and Settlement Methods at Futures Exchanges", Research Department, Federal Reserve Bank of Chicago, Avril 1994

compensazione centrale e quindi offrire ai partecipanti diretti (e indirettamente anche ai clienti di questi ultimi) servizi di compensazione, è quella che è contenuta nel Regolamento n. 648/2012 EMIR[221] e precisamente all'articolo 2§ 1 ove le **Controparti Centrali -CCP**, sono definite come "***una persona giuridica che si interpone tra le controparti di contratti negoziati su uno o più mercati finanziari agendo come acquirente nei confronti di ciascun venditore e come venditore nei confronti di ciascun acquirente***". Una definizione che si ispira fortemente ai Principi Fondamentali per le Infrastrutture Finanziarie di Mercato della IOSCO. Dopodiché faremo riferimento alla letteratura attinente e verificheremo se ci sono eventuali opinioni discordanti.

Anche per quanto riguarda la compensazione centrale in quanto funzione svolta dalle Controparti Centrali attingeremo dal Regolamento EMIR, in cui il termine "**Compensazione"** si riferisce a**:** "***tutte le attività dal momento in cui viene preso un impegno fino a quando l'operazione non viene regolata*****"**.

Da un punto di vista funzionale il termine compensazione focalizza l'analisi sul "*clearing*" ovvero sulla compensazione come funzione, dettagliando le vari fasi e il valore di questi servizi. Il termine "*clearing*" deriva dall'espressione latina "*claurus*", da cui l'inglese "*to clear*", che si riferisce al bilanciamento dei conti con un'altra parte. In realtà il termine "clearing" è utilizzato per un ampio spettro di servizi, la cui ampiezza dipende dal mercato e dai prodotti da compensare nonché dall'entità che offre questi servizi[222].

Riguardo al campo di applicazione, la compensazione centrale può riferirsi a diversi tipi di valori mobiliari e ai contratti di derivati finanziari. Il nostro obiettivo è focalizzare l'attenzione sulla compensazione delle posizioni in derivati. L'infrastruttura creata con il regolamento EMIR nel 2012 riguarda tutti i derivati standardizzati negoziati sui mercati regolamentati o piattaforme e mercati OTC. Nello

[221] 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 dei dati sulle negoziazioni.
[222] Hasenpusch, T., *"Clearing Services for Global Markets",* pag.19 Cambridge University Press, 2009.

specifico l'art. 4 di EMIR introduce, per alcune categorie di derivati OTC, una obbligazione di compensazione attraverso le controparti centrali che sono state precedentemente autorizzate dall'ESMA a compensare queste categorie di derivati. Dal punto di vista dell'applicazione di questi requisiti, una serie di regolamenti delegati è stata adottata ed entrata in vigore, e riguardano alcune categorie di derivati. Il regolamento delegato della Commissione (UE) 2015/2205[223] ha introdotto l'obbligo di compensazione dei derivati di tasso d'interesse (*Interest Rate Swaps- IRS*). L'obbligazione si applica agli swaps standardizzati caratterizzati da volumi e liquidità elevati e dotati di sufficienti informazioni sulla formazione dei prezzi.

I contratti sottoposti ad obbligo di compensazione centrale devono presentare specifiche caratteristiche comuni: 1) essere espressi in un'unica valuta, 2) non devono essere opzionabili, le opzioni restano al di fuori del perimetro dei prodotti derivati standardizzati e di converso della compensazione obbligatoria; 3) avere un valore nozionale costante o variabile, e in quest'ultimo caso deve essere necessariamente prevedibile. Dal 2016 sono sottoposti all'obbligo di compensazione anche i derivati di credito, e più specificatamente gli indici di CDS (*Credit Default Swaps)* europei. La lista dei derivati soggetti a compensazione obbligatoria, nel tempo si è allungata ad altre classi di derivati, inizialmente non coperti dall'obbligo di compensazione. I regolatori tendenzialmente sono molto attenti a creare incentivi allo scopo di trasferire la negoziazione di quantitativi e tipologie di prodotti derivati sempre maggiori sui mercati regolamentati.

L'evoluzione delle controparti centrali nel tempo può essere osservata attraverso alcuni concetti chiave e funzioni loro assegnate che nel corso del tempo si evolvono e caratterizzano una storia iniziata molti secoli prima, ma che solo in tempi più recenti, anche grazie all'espansione dei mercati dei derivati, assume i contorni e le caratteristiche che siamo abituati a osservare negli ultimi decenni.

[223] Regolamento Delegato (UE) 2015/2205 DELLA COMMISSIONE del 6 agosto 2015 che integra il regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sull'obbligo di compensazione.

Si parla di "**compensazione per controparti centrali**" allorquando una stanza di compensazione oltre alla sua funzione tecnica di calcolo dei saldi netti dei membri partecipanti (più propriamente *netting*) si sostituisce giuridicamente al venditore e al compratore iniziali e garantisce il buon fine delle transazioni (più propriamente attraverso la novazione). Con questa sostituzione, in base alla quale la CCP diventa venditore del compratore iniziale e compratore del venditore iniziale, si realizza la compensazione allo scopo di trasferire il rischio insito nel contratto precedente (fra venditore e compratore iniziali) alla controparte centrale che ha i mezzi per poterlo gestire ed è in buona sostanza vocata per questa funzione, allo scopo di evitare che il fallimento di un partecipante diretto possa riguardare i clienti del partecipante diretto insolvente e altri partecipanti diretti della CCP. Ciò perché la controparte centrale, attraverso la sostituzione, continua ad assicurare le obbligazioni del partecipante diretto insolvente.

Il *Netting* delle posizioni da parte della CCP consente la riduzione delle posizioni che necessitano di essere sostituite, con l'effetto di attenuare l'impatto dei movimenti dei prezzi. Tuttavia, il buon funzionamento del meccanismo di asta, con cui la CCP attua la sostituzione, può avere impatti positivi sulla liquidità con il risultato di provocare un contenimento dei movimenti dei prezzi dei derivati (*Pirrong*, 2011)[224].

A questo punto bisogna fare un'importante distinzione fra controparti centrali che svolgono la funzione di calcolo dei saldi netti e quelle le cui funzioni si limitano alla garanzia del buon fine delle operazioni e alla gestione dei rischi associati alla compensazione centrale attraverso i dispositivi messi in atto dalla CCP a tale scopo.

Non si tratta di una distinzione che crea due tipologie qualitativamente differenti di Controparti centrali, quanto piuttosto di differente concezione del meccanismo giuridico alla base della compensazione centrale, ovvero la sostituzione (che poi altro non è che il DNA di ogni CCP, e che distingue le CCP le une dalle altre nell'attivazione del meccanismo di compensazione centrale). I meccanismi giuridici attraverso cui si

[224] Pirrong, C., "The Economics of Central Clearing Theory and Practice", p. 1-15, ISDA Discussion Paper, Number One - May 2011.

realizza l'interposizione della CCP fra venditore e comparatore iniziali sono due: la novazione e l'offerta aperta.

Il processo di sostituzione è necessario al fine di assicurare la certezza legale ai membri della CCP e di assicurare loro che il sistema di controparte centrale garantisce l'esecuzione di tutte le operazioni effettuate. Il meccanismo di sostituzione fra un sistema di controparti e i partecipanti diretti avviene attraverso una procedura che può assumere le caratteristiche della: 1) compensazione/netting multilaterale per novazione; oppure 2) della compensazione centrale per "offerta aperta. Per taluni autori[225] si tratta, di due processi differenti dal punto di vista legale, pur tuttavia nella pratica svolgono la medesima funzione la sostituzione delle controparti (partecipanti diretti) con la CCP che in questo modo diventa *principal*[226], ed entrambi hanno lo stesso fine: ridare certezza legale ai membri della CCP e assicurare il rispetto dell'esecuzione di tutte le operazioni effettuate per portare a buon fine la compensazione.

La compensazione multilaterale per novazione/netting è spesso genericamente indicata come processo di "compensazione" di un sistema di CCP. Essa è quel processo utilizzato per sostituire controparti (la fase propriamente di sostituzione della controparte) e il calcolo dei saldi netti (fase della compensazione multilaterale per novazione). Ogni fase è contraddistinta da una novazione separata. La CCP al momento della costituzione può scegliere nel suo metodo di compensazione se effettuare

[225] Chamorro-Courtland, C., "*Counterparty Substitution in Central Counterparty (CCP) System"*, p. 519-520, Banking & Finance Law Review, 517, 2010

[226] Esistono due modelli principali di partecipazione alla CCP, il modello cosiddetto di "agency clearing", predominante negli stati Uniti, secondo cui il partecipante diretto alla CCP riceve il mandato di effettuare i pagamenti dal cliente allo scopo di effettuare i suoi pagamenti o le sue consegne. E il modello cosiddetto "*principal*", dominante in Europa, che che si basa su due relazioni giuridiche separate. Questo modello implica che il partecipante diretto abbia una relazione contrattuale con la CCP, ed agisce in suo nome. Nel modello detto "*principal* ", la relazione è tra partecipante diretto e cliente. Il cliente ha un'esposizione verso il partecipante diretto alla CCP e non con la CCP. Esiste un modello ibrido, preferito allo stato attuale da diverse CCP europee, secondo cui l'accesso diretto è possibile ma sotto forma di sponsorizzazione. Il cliente deve essere sponsorizzato, e attraverso lo sponsor versa i contributi al fondo di garanzia. Secondo questo modello l'agente può agire in qualità di terzo erogatore per le operazioni del cliente (appelli ai margini, gestione del collaterale). I benefici di questo modello risiedono nel fatto che il cliente può avere un accesso diretto alle CCP , senza però dover rispondere ai criteri e ai requisiti richiesti per i membri della CCP.

congiuntamente la sostituzione della controparte e le fasi della compensazione multilaterale per novazione con sostituzione oppure senza sostituzione.[227].

La novazione è particolarmente diffusa in Francia e nel Regno Unito, poiché è lo schema adottato dalla LCH.Clearnet[228], SA, che fa riferimento a questa procedura giuridica, e alla LCH-SA nel Regno Unito. Mentre in Italia (CC&C), Germania (Eurex Clearing AG) e Olanda (ICE Clear Netherlands) il meccanismo giuridico adottato dalle locali CCP è quello dell'offerta aperta.

Con il meccanismo giuridico della novazione la CCP si sostituisce ai diritti e alle obbligazioni dei partecipanti diretti della CCP. In Francia la novazione è definita dal Codice civile all'articolo 1271, secondo cui con la novazione si realizza una sostituzione della CCP nei diritti e nelle obbligazioni delle parti che hanno dato vita alla transazione originale. Conseguentemente la CCP diventa venditore verso il compratore e compratore verso il venditore originario.

In letteratura sul termine novazione non c'è unità d'intenti, ci sono autori che spiegano l'intervento della stanza di compensazione attraverso il processo novazione[229]. Secondo altri autori[230] si tratta piuttosto di una doppia novazione, poiché "la stanza di compensazione si impegnerebbe in qualità di debitore nei confronti del partecipante diretto acquirente, al posto dell'aderente venditore, a consegnare e a pagare i margini, e nei confronti del partecipante diretto acquirente, a pagare il prezzo e a versare i margini". Per altri ancora, si tratterebbe piuttosto di una "tripla novazione" per

[227] Chamorro-Courtland, C., *op, cit*., p. 527.

[228] Art. 13.5.1 des règles de LCH.Clearnet SA : Le regole di funzionamento della LCH.Clearnet SA assicurano lo svolgimento delle funzioni di controparte centrale fra il partecipante diretto dell'acquirente e il partecipante diretto del venditore attraverso gli effetti della novazione che interviene al momento della registrazione da parte di Clearnet delle transazioni che sono state ad essa sottoposte dalle controparti iniziali o in loro nome, la transazione originale costituisce l'oggetto di una novazione e Clearnet interviene ai diritti e alle obbligazioni derivanti da questa transazione al posto delle controparti originarie. La novazione avviene sulle posizioni lorde individuali di ogni partecipante diretto. Alla fine della giornata di negoziazione o in un altro momento della giornata, Clearnet pubblica calcola le posizioni nette da pagare e da consegnare, a partire dalle posizioni registrate, su una base lorda e individuale, per valuta di pagamento e per valori mobiliari.

[229] Merkin, C., et de Saint-Mars, B., « La garantie de bonne fin de al chambre de compensation du marché des valeurs mobilières, p.70, Rue de la Bourse RDB, mars-avril 1992.

[230] Bonneau, T., Drummond, F., « Droit des Marchés financiers, p. 665, 2ème édition, Economica, 2005.

cambiamento di creditor, debitore cui si aggiungerebbe il cambiamento anche dell'oggetto[231].

Il meccanismo dell'"**offerta aperta**" la CCP è immediatamente interposta fra l'acquirente e il venditore dal comento in cui l'acquirente e il venditore si sono messi d'accordo sui termini del contratto. In questo modo con il meccanismo dell'"offerta aperta", l'acquirente e il venditore sono considerati come due soggetti fra cui non è mai avvenuta alcuna relazione contrattuale.

Nei due meccanismi, la CCP si ritrova controparte di fronte all'acquirente e venditore di fronte all'acquirente. La differenza fondamentale fra i due regimi è nel momento in cui la CCP prende in carico la garanzia. Nel caso dell'"offerta aperta", ciò avviene al momento dell'esecuzione, nel caso della novazione, invece, nel momento in cui la CCP riceve l'operazione. Evidentemente ciascuno di questi regime ha le sue implicazioni legali poiché con la novazione può esserci la teorica possibilità che nel corso dell'operazione una perturbazione di tipo tecnico-informatico, per esempio, possa perturbare la trasmissione fra la piattaforma di negoziazione e la CCP. Questo rischio è eliminato ricorrendo all'offerta aperta, poiché utilizzando questo regime la fase uno del processo di novazione viene bypassata[232].

Bliss & Papathanassiou[233], sostengono che l'offerta aperta ha carattere vincolante per la CCP, ciò significa che un contratto che sia concluso tra ogni controparte e la CCP, quest'ultima non può respingere tali contratti, nel sistema di offerta aperta non vi è alcun caso un contratto bilaterale tra i partecipanti alla negoziazione e pertanto non sorgono mai obblighi tra i partecipanti alla negoziazione. Qualora, per qualsiasi motivo, la CCP diventasse parte del contratto con ciascun partner commerciale, il suo contratto non è concluso. In altri termini quest'ultimo contratto non prende forma.

---

[231] Roussille, M., "La Compensation multilatérale », p. 77-79, Dalloz, 2006.

[232] Chamorro-Courtland, C., "*Counterparty Substitution in Central Counterparty (CCP) System"*, p. 538, Banking &Finance Law Review, 517, 2010.

[233] Bliss, R., & Papathanassiou, C., "Derivatives Clearing, Central Counterparties, and Novation: The Economic Implications", p.20-21, 2006, N. 4 Fourth Quarter.

La storia e l'evoluzione delle funzioni delle controparti centrali e con esse del concetto stesso di compensazione centrale può essere sintetizzata in tre passaggi fondamentali: 1) la disciplina che caratterizza la controparte attraverso criteri di adesione e margini, caratterizzano il primo passaggio; di questo aspetto ci occuperemo più avanti nella parte dedicata alla gestione del rischio di controparte; 2) l'efficienza attraverso il *netting*; e infine 3) la novazione, attraverso la quale avviene la centralizzazione dei margini e la mutualizzazione delle perdite; che costituiscono in sintesi le funzioni principali delle moderne CCP.

Il *Netting*. Originariamente, il principale beneficio offerto dalla compensazione attraverso la CCP consisteva nel rimuovere il rischio di controparte, che ancora oggi è al centro delle funzioni delle CCP. La sostituzione di una controparte centrale alle due iniziali (compratore e venditore), permette alle posizioni compensate di essere fra di loro in equilibrio, e in questo modo ridurre il numero delle posizioni. Il *netting* può essere bilaterale o multilaterale: Il *netting* bilaterale consente di combinare gli importi posseduti da due controparti in un unico ammontare che una parte paga all'altra parte. Il *netting* multilaterale implica che la CCP compensa tutte le posizioni le posizioni di compensazione delle sue controparti e riduce i residui in essere in un unico importo netto che una parte paga all'altra parte. Con il *netting* multilaterale la controparte centrale compensa tutte le posizioni delle controparti e riduce il rischio.

La novazione è un servizio cruciale e offerto in esclusiva dalla CCP. Si riferisce al processo legale che sostituisce le originali controparti di un contratto con una singola e dunque centrale contrale per ogni lato della posizione[234]. IL processo di novazione sostituisce le obbligazioni originali bilaterali con obbligazioni con la CCP.

Secondo Roussille[235], nelle applicazioni più recenti la compensazione multilaterale ha luogo fra intermediari e si accompagna spesso ad uno scambio di strumenti o valori mobiliari. Essa è utilizzata da persone che hanno delle obbligazioni fra di loro, come

[234] Giovannini Group, "*Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*", p. 12 Brussels, 2001.
[235] Roussille, M., "*La Compensation multilatérale* », p.50, Paris, Dalloz, 2006.

ad esempio le società di un gruppo, i membri di una rete di commercianti. In certi casi è posta in essere da stanze di compensazione, altre volte sono i sistemi di pagamenti, e più raramente è organizzata direttamente fra i partecipanti. In tutte le situazioni essa tende a semplificare le relazioni fra gli interessati e si svolge in due tempi: innanzitutto la determinazione del saldo necessario per determinare quale delle due parti deve versare il saldo, e quale invece deve ricevere. Questa operazione può far intervenire un agente compensatore (la CCP, un ordinate, un centro di netting), successivamente il regolamento del saldo implica l'intervento di un agente di regolamento (banca centrale, banca commerciale o il depositario centrale).

Dal punto di vista del processo, la compensazione è una parte vitale del ciclo della negoziazione che consiste: nel ricevimento, registrazione, nell'esecuzione, nella compensazione (calcolo delle posizioni nette dei partecipanti), nella gestione dei dispositivi dei rischi, trasferimento dei dati ai sistemi di regolamento allorquando gli strumenti finanziari sono nella condizione di essere ceduti all'acquirente. Nel caso di compensazione di prodotti derivati il regolamento-trasferimento degli strumenti non ha luogo, solo il collaterale sotto forma di titoli o di contante è scambiato fra le controparti della e la CCP. In questo modo si viene a creare un particolare meccanismo che richiede una poderosa gestione dei rischi che da esso derivano, poiché il fatto che tale meccanismo permetta la riduzione dei bisogni di liquidità per i partecipanti e in definitiva per i membri compensatori ha delle conseguenze per il sistema finanziario. Se non ben gestito, il rischio di controparte che questo meccanismo genera, può essere all'origine di ricadute sul funzionamento dei mercati dei derivati e soprattutto alla stabilità del sistema finanziario. Il tema del meccanismo e della gestione del rischio sarà affrontato più avanti. A questo stadio è importante sottolineare come il calcolo della posizione netta per partecipante, e per questa via la compensazione dell'insieme delle operazioni permette di ridurre il fabbisogno di liquidità ai fini del collaterale a garanzia dei contratti. Questo meccanismo è conosciuto come il meccanismo di compensazione altrimenti definito di *netting*, che ha come effetto principale di ridurre i flussi di liquidità e di pagamento e di consegna di attività (sotto forma di strumenti

finanziari, materie prime o merci, e ciò sulla base della specializzazione della CCP in nelle specifiche attività prima dettagliate). Il termine *netting* è riferito alla funzione tecnica della compensazione.

Con l'esecuzione due controparti incorrono in obbligazioni legali relative all'acquisto e alla vendita di valori mobiliari, oppure allo scambio del sottostante nel caso di derivati. Nel caso di contratti derivati, le controparti assumono più propriamente posizioni che derivano dal contratto medesimo: una di vendita e una di acquisto. Nel caso di transazioni in valori mobiliari lo scambio avviene fra: il compratore e il venditore. Questa differenza, messa in rilievo da Krozner[236], nasce dal fatto che mentre in una transazione finanziaria in valori mobiliari il lasso di tempo fra l'esecuzione e il regolamento è solitamente fra un giorno e cinque giorni, questo tempo può essere relativamente lungo o molto più lungo per i derivati, dove può essere anche di anni e a volte decadi. Ciò particolarmente nel caso di derivati OTC costruiti su misura delle esigenze delle controparti.

Durante questo lasso di tempo la negoziazione deve essere processata, gestita, monitorata e preparata per il regolamento.

Il regolamento attiene all'adempimento delle obbligazioni legali del contratto.

Da una prospettiva funzionale la compensazione è analizzata come servizio che non consiste in un'unica prestazione, al contrario la compensazione si divide in diversi servizi all'interno della catena di valore della compensazione e il numero dipende dalle caratteristiche del mercato e del prodotto compensato.

Generalmente i servizi inerenti alla compensazione possono essere variamente distinti:

- servizi di compensazione di base;
- servizi con valore aggiunto;
- servizi complementari.

[236] Krozner, R., S.,, "*Can Financial Markets privatively regulate Risk*?: *The Development of Derivatives Clearing Houses and Recent Over-the -Counter Innovations*", pagg.: 16-17, Working Paper, Chicago, 1999.

Ognuno di questi servizi di compensazione ha un diverso scopo e comprende diverse funzioni.

Servizi di compensazione di base

La compensazione, come detto in precedenza, riguarda il processo che ha luogo fra l'esecuzione della vendita e il regolamento. Il legame fra il processo di negoziazione e il regolamento crea lo spazio per l'offerta di un certo numero di servizi di compensazione essenziali per il ciclo di vita di uno scambio di valori mobiliari o di uno scambio di sottostanti relativo a un contratto di derivati, e include:

- **La conferma dell'ordine**: la negoziazione implica la nascita di un'obbligazione fra venditore e compratore, ognuna di esse attraverso l'esecuzione dell'ordine viene incorporata, dopodiché terminata la negoziazione la transazione e nel caso specifico dei derivati, la posizione, entra nella successiva procedura di compensazione. Il primo stadio di questa procedura riguarda la valutazione della coerenza dei termini della vendita e dell'acquisto, in modo da prevenire errori non intenzionali. Questo servizio prende il nome di Conferma dell'ordine[237].
- **La gestione delle posizioni** o transazioni, a secondo che si tratti di contratti derivati o di altri strumenti finanziari. Nel caso di contratti di derivati, le posizioni necessitano di essere processate e gestite fino a che l'obbligazione legale derivante dal contratto sia stata adempiuta. L'adempimento dell'obbligazione legale nel caso di posizioni in derivati può richiedere anche un tempo molto lungo. Conseguentemente spetta alla CCP offrire una serie di servizi. La standardizzazione che contraddistingue i derivati negoziati in mercati regolamentati, consente che le posizioni di vendita (posizione corta) e di acquisto (posizione lunga) precedentemente stabilite siano compensate attraverso un'appropriata posizione di ***close-out***. In questo caso l'adempimento

[237] Bank for International Settlements, "*Recommendations for Securities Settlement Systems", Report in Cooperation with the Committee of Payment and Settlement Systems and the technical Committee of the International Organization of Securities Commissions*, Basel, 2001, p.9.

del contratto, la vendita o l'acquisto del sottostante, non è più necessaria[238]. Tuttavia, anche quanto i contratti di derivati sono negoziati, resta comunque un certo numero di contratti (venduti o acquistati) che non sono ***close-out***[239], regolati o consegnati in un dato giorno e quindi rimangono aperti. Il numero totale dei contratti a termine di futures e/o di opzioni in essere, che sono detenuti dalle controparti alla fine di ogni giorno di negoziazione è indicato come posizione aperta. La posizione aperta di un contratto derivato negoziato in mercati regolamentati è detenuta e gestita dalla CCP. Pertanto, la fase della gestione delle transazioni è particolarmente importante nel contesto delle negoziazioni in derivati e servizi addizionali a valore aggiunto.

- **La gestione della consegna** costituisce la parte finale del servizio all'interno del ciclo di vita della compensazione. È il processo che precede e prepara le istruzioni di regolamento per scambi di strumenti finanziari o swaps, mentre per i contratti derivati si tratta del sottostante.

Servizi di compensazione con valore aggiunto. Si tratta di servizi non essenziali al ciclo di vita di uno scambio, ma possono conferire alla compensazione un valore aggiunto. Si tratta adi servizi unici resi dalla CCP allo scopo di adattare l'offerta dei servizi alle specifiche necessità e specificità dei derivati. Rientrano in questa categoria di servizi unici: la novazione, il *netting*/la compensazione delle posizioni, la gestione del rischio, la gestione delle garanzie e la gestione del contante, intesa come gestione del collaterale nella forma più liquida.

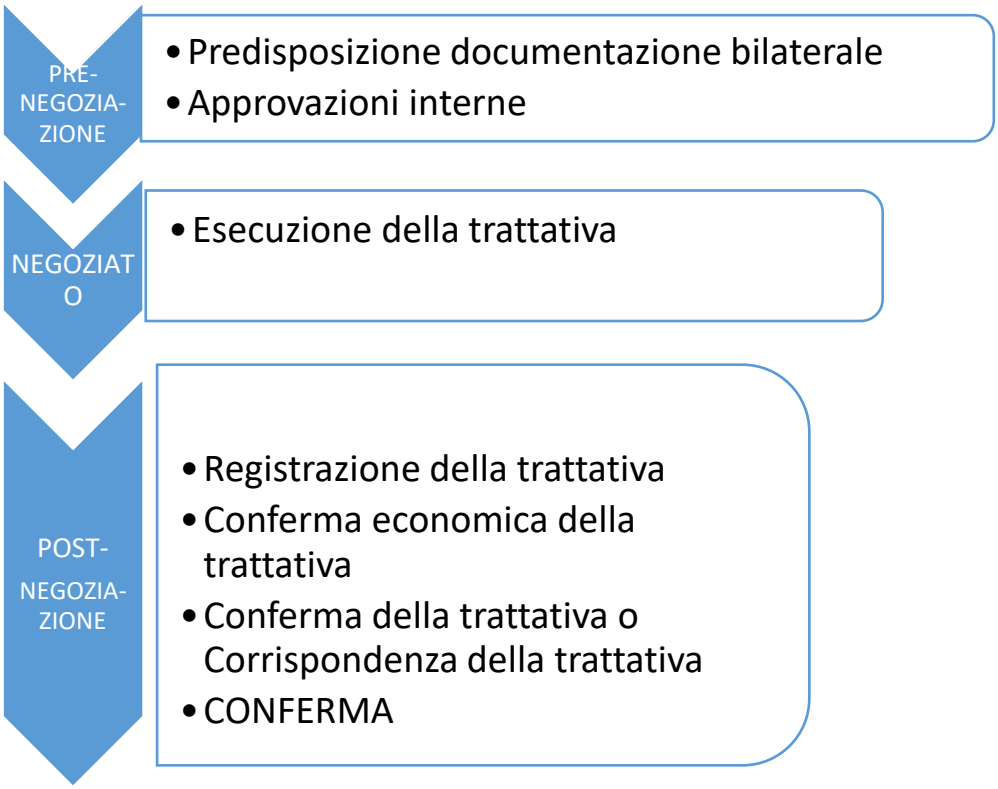
Il soddisfacimento delle obbligazioni legali per le posizioni in derivati richiede servizi supplementari indispensabili fra la compensazione e la conferma dell'ordine. La standardizzazione dei derivati negoziati sui mercati regolamentati ha reso possibile stabilire prima della vendita o prima dell'acquisto di posizioni compensate attraverso appropriate posizioni e ciò in virtù della clausola del ***close-out***. In questo caso,

[238] Eurex (ed.), "*Clearing: Risk Based Margining*", p. 11, Frankfurt a. M., 2003.
[239] Loader, D., "Clearing, Settlement and Custody, p. 215 2nd edition, Oxford /Burlington, 2004.

l'esecuzione del contratto ad esempio la consegna o l'acquisto del sottostante non è più necessario.

Il ciclo di vita di un contratto di derivati[240] si snoda attraverso alcuni eventi riassunti nella figura sottostante:

Schema ciclo di vita di un prodotto derivato dalla negoziazione alla conferma



Fonte: rielaborazione Banca Centrale Europea

1) Pre-negoziazione, questa fase è contrassegnata dalla predisposizione della documentazione da parte delle parti, dell'analisi di credito e stabilisce linee di credito, istituisce limiti alla negoziazione, questa fase si conclude con approvazioni interne e a quel punto si può passare alla negoziazione vera e propria;

2) Negoziazione, che si basa sull'**esecuzione della negoziazione**,

[240] ECB, Payment, Securities and Derivatives, and the role of the Eurosystem, Editor Tom Kokkola, ECB 2010, pag. 100 e seguenti.

3) Post-negoziazione che comprende una serie di tappe ed esattamente nell'inserimento del contratto, conferma economica del contratto, conferma della negoziazione o corrispondenza della negoziazione e infine nella conferma.

L'esecuzione della negoziazione comporta l'inserimento di un contratto su una piattaforma di negoziazione oppure bilateralmente. Nel caso di contrattazione sui mercati regolamentati l'inserimento del contratto è effettuato in occasione dello scambio. Per i contratti negoziati bilateralmente le parti inseriscono i dettagli della negoziazione nei loro rispettivi sistemi interni.

La negoziazione in quanto tale si sviluppa attraverso ulteriori processi che comprendono: 1) la gestione delle garanzie, 2) la riconciliazione dei portafogli, 3) la compensazione, e infine 4) la compressione dei portafogli.

Quanto al ruolo della gestione delle garanzie in diverse aree dei mercati finanziari, e in particolare per quanto riguarda il mercato dei derivati, come già argomentato nel capitolo due, il ricorso al collaterale è proporzionalmente aumentato con l'aumentare delle transazioni garantite, in coincidenza con la crisi del 2008 e poi continuato negli anni successivi. Di converso è diminuito il ricorso al collaterale nelle transazioni bilaterali non garantite[241].

La fase finale del processo post negoziazione si concretizza nella creazione del documento definitivo della transizione di prodotti derivati, la conferma può avvenire in due modi: attraverso una conferma della negoziazione oppure attraverso una corrispondenza della negoziazione. In entrambi i casi le parti sono tenute a conservare tutte le informazioni relative al contratto e alle differenti fasi per tutta la durata del contratto.

Nel corso dei paragrafi che seguono esamineremo questi tre passaggi fondamentali, iniziando dal concetto di appartenenza alla controparte centrale, strettamente connesso con quello della infrastruttura che assicura questa importante funzione.

[241] ECB, "Collateral, central clearing counterparties and regulation, by Bruni Biais, Florian Heider, and Marie Hoerova, in: Research Bullettin, No. 416 December 2017.

Originariamente, solo alcune selezionate controparti potevano negoziare contratti nelle borse valori. Considerata la mancanza di una ben definita appartenenza, questo ha impedito la formazione di soluzioni collettive alla mitigazione del rischio nei mercati dei derivati OTC[242]. In altri termini l'accesso condizionato dei partecipanti diretti alla CCP protegge le loro posizioni, poiché altri membri possono compensare attraverso di loro. L'appartenenza ad una CCP non può essere aperta a tutti, in tal senso le CCP non sono delle entità pubbliche, le regole alla base dell'appartenenza ad una CCP devono prevedere un accesso il più possibile aperto ed equo e non restringere l'uso da parte dei membri di certi sistemi di regolamento basati sull'appartenenza o su accordi[243].

Tre sono i requisiti per l'appartenenza ad una CCP: 1) merito creditizio: il partecipante diretto deve avere un rating che si accertato da una terza parte o con metodi interni; 2) la liquidità: la capacità del candidato a membro della CCP di soddisfare requisiti di liquidità, come ad esempio la capacità di rispondere con cortissimo avviso a un appello ai margini (che in tal caso sarebbero più esattamente Margini di variazione); 3) requisiti operativi da intendere come la capacità di aderire alle regole della CCP e in tal caso quelli pertinenti la capacità di partecipare alle aste. Ulteriori requisiti potrebbero essere richiesti e riguardano: il capitale di base, il rating, requisiti operativi, contributi al fondo di garanzia, il partecipante diretto deve avere una licenza di intermediario rilasciata da un'autorità dell'Unione europea, o da un'altra autorità regionale [244].

L'appartenenza ad una sede di negoziazione specializzata in contratti derivati richiedeva una certificazione di affidabilità delle controparti e quindi una valutazione, l'introduzione di alcuni incentivi per l'adempimento degli obblighi era concepito per fare fronte a situazioni avverse. Questo è lo spirito accolto dal regolamento EMIR che sviluppa il concetto di accesso aperto ai servizi della CCP traendo ispirazione dalla

[242] Bliss, R., Papathanassiou, C., "Derivatives clearing, central counterparties and novation: The economic implications", 8 March 2006, pag. 13.
[243] Bliss, R., Papathanassiou, C., "Derivatives clearing, central counterparties and novation: The economic implications", 8 March 2006.
[244] Gordon, J., "Central Counterparties Mandatory Clearing and Bilateral Margin Requirements for OTC Derivatives", p. 135, London, Wiley, 2014

teoria delle "strutture essenziali"[245] e quindi dei servizi e delle infrastrutture essenziali, cui si ispira l'articolo 82[246] del Trattato che istituisce la Comunità Europea. Una struttura, un servizio o infrastruttura essenziale si caratterizza per la peculiarità di non poter essere replicabile ovvero potrebbe esserlo ma con estreme difficoltà dovute a limiti di tipo fisico, geografico, legale o economico. Le autorità europee hanno argomentato che i sistemi di pagamento sono essenziali nel settore finanziario[247], e che i servizi delle CCP sono anche essi da considerare servizi essenziali, per i seguenti motivi[248]:

- Le CCP sono generalmente istituite per servire un mercato nazionale;
- È economicamente non fattibile replicare i servizi offerti da una CCP a causa dei costi tecnici di stabilimento e agli accordi di gestione del rischio;
- Non è desiderabile duplicare i servizi della CCP poiché l'efficienza aumenta con l'aumentare degli utilizzatori e dei prodotti che vengono compensati;
- Una volta istituita una CCP, economie di scala, di scopo tipiche di queste infrastrutture e relativi effetti, possono creare difficoltà ai nuovi entranti.

Queste caratteristiche hanno delle ripercussioni sul tipo di regolamentazione da adottare.

[245] European Commission, DG Competition, "*Report on Competition Policy* 1996*"* , Brussels, 1997

[246] Articolo 82 del Trattato: È incompatibile con il mercato comune e vietato, nella misura in cui possa essere pregiudizievole al commercio tra Stati membri, lo sfruttamento abusivo da parte di una o più imprese di una posizione dominante sul mercato comune o su una parte sostanziale di questo. Tali pratiche abusive possono consistere in particolare: a) nell'imporre direttamente od indirettamente prezzi d'acquisto, di vendita od altre condizioni di transazione non eque; b) nel limitare la produzione, gli sbocchi o lo sviluppo tecnico, a danno dei consumatori; c) nell'applicare nei rapporti commerciali con gli altri contraenti condizioni dissimili per prestazioni equivalenti, determinando così per questi ultimi uno svantaggio per la concorrenza; d) nel subordinare la conclusione di contratti all'accettazione da parte degli altri contraenti di prestazioni supplementari, che, per loro natura o secondo gli usi commerciali, non abbiano alcun nesso con l'oggetto dei contratti stessi.

[247] European Commission, DG Competition, "*Report on Competition Policy* 1996*"*, Brussels, 1997.

[248] Bliss, R., Papathanassiou, C., "Derivatives clearing, central counterparties and novation: The economic implications", 8 March 2006, pagg. 14-15

3.6.1 Tipologie di compensazione e relative metodologie

James T. Moser[249] individua tre metodi di compensazione che nel corso del tempo si sono affermati: ***compensazione diretta*** o bilaterale, in cui i contratti fra le due parti rispondono a specifiche esigenze che in caso di controversie richiede il ricorso a un arbitro specializzato in controversie commerciali; ***compensazione a cerchio*** o multilaterale, che facilita i contratti aumentando il numero di potenziali controparti e riduce il rischio di credito attraverso la riduzione dell'ammontare di depositi nel caso di compensazione dei contratti e riduce i costi di mantenimento delle posizioni contrattuali aperte diminuendo l'ammontare di deposito di Margini richiesti a garanzia; ed infine la ***compensazione completa*** attraverso l'interposizione della controparte centrale in ogni contratto. Quest'ultima permette che i contratti sottoposti a compensazione centrale diventino fungibili rispetto ad un tempo al sottostante (materie prime) e al rischio di controparte.

Per effetto della recente crisi finanziaria le CCP hanno accresciuto il ruolo di compensatori del rischio di controparte legato all'aumento delle transazioni in derivati e delle posizioni assunte nei derivati OTC, divenendo un elemento centrale della gestione del rischio nei mercati finanziari, per effetto dei vantaggi che la compensazione centrale comporta: riduzione del rischio di controparte, semplificazione delle esposizioni attraverso il *netting* multilaterale e la condivisione del rischio, un più efficiente uso del collaterale. In altri termini la concentrazione del rischio di fallimento non è più dispersa attraverso il sistema globale, ma meglio aggregato e monitorato da parte delle CCP.

Allo stesso tempo l'accresciuta importanza della compensazione centrale ha reso le CCP un nodo chiave per la propagazione del rischio nel sistema finanziario[250]. Il ruolo centrale che le CCP svolgono nel sistema finanziario e i potenziali effetti che la loro gestione del rischio può comportare sul ciclo economico fa sì che le CCP non debbano

[249] Moser, James T., "Contraction Innovations and Evolution of Clearing and Settlement Methods at Futures Exchanges, Federal Reserve Bank of Chicago, 1998

[250] Coeuré, B., "The *unknowns of central clearing*", speech at the meeting on the global economy and financial system hosted by the University of Chicago Booth School of Business Initiative on Global Markets, Coral Glabes, 29 March 2014.

essere considerate unicamente da un punto di vista microprudenziale bensì anche in una prospettiva macroprudenziale[251]. Tutto ciò segna un passaggio molto importante poiché la discussione sulle scelte di politica macroprudenziale precedentemente allo scoppio della crisi finanziaria si era basata unicamente sulla centralità delle istituzioni finanziarie di natura bancaria e sulle imprese di investimento come vettori del rischio sistemico.

Da questo punto di vista il lavoro fatto in seno alla IOSCO e alla Commissione sui pagamenti e Infrastrutture di Mercato (CPMI) culminato nel 2012 con l'adozione dei ***"Principles for Financial market Infrastructures***" rappresenta un evidente cambio di passo, poiché anche alle CCP viene chiesto l'adozione di Margini limitanti la prociclicità[252], oltre che scarti di garanzia, che possono avere effetti pro-ciclici.

I requisiti di margini sono pro-ciclici se sono positivamente correlati con le fluttuazioni di mercato. Non è una pratica inconsueta aumentare i margini in periodi di elevata volatilità dei prezzi. Tuttavia, il conseguente incremento del livello dei margini deve essere appropriato e sufficiente a coprire il rischio di controparte. Tuttavia, rapidi aumenti nei requisiti di margini durante un periodo di elevata volatilità possono contribuire a aumentare gli stress di mercato. Ciò è dovuto al fatto che i margini sono finanziati da contante o da attività altamente liquide, e i periodi di stress possono essere associati a un'alta domanda di collaterale e una riduzione della liquidità. Un esempio di effetti della prociclicità dei margini si verificò nel corso della crisi del debito sovrano nell'Eurozona nel 2011, allorquando in novembre, il differenziale dello spread fra BTP dello Stato italiano e il *bund* tedesco aumentò in modo vorticoso. La CCP italiana Cassa di Compensazione e Garanzia, e la corrispondente francese LCH SA, collegate da accordi di interoperabilità e specializzate nella compensazione di contratti *repo*

[251] Coeuré, B., "*Towards a macroprudential framework for central counterparties*", Introductory remarks at a policy panel discussion on the progress with macroprudential instruments at the ESRB Conference on Macroprudential Margins ad Haircuts, Frankfurt am Main, 6 June 2016

[252] Coeuré, B., "*The unknowns of central clearing*", speech at the meeting on the global economy and financial system hosted by the University of Chicago Booth School of Business Initiative on Global Markets, Coral Glabes, 29 March 2014CPSS-IOSCO "*Principles for Financial market Infrastructures"* April, 2012, pag. 53.

(operazioni di pronti contro termine, con titoli governativi a garanzia) aumentarono sensibilmente i requisiti di margine sui BTP italiani[253].

La Banca d'Italia, da parte sua sottolineò che il richiamo dei margini i titoli pubblici utilizzati come collaterale nella raccolta bancaria all'ingrosso (ad esempio mediante operazioni pronti contro termine) o presso la banca centrale. Oltre a comprimere il valore delle garanzie disponibili, un innalzamento del rischio sovrano può determinare la richiesta di ricostituzione dei margini (*margin calls*) o di aumenti degli scarti di garanzia (haircuts); in casi estremi, può portare all'esclusione dei titoli dal novero degli strumenti utilizzabili come collaterale nelle operazioni di raccolta. Tali richieste di margini hanno portato ad un ulteriore ampliamento del suo spread e a una riduzione della liquidità quando era necessario[254].

Le CCP possono ridurre gli effetti pro-ciclici dei Margini. In accordo con Principi per le Infrastrutture Finanziarie di Mercato esse possono ridurre questi effetti attraverso tecniche di mitigazione della prociclicità volte a mantenere un'adeguata copertura dei margini, applicando requisiti di margine stabili e conservativi e in particolare attraverso modelli parametrici, oppure nel caso di modelli di rischio basati sul metodo del *lookback period* introducendo nelle serie storiche anche periodi caratterizzati da stress e quindi con margini più alti. Infine, introducendo un livello minimo del margine che possono scendere in periodi bassa volatilità e aumentare in casi di un aumento della volatilità dei prezzi sui mercati.

La particolare combinazione del *Default Waterfall* scelto dalla CCP crea degli incentivi[255]per i partecipati diretti e la CCP che derivano dalle risorse, dal capitale

[253] La Cassa di compensazione e garanzia (CCG) (nel corso del 2011) ha rivisto più volte i parametri utilizzati per calcolare i margini che i partecipanti sono tenuti a versare a garanzia delle operazioni. Per effetto di queste revisioni l'ammontare totale dei margini iniziali è aumentato del 39 per cento rispetto al corrispondente periodo del 2010, in seguito soprattutto all'incremento registrato dalla componente relativa alle operazioni in titoli di Stato. Tra maggio e luglio è stato aumentato anche l'importo della componente mutualistica (default fund) a garanzia delle operazioni in titoli obbligazionari, ora quasi doppio rispetto alla fine del 2010. In: Banca d'Italia Rapporto sulla Stabilità Finanziaria, N. 2 2011, pag. 63

[254] Banca d'Italia, Rapporto sulla Stabilità finanziaria, N. 2 Novembre 2011, pag. 18

[255] Carter, L., Garner, M. "*Skin in the Game – Central Counterparty Risk Controls and Incentives*", Bulletin, June Quarter 2015

proprio della CCP e dai singoli contributi dei membri alle risorse precostituite. Ciò detto, ogni parte dell'accordo di compensazione centralizzata è preoccupata per il rischio legato all'utilizzo dei fondi del *default waterfall*, poiché saranno usati per ripianare le perdite del partecipante diretto inadempiente. Così come il capitale proprio della CCP, che come partecipante alla CCP ha contribuito a versare in quota parte, può creare incentivi per una gestione prudente del rischio attraverso il contributo in quota parte al costo del default di un membro inadempiente. Questo meccanismo alla base del *default waterfall* può in questo modo contribuire a: 1) ridurre gli effetti di informazione asimmetrica, che sono all'origine dei costi di monitoraggio, e 2) contribuire a ridurre i comportamenti di *free reader*. In entrambi i casi con effetti positivi per la compensazione centralizzata.

L'importanza degli incentivi consiste nel fatto che nel progettare i meccanismi di assegnazione delle perdite e di recupero per una CCP, occorre tenere presente non solo la loro efficacia nell'assorbire le perdite in uno scenario di stress, ma anche gli incentivi alla gestione del rischio che forniscono alla CCP e ai suoi partecipanti diretti prima del verificarsi di tali scenari di stress[256].

Ciò detto, è del tutto evidente che le CCP, per loro natura non sono entità che assumono in proprio il rischio, sono piuttosto entità che svolgono un'attività di aggregazione dei rischi, non possono essere assoggettate agli stessi requisiti macroprudenziali, cui sono assoggettate le banche la cui funzione sociale preminente (per le banche commerciali in modo particolare) è quella di trasformare i rischi e le scadenze.

Coeuré, componente del Direttorio della BCE, in un suo intervento ha indicato le direzioni che la regolamentazione delle CCP avrebbe dovuto intraprendere e gli obiettivi fondamentali della stessa, tenendo conto che esse non sono entità che assumono rischi, ma piuttosto di controllare la via attraverso cui possono propagare il rischio, incluso la maniera di allocare le loro perdite in caso di fallimento di un partecipante diretto. In secondo luogo, poiché gli approcci macro e micro-prudenziali

[256] CONT, R., "*The end of the waterfall: default resources of central counterparties*", Working Paper Norges Bank Research 16! 2015, pag. 38.

hanno prospettive differenti, essi possono in pratica fare affidamento su alcuni strumenti per raggiugere i medesimi obiettivi: "un approccio macroprudenziale alle CCP dovrebbe anche implicare elementi di gestione del rischio micro-prudenziali, in quanto entrambi strettamente interconnessi"[257]. Coeuré indica la traiettoria di questo approccio macroprudenziale alle CCP che dovrebbe essere sviluppato a livello CPMI-IOSCO e poi evidentemente trasposto successivamente nel diritto europeo.

Secondo B. Coeuré, aspetti fondamentali della futura regolamentazione europea delle CCP avrebbero dovuto includere: 1) Criteri per identificare le CCP che sono sistemiche, cui applicare più stringenti principi relativi alla mitigazione del rischio, e in modo particolare un requisito "*cover 2*" (scenario di fallimento fino a due partecipati diretti – di una certa importanza-) per calibrare quindi includere l'allocazione delle perdite in caso di un particolare fallimento di un partecipante diretto; 2) Introdurre cuscinetti prudenziali, altamente robusti che le CCP devono implementare in tempo utile, in modo da ridurre attraverso di essi la necessità di prendere misure improvvise e brusche al verificarsi di eventi di stress; 3) Identificazione e mitigazione di potenziali comportamenti pro-ciclici, attraverso la messa in opera di margini limitanti il ciclo economico. Gli orientamenti[258] (che i due regolatori avrebbero dovuto adottare) avrebbero dovuto prevedere un comportamento coerente delle CCP nel misurare la prociclicità attraverso metriche quantitative e includere la prociclicità nei modelli interni di validazione dei processi; 4) prevedere oltre agli stress test interni fatti direttamente dalle CCP, anche stress test attraverso diverse giurisdizioni.

Tuttavia le CCP sono divenute nel tempo attori globali in virtù del loro operare oltre i confini di un continente e per tali motivi sono divenuti attori sistemici. Per comprendere l'importanza crescente della compensazione centrale riportiamo alcuni dati riguardanti paradossalmente i derivati non compensati centralmente, perché la

[258] Il FSB ha pubblicato le "*Guidance on CCP Resolution and Resolution Planning"* nel luglio 2017 dopo due consultazioni pubbliche degli stakeholder.

dimensione dei requisiti di margini per questi derivati, per i quali il Comitato di Basilea e la IOSCO hanno deciso di estendere la fase di implementazione al 1° settembre 2021 (spostandola in avanti di un anno). A partire da quella data, le entità con un importo nozionale medio aggregato di derivati OTC non compensati centralmente superiori a 8 miliardi di euro saranno soggetti ai requisiti di margini. Alla data del 1° settembre 2021 è stato stimato che 50 milioni in valore nozionale di derivati non compensati centralmente saranno soggetti alla compensazione centrale[259].

3.6.2 Evoluzione della compensazione centrale

Il paragrafo inizia con l'analisi dell'evoluzione che ha interessato le Controparti Centrali, in quanto struttura, ed è associata e preceduta dall'analisi delle funzioni e quindi dal ruolo che ha assunto la compensazione centrale in quanto metodologia nel tempo.

L'introduzione dell'obbligo della compensazione centrale è uno strumento regolatorio relativamente nuovo, poiché è entrato in scena solo a seguito dell'implementazione dell'agenda stabilita dal G20 a Pittsburgh nel settembre 2009, esso serve per mitigare il rischio sistemico dei derivati OTC.

Questa obbligatorietà ha portato le controparti centrali in prima linea nella regolamentazione riguardante i mercati finanziari e la stabilità degli stessi.

La combinazione dell'obbligo della compensazione[260] e della concentrazione del rischio di controparte in un'unica infrastruttura centrale di mercato, ha accresciuto il rischio di fallimento della infrastruttura medesima.

[259] Press releases: Basel Committee and IOSCO agree to one-year extension of the final implementation phase of the margin requirements for no-centrally cleared derivatives, I www.bis.org/press/p190723.htm

[260] La compensazione è definita ai sensi dell'articolo 2 p.1 punto 3) come "la procedura intesa a determinare le posizioni, tra cui il calcolo delle obbligazioni nette, e ad assicurare la disponibilità degli strumenti finanziari o del contante, o di entrambi, per coprire le esposizioni risultanti dalle posizioni". Nel corso della ricerca il termine compensazione sarà indifferentemente utilizzato assieme a quello di *clearing.*

La compensazione centrale è evoluta nel tempo, per effetto dell'aumento significativo registrato nelle transazioni sottoposte a compensazione centrale. Tanto dal punto di vista qualitativo relativo alle modalità di esecuzione che dal punto di vista quantitativo. Quanto alle modalità di esecuzione, James T. Moser descrive il processo di compensazione centrale e di liquidazione dei derivati *Futures*[261], che sono i derivati più diffusi e standardizzati e normalmente negoziati nei mercati regolamentati.
Moser sviluppa l'analisi delle operazioni di compensazione centrale in due diversi contesti: compensazione centrale in assenza di inadempimento e compensazione centrale con problemi di inadempimento.

3.6.3. Compensazione centrale in assenza di problemi di inadempimento

Nel primo caso la compensazione del *Future* si snoda attraverso tre stadi. Il primo si caratterizza per la registrazione del contratto negoziato, la registrazione identifica le controparti contrattuali e l'ammontare delle rispettive passività. Essendo contratti altamente standardizzati la registrazione si profila molto semplice e si sostanzia nella registrazione del tipo di contratto (specifica del sottostante) e del mese di consegna. La registrazione avviene allorquando i contratti di acquisto e di vendita vengono abbinati. Il ricorso alle controparti centrali nel caso dei *Futures* può avvenire anche da parte di clienti non partecipanti diretti, attraverso la registrazione in qualità di clienti e il pagamento di relative commissioni di registrazione (*non member futures commission merchants -FCMs-*). La registrazione alla CCP abilita il cliente non partecipante diretto alla compensazione centrale costituisce la seconda fase. L'aggregazione delle relative transazioni di ogni membro della CCP identifica gli impegni di compensazione. Infine, nella terza fase, la liquidazione del contratto estingue il pagamento delle passività delle controparti. Nella compensazione bancaria, la liquidazione quando il titolare del conto è aggiustato per riflettere l'ammontare (di

[261] Un contratto derivato Future è un contratto a termine standardizzato con il quale le parti si impegnano a scambiare una certa attività finanziaria reale a un prezzo prefissato e con una liquidazione differita a una data futura (Borsaitaliana.it).

passività) pagato, e le obbligazioni sono soddisfatte. Tutti i contratti in essere sono contrassegnati con il prezzo di regolamento e poiché sono negoziati i pagamenti sono determinati dalle obbligazioni compensate. Infine la liquidazione avviene quando i pagamenti dovuti ai partecipanti diretti sono eseguiti. Con la compensazione bancaria il contratto *Future* rimane in essere a seguito del regolamento, ciò implica che il rischio di controparte non si esaurisce con il soddisfacimento delle obbligazioni, la liquidazione periodica riduce il rischio della porzione non garantita del cambio prezzo realizzato alla successiva liquidazione.

F. Edwards[262] sempre relativamente ai *Futures* mette in evidenza le differenze fra compensazione bancaria e compensazione centrale, poiché la compensazione bancaria si basa sulla compensazione dei pagamenti fra membri, raccogliendo pagamenti e quindi accreditando o addebitando i conti dei membri.

Diversamente le controparti centrali garantiscono l'adempimento dei contratti compensati. Le controparti centrali estinguono le passività correnti e adottano misure per ridurre l'esposizione a future inadempienze, poiché la garanzia di esecuzione, implicita nella garanzia, implica che una certa esposizione residua rimanga.

3.6.4. Compensazione centrale con problemi di inadempimento

Relativamente alla compensazione con problemi di adempimento, i tre metodi in cui può svilupparsi la compensazione: diretta o bilaterale, **a cerchio** o multilaterale e infine completa con controparti centrali, presentano ciascuno specifici problemi legati al rischio di credito e modalità contrattuali differenti per risolvere detti rischi.

La compensazione **diretta** è il più antico metodo, sviluppatosi a partire dagli Stati Uniti già nel XVIII secolo, e inizialmente le garanzie non erano negoziate bilateralmente e si basavano sulle materie prime in auge all'epoca. Si basavano su schemi volontari solo molto tempo dopo standardizzati e i tempi più vicini a noi negoziati nei mercati regolamentati, le cui regole stabilivano che l'adempimento del contratto doveva essere

[262] Edwards, F., " The clearing Association in Futures Markets: Guarantor and Regulator", The industrial Organization of Futures Markets, editor Ronald W. Anderson, Lexington Books, pp. 225-254.

esclusivamente diretto. Tuttavia la mancanza di uniformità comportava limiti alla compensazione fra controparti originari.

Le borse valori che utilizzavano meccanismi di compensazione più avanzati generalmente permettevano la compensazione diretta (Moser, 1998).

La compensazione **a cerchio o multilaterale**, è un tipo di compensazione relativamente informale, poiché si basa su accordi di tipo volontario ma una volta sottoscritti vincolano le parti fino al regolamento del contratto, fra tre o più controparti interessati ad adempiere a determinate obbligazioni. Essa è incentivata poiché riduce le esposizioni al rischio di controparte e riduzioni nei costi di mantenimento di esposizioni aperte. Il raggiungimento di questi benefici implica che i partecipanti accettino che ulteriori controparti possano sostituirsi alle loro controparti originarie. È compito delle borse valori porre in essere regole interne e adottare pratiche che favoriscano l'accesso delle controparti a questi benefici e facilitano la compensazione (multilaterale).

Chiaramente una compensazione con queste caratteristiche richiede che i contratti siano fungibili e di conseguenza anche il sottostante e la data di consegna. La completa fungibilità richiede l'accettazione di sostituti delle controparti originarie. Ciò ha facilitato la standardizzazione dei contratti e favorito i partecipanti al mercato poiché la standardizzazione ha reso possibile il *benchmark* fra contratti.

Conseguentemente, operando attraverso un regolamento **a cerchio** la compensazione multilaterale ha enfatizzato il rischio di credito di controparte. Le parti devono mettersi d'accordo su un prezzo per regolare tutti i contratti. Applicando prezzi di regolamento ai contratti basati sulla compensazione multilaterale, questo comporta nello specifico profitti o perdite sul contratto e la compensazione di ciascuna controparte fornisce l'utile netto individuale di ogni controparte.

Oltre al rischio di controparte la compensazione multilaterale comporta i costi per il mantenimento di posizioni aperte. Il mantenimento di deposito di Margini è parte significante di questo costo. Per facilitare la compensazione multilaterale le borse valori adottano meccanismi centralizzati per pagamenti e consegne. Due tipi di

deposito di Margini possono essere richiesti. Il primo, il Margine originale, limitato al massimo al 10 per cento del valore del contratto, il secondo tipo è il Margine di variazione e viene applicato unicamente alla controparte che registra una perdita ed è calcolato come differenza fra il prezzo di contratto il prezzo di regolamento corrente al momento in cui si realizza la perdita. Sono le regole stabilite dalla borsa valori a stabilire le regole che governano i Margini.

3.6.5. Regolamento mediante compensazione centrale

La compensazione centrale interpone la CCP come controparte nei confronti di ogni parte dei contratti, la controparte centrale è ad un tempo venditore nei confronti di ogni contratto di vendita e acquirente nei confronti di ogni contratto di acquisto. Una CCP diviene una controparte delle negoziazioni con i partecipanti del mercato attraverso novazione, offerta aperta o analoghi accordi[263]. Divenendo controparte centrale la CCP assume a sé il rischio di controparte e lo sostituisce al rischio di credito di ogni controparte. Questa misura rende i contratti sottoposti a compensazione centrale completa pienamente fungibili. Il grado di standardizzazione implica che le materie prime sottostanti i contratti siano le stesse e che tutti i contratti abbiano equivalenti rischi di credito (Moser, 1998)[264]. Gli accordi di condivisione delle perdite, alla base della compensazione centrale completa, determinano l'esposizione alle perdite in relazione ad ogni contratto aperto. I membri della controparte centrale rispondono esigendo una compensazione per questo rischio. In termini di efficienza questo tipo di compensazione presenta alcuni importanti benefici, riducendo le obbligazioni fra controparti attraverso la compensazione le posizioni lunghe aperte sono compensate da posizioni corte in *Futures* oppure Opzioni attraverso un processo denominato *netting*, 2) il netting riduce la quantità di denaro liquido e in strumenti finanziari da movimentare attraverso la compressione. Il rischio di credito delle esposizioni è quindi notevolmente ridotto.

[263] FSB," Principles for Financial Market Infrastructures", July 2012.
[264] Moser, J.T., pag. 31.

In termini di gestione del rischio le CCP in modo indipendentemente dai partecipanti diretti, e dai clienti, gestiscono e sostengono: 1) il rischio di credito di controparte attraverso modelli di gestione del rischio e assicurano che ci siano risorse disponibili per assorbire potenziali perdite che possono risultare dal default di un partecipante diretto, limitando ogni potenziale contagio ad altri partecipanti diretti della CCP.

Figura N.1: La compensazione multilaterale e la compensazione centrale

Fonte: IMF Survey "Centralized Derivatives Clearing Would Aid Financial System, By J. Kiff, 2010

Dal punto di vista quantitativo, secondo gli ultimi dati ufficiali disponibili della Banca Internazionale dei Regolamenti[265], secondo cui il valore nozionale dei derivati in essere a livello mondiale era pari a 595 trilioni alla fine di giugno 2018, e che la proporzione dei contratti derivati compensati attraverso una controparte nel 2018 raggiungeva il 76% dei derivati su tassi d'Interesse (IR) e il 54% dei credit default swaps (CDS), percentuali al di sotto ma in aumento si sono registrati negli ultimi anni anche a proposito dei derivati *plan vanilla interest rate*.

A spingere in alto l'uso della compensazione centrale sono stati diversi fattori:

- Le economie di scala hanno creato incentivi in favore della concentrazione e della integrazione verticale delle CCP,
- L'aumento delle categorie di strumenti finanziari compensati attraverso CCP, e i rilevanti costi fissi hanno spinto in favore di grandi CCP,
- L'integrazione orizzontale del mercato delle controparti centrali è aumentata a seguito della crisi in coincidenza dell'aumento dei prodotti finanziari

[265] BIS: OTC derivatives outstanding statistics: end December 2018.

compensati. L'espansione orizzontale comporta economie di scala e di scopo, offrendo di alcuni vantaggi dalla compensazione di prodotti cross, ad esempio dei *cross-currency swaps* e tutto ciò comporta benefici in termini di collaterale. Compensare presso la stessa Controparte centrale riduce la quantità di collaterale necessario, nel caso in cui le CCP offrono la compensazione di più categorie derivati in più mercati[266].

Capitolo 4

La gestione del rischio nella Controparte Centrale al centro della Infrastruttura di Mercato creata con il Regolamento EMIR

Introduzione

Dopo avere analizzato il concetto e le funzioni delle infrastrutture critiche di mercato in generale, in questo capitolo ci soffermeremo in modo particolare sulla gestione del rischio nelle Controparti Centrali, sulle modalità e sugli strumenti alla base della gestione del rischio da parte delle CCP.

Le CCP svolgono nel sistema finanziario un ruolo molto importante poiché assicurano funzioni essenziali nei processi di post-negoziazione che vanno al di là delle singole situazioni legate alla compensazione centralizzata di contratti derivati OTC e quel che ne deriva per il buon funzionamento di ciascuna operazione. L'importanza del loro ruolo è nella gestione dei rischi derivanti dai contratti derivati e gli effetti positivi che derivano per l'intero sistema finanziario in termini di stabilità.

4.1 La Gestione del rischio di credito di controparte delle CCP

La resilienza di una CCP dipende da diversi fattori legati ai rischi cui la CCP è confrontata nel quotidiano: rischi di credito di controparte, di liquidità, rischi derivanti

[266] BIS Quarterly Review, December 2015 Pag. 63-64.

dalla politica d'investimento, rischi operativi e rischi di perdite commerciali. Una gestione robusta dei rischi di credito e di liquidità costituisce la prima linea di difesa delle CCP. Le risorse finanziarie a disposizione dovrebbero, invece, servire a resistere nel caso di un eventuale fallimento dei due principali partecipati diretti, così come di fronte ad altri eventi estremi ma plausibili, come ad esempio nel caso di perdite dovute ad attività legate alla politica di conservazione dei beni o d'investimento, o per la materializzazione di rischi operativi, da intendersi quei rischi legati al verificarsi di perturbazioni nell'uso dell'IT e riguardanti tutti gli elementi di processo a supporto dei servizi di compensazione (registrazione operazioni, monitoraggio delle posizioni in essere e dei rischi) alle cyber minacce assumono sempre maggiore importanza per le conseguenze che potrebbero comportare sullo svolgimento delle funzioni e in ultima analisi sui servizi prestati. Il trattamento legale del collaterale può comportare rischi operativi, e particolarmente in quelle giurisdizioni (nella gran parte dei Paesi europei) nelle quali il collaterale inteso come garanzia reale viene trasferito per titolo di trasferimento, e le CCP ricevono i proventi dagli investimenti del collaterale e hanno il potere di investimento del collaterale.

Diversamente negli Stati Uniti e in altre giurisdizioni dove coloro che postano i margini, quindi i membri della CCP, ricevono i proventi dal collaterale. Un possibile rischio operativo può derivare dal fatto che nella giurisdizione del trasferimento del titolo esiste un certo rischio operativo che invece non c'è nella giurisdizione di ricevimento del titolo, ad esempio se un trader responsabile dell'investimento del collaterale si ingaggia in politiche di investimento eccessivamente rischiose e con perdite, e il trader non è perseguibile. Questo tipo di rischio attiene più propriamente alla politica d'investimento, che può intaccare il patrimonio della CCP.

L'assorbimento delle perdite costituisce un'importante questione, tanto che nel 2016 esso era uno dei punti qualificati del programma di lavoro della Commissione sui Pagamenti e sui Sistemi di Regolamento CPMI e della IOSCO[267]. In questo rapporto è

[267] CPIM-IOSCO, "Implementation Monitoring of PFMI: Level 3 assessment -Report of the financial risk management and recovery practices of 10 derivatives CCPs, August, 2016.

stato analizzato il quadro di gestione dei rischi finanziari di un gruppo di 10 CCP di dimensioni globali e regionale, aventi sede in nove giurisdizioni differenti. Le CCP oggetto dell'esame avevano compiuto dei sostanziali progressi nella implementazione dei *Principi per le Infrastrutture Finanziarie* (OICV-IOSCO, Aprile 2012), ma presentavano delle lacune, di cui alcune nel campo della pianificazione del risanamento, la gestione dei rischi di credito e dli liquidità. Nel 2016 è stata pubblicata una serie di orientamenti supplementari[268], che sono stati finalizzati e pubblicati nel 2017 dalla CPMI-IOSCO[269]. Nello specifico li analizzeremo nel capitolo sesto riguardante la gestione delle crisi, i piani di risanamento e la risoluzione delle controparti centrali.

Le CCP sono confrontate a diversi tipi di rischi, tuttavia è del tutto evidente che in primo luogo siano deputate a gestire il rischio di credito di controparte, tuttavia sono chiamate a confrontarsi anche al rischio di liquidità, a quello operativo e in misura molto minore al rischio di mercato.

Le CCP gestiscono il rischio abbinato a contratti esistenti fra parti tra le quali si interpongono, le quali forniscono margini (collaterale) e condividono le perdite se questi ultimi sono insufficienti a coprire le perdite ascrivibili al membro compensatore insolvente. Margini iniziali[270] ed eventuali variazioni di Margini, Fondo di garanzia assieme alle risorse proprie della Controparte Centrale costituiscono le tre principali linee di difesa.

4.2. Gli altri rischi delle CCP

Le Controparti Centrali sono confrontate ad altri rischi, diversi da quello di credito di controparte, tra cui quello di liquidità, sia pure indirettamente.

[268] CPIM-IOSCO, Resilience and recovery of central counterparties (CCPs): further guidance o the PFMI – Consultative Report, August 2016

[269] CPMI-IOSCO: *Guidance on CCP Resolution and Resolution Planning, 2016*

[270] I Margini Iniziali sono intesi come collaterale posto a garanzia.

Il rischio di liquidità è il rischio che una controparte, un partecipante o un'altra entità, che non dispone di fondi sufficienti per fare fronte alle sue obbligazioni finanziarie quando sarà necessario, ma potrà farlo in futuro. Nel caso specifico delle IFM il rischio di liquidità può concretizzarsi quando una o più partecipanti alla infrastruttura finanziaria di mercato diventano insolventi, sebbene alcune IFM possono essere esposte al rischio di liquidità anche in assenza del fallimento di un partecipate diretto, a causa ad esempio della mancata prestazione da parte di un fornitore di liquidità. Rischio di credito di controparte e rischio di liquidità sono distinti anche se si possono realizzano importanti interazioni e interdipendenze fra i due tipi di rischi poiché le risorse che l'infrastruttura indirizza verso la copertura del rischio di credito può esse insufficientemente liquida per permettere alla stessa di soddisfare i propri pagamenti agli altri partecipati alla scadenza, il che potrebbe compromettere la redditività della infrastruttura finanziaria di mercato[271].

Nel gestire il rischio di liquidità le CCP chiedono ai partecipanti collaterale di elevata qualità, monitorano i flussi di pagamento, oppure mettono in atto stress test interni mirati al controllo della liquidità necessaria e a mantenere le linee di credito con le banche commerciali oppure le linee di credito *intraday* con la banca centrale nel caso sia previsto e fattibile. Tuttavia, allo stato attuale una CCP operante nell'Eurozona non può i alcun modo contare sul ricorso all'ELA (*Emegency Liquidity Assistance*) presso la BCE allo scopo di fare fronte al rischio di liquidità.

Le banche sistemiche (G-SIBs) in qualità di membri della CCP possono anche svolgere la funzione di membro compensatore per conto dei loro clienti, che non possono diventare partecipanti diretti e quindi accedere direttamente alla CCP. Questa sostituzione ha il vantaggio di rendere possibile l'accesso ad un servizio altrimenti precluso a tante controparti non finanziarie necessitanti della compensazione centrale e al tempo stesso alle banche sistemiche di mettere a disposizione delle CCP le loro linee di credito a cui attingere nel caso di carenza di liquidità. Inoltre, una CCP piò

[271] IOSCO. "*Recovery of financial market infrastructures*", October 2014, pag.12.

utilizzare le banche commerciali come depositario del collaterale ricevuto dal partecipante diretto. I partecipanti diretti, inoltre, in situazioni critiche dovute al fallimento di un partecipante diretto, può aiutare la CCP a liquidare e coprire le posizioni del membro insolvente, accollandosi le posizioni del membro insolvente. Ciò può includere servizi (a pagamento) di regolamento di titoli forniti da banche sistemiche a una CCP che non ha un conto, aperto presso un sistema di pagamenti. Viceversa una CCP può impiegare i servizi di banche sistemiche che operano come banca di regolamento e custodia[272].

I partecipati diretti in situazioni di stress durante una crisi possono, oltre a gestire le proprie posizioni svolgono anche altre funzioni come sostenere la CCP attraverso provviste di liquidità, accettando posizioni del partecipante diretto insolvente e partecipando ad aste allo scopo di aiutare la CCP a coprire o liquidare le posizioni del membro insolvente[273].

La revisione di EMIR non ha riguardato il requisito di liquidità, né tantomeno la proposta di regolamento della Commissione sulla creazione di un quadro per il risanamento e la risoluzione delle CCP, ha previsto dei cuscinetti per fare fronte al rischio di liquidità, a breve e a medio termine, come invece la BRRD ha fatto, sulla base di quanto stabilito in Basilea III, per le banche introducendo due nuovi vincoli consistenti in misure quantitative basati su altrettanti rapporti, quali il ratio di liquidità *LCR* (*Liquidity Coverage Ratio[274])*, allo scopo di creare riserve di liquidità a breve, e il

[272] Wendt F., "Central Counterparties: Assessing their Too Important to Fail Nature", IMF Working Paper, WP/15/21, 15 January 2015, pag. 9.

[273] Steigerwald, R.S., "Financial Market Infrastructure: Selected References. An Introduction to literature on Payment System. Trade Execution Facilities and Post-Trade Clearing and Settlement Systems, Federal Reserve Bank of Chicago, Financial Group mimeo, 2014.

[274] Il "*Liquidity Coverage Ratio*", è un indicatore di breve termine con il quale viene richiesto alle banche di detenere attività liquide di elevata qualità sufficienti a fronteggiare uno scenario di stress acuto, superando una fase accentuato deflusso di fondi della durata di 30 giorni senza dover ricorrere al rifinanziamento presso la Banca Centrale. Per ulteriori approfondimenti si rinvia a: "Basilea 3 Gli impatti sulle banche" a cura di F. Tutino, G. Birindelli, Paola Ferretti, Egea, 2011.

NFSR (Net Stable Funding Ratio[275]) che è un indice di liquidità strutturale a più lungo termine.

Poiché le CCP non seguono un unico modello di business, ma al contrario presentano diverse strutture e organizzazione modellate sulla base dei diversi mercati in cui operano e dei modelli di business scelti. Conseguentemente, non esiste un unico modello di gestione dei rischi. Sono le CCP a scegliere il modello di calcolo dei Margini, poiché in Principi internazionali per le IFM si limitano a prescrivere i requisiti ma non a prescrivere un tipo specifico di modello con cui la CCP deve determinare i requisiti di margine iniziale[276]. L'importate che in ultima istanza sia un modello robusto e adeguatamente conservativo.

Tra i modelli più frequentemente utilizzati per calcolare i margini iniziali ritroviamo i modelli SPAN (*Standard Portfolio Analysis of Risk*) e il modello HVaR (*Historical Value at Risk*). Nei modelli SPAN i requisiti di margini iniziale sono calcolati basandosi su shock di mercato ipotetici, utilizzando dati storici relativi ai prezzi e alla volatilità. I margini iniziali sono calcolati separatamente per ogni prodotto compensato dalla CC, con il vantaggio di ridurre il margine richiesto in un portafoglio di posizioni. Ciò riconosce che i prezzi di prodotti economicamente collegati tendono ad essere correlati.

I modelli HVaR calcolano i requisiti di margine valutando nel complesso il portafoglio del partecipante, e non per ogni singolo prodotto come nel primo modello, e utilizzando le serie storiche relative ai movimenti dei prezzi nel tempo. Il margine iniziale è concepito per coprire le perdite.

Entrambi i modelli determinano calcoli di requisiti di margini elevati rispetto ad altri, ciò dipende da come vengono implementati. Ci sono tre specifici parametri ai quali

[275] Il "*Net Stable Funding Ratio"*, è un indicatore di lungo termine con il quale viene richiesto alle banche di detenere un'adeguata posizione di funding in grado di coprire le attività non liquidabili e on generatrici di liquidità entro l'orizzonte temporale di un anno. L'indice richiede che le attività meno liquide "*Required Stable Funding*, RSF) siano finanziati da fonti "stabili" (*stable funding*). Per ulteriori approfondimenti si rinvia a: "Basilea 3 Gli impatti sulle banche" a cura di F. Tutino, G. Birindelli, Paola Ferretti, Egea, 2011

[276]Carter, L. Cole, D., "*Central Counterparty Margin Framework*", Bulletin | December Quarter 2017

tutti i margini iniziali fano affidamento: 1) *Lookback period* (che include la serie storica dei prezzi usati nel modello, normalmente include periodi di stress del mercato poiché durate questi periodi di stress i margini richiesti sono più elevati), 2) *Margin period of risk* altrimenti definito *close-out periode* (un lungo *close-out period* tende a produrre un elevato requisito di margine), 3) Intervallo di confidenza, che richiede alla CCP di stabilire il margine iniziale a un livello tale da coprire almeno il 99% di esposizioni future stimate. Poiché questo significa che l'1% di intervallo di confidenza si traduce alla fine in un requisito di margine elevato.

In generale le CCP utilizzano i modelli SPAN quando compensano strumenti derivati basati su scambi, come nel caso dei derivati su tassi di cambio, futures o opzioni, mentre i modelli HVaR sono particolarmente usati per i derivati OTC su tasso d'interesse.

Attualmente la gran parte dei modelli interni di gestione dei rischi utilizzati dalle CCP per definire i margini sono basati sulla metodologia VaR (Value at Risk) che si basa sull'assunzione secondo cui tutte le posizioni del membro inadempiente saranno chiusi in un singolo momento e nello stesso scenario statico di mercato. Tipicamente questi modelli assumono che un portafoglio sia regolato al prezzo di fine giornata e in ogni caso ad un prezzo medio, con la promessa che i mercati siano in grado di assorbire illimitati volumi senza spese aggiuntive. Tuttavia le CCP hanno riconosciuto i limiti di questi modelli poiché hanno limitate capacità di catturare e contabilizzare i rischi non coperti, e secondo Cerezetti[277] questi modelli sono altresì incapaci di catturare le interazioni fra requisiti di margini e procedure di close-out. Per tale motivo ha proposto un approccio differente alle esposizioni al rischio di una CCP, attraverso un modello di misurazione dei margini iniziali che tenga conto anche delle strategie di close-out adoperate dalle CCP. Senza addentrarci in una valutazione minuziosa del modello proposto possiamo concludere affermando che il fine di questo modello è quello di

[277] Cerezetti (et altri), "Market liquidity, closeout procedures and initial margin for CCP", The European Journal of Finance, 25 July 2018.

tradurre in termini matematici le procedure di *close-out* allo scopo di ottenere una strategia di *close-out* (intesa come strategia che la CCP adotta per rispondere all'evento di inadempimento di un membro garantendo nel contempo la continuità delle sue operazioni) che minimizzi il rischio di mercato, il rischio di liquidità inteso anche come rischio di provvista di liquidità derivato dall'inadempimento del partecipante diretto. La specificità del modello consiste nel fatto che è basato simultaneamente su diverse tipologie di rischi contestualmente. Questa strategia permette di contabilizzare la mutua dipendenza che esiste fra i diversi rischi. In altri termini la CCP può usare le perdite potenziali generate da questa strategia sia calibrando i suoi sistemi di margini direttamente sia testando indirettamente i sottostanti, incluso l'adeguatezza dell'importo del margine richiesto.

Così come non esistono neppure un modello unico delle procedure che guidano le CCP nelle loro azioni fino a quando l'esposizione ai portafogli del membro inadempiente non sarà liquidata comunemente attraverso procedure di gestione degli inadempimenti (*close-out procedures).* Queste procedure assicurano la continuità delle operazioni di una CCP allorquando si verifica l'inadempimento di uno o più partecipanti significativi, attraverso una prudente e ordinata liquidazione dei portafogli del membro o dei membri insolventi (Cerezetti, 2018).

Cerezetti[278] afferma a tal proposito che la CCP nel gestire l'inadempimento di un suo partecipante non solo protegge la CCP ma definisce il modello attraverso cui mitigare il rischio sistemico, poiché la CCP diversamente da altre istituzioni finanziarie dove una delle principali fonti di rischio deriva dall'indebitamento, per le CCP è la loro abilità nel gestire le proprie funzioni nel caso si materializzino rischi, che evita la propagazione di shock nel sistema finanziario[279].

[278] Cerezetti (et altri), "Market liquidity, closeout procedures and initial margin for CCP", The European Journal of Finance, 25 July 2018.
[279] Cerezetti (et altri), "Market liquidity, closeout procedures and initial margin for CCP", The European Journal of Finance, 25 July 2018.

4.3. Tecniche di mitigazione del rischio dei contratti derivati OTC

Le CCP implementano una varietà di misure per ridurre e riallocare le perdite risultanti dall'inadempimento di una delle controparti di un contratto di derivati, essenzialmente con lo scopo di proteggere gli altri membri dall'inadempimento di un membro della CCP utilizzando una serie di meccanismi attraverso cui il rischio viene riallocato, poiché esso non scompare del tutto[280]. Queste misure aventi ciascuna una funzione differente comprendono: 1) la novazione o netting delle posizioni compensate, la riduzione delle esposizioni di contratti a rischio di inadempimento e rettifica delle esposizioni attraverso più contratti compensati da una CCP volte a ridurre l'ammontare dei contratti a rischio in caso di inadempimento; il collaterale, la cui funzione è di ridurre l'ammontare del credito implicito dei derivati negoziati; 3) la mutualizzazione e il capitale proprio della CCP, volte al trasferimento delle perdite in caso di inadempimento di un membro ai detentori di capitale della CCP che condividono i rischi di inadempimento (*Pirrong*, 2011)[281].

La resilienza di una Controparte Centrale è basata sui requisiti che essa impone ai partecipanti diretti e ai clienti. Essi si fondano essenzialmente su tre tipologie di requisiti:

1) Risorse precostituite destinate a coprire le perdite sotto estreme ma plausibili condizioni di mercato, incluso al massimo il fallimento di due grandi partecipati diretti significativi *(Cover 2)*;

2) i requisiti di capitale per coprirsi contro i rischi non ascrivibili al fallimento di uno o massimo due grandi partecipanti diretti, ma legati a perdite ascrivibili ad altri tipi di rischi (operativi, legali, o commerciali) e per fornire risorse proprie "*Skin-in-the-game"* agli operatori della CCP; ed infine

[280] Pirrong, C., "The economics of Central clearing Theory and practice" ISDA discussion paper Series, Number One – May 2011, pag 10.
[281] Pirrong, C., *op.cit,* 2011, pag. 10

3) concentrazione di limiti su transazioni, allo scopo di contenere le perdite derivanti da investimenti e da servizi di custodia e perdite eventuali di controparti dei partecipanti diretti, allo scopo di contenere i rischi di illiquidità[282].

Allo scopo di mitigare il rischio di credito di controparte la CCP tenderà a realizzare la sua funzione di transazione con la minima perdita possibile. Le risorse a cui attingerà dipenderanno dalla grandezza del "*default waterfall*"[283].

Una tipica struttura di ipotetico default (*default waterfull*) di una CCP comprende almeno tre linee di difesa che possono divenire di più in situazioni di governance più complessa della CCP legati ad esempio alla grandezza della CCP (tenendo conto non solo del capitale proprio ma anche contribuzioni dei partecipanti) e al volume (e alla classe) di contratti compensati.

La prima linea è rappresentata dai **Margini Iniziali (MI)**. La seconda linea di difesa è rappresentata dal **Fondo di garanzia** (*Default Fund* in inglese). Infine la terza linea è rappresentata dalle **risorse proprie** della CCP, altrimenti definita "***Skin-in-The-Game (SITG)***" e dai contributi versati dai membri della CCP non insolventi (*Non-Defaulting Members's contribution*). Questo schema che rappresenta il cuore della gestione del rischio delle CCP può essere arricchito da ulteriori apporti che le singole CCP possono prevedere negli accordi di compensazione con i loro membri e che possono specificare meglio ciascuna delle tre linee strumenti come ad esempio nel caso della LCH-Clearnet che prevede strumenti di mitigazione del rischio per il tramite di variazioni di margini e contributi volontari.

Questa è la composizione minima del *Default Waterfall*, sono le CCP a decidere come meglio organizzare ogni singola linea di difesa che compone l'insieme delle sue risorse prefinanziate, tenendo conto dei principi generali per le IMF. Le risorse prefinanziate possono essere suddivise in risorse che sono chiamate a corrispondere i membri

[282] Lamandini, M. "Recovery and Resolution of CCPs: Obsessing over regulatory symmetry? ECMI Commentary No. 56, 9 August 2018.
[283] Domanski, D., Gambacorta, L. and Picillo, C. (2015):" Central clearing: trends and current issues", BIS Quarterly Review, December 2015, pp-59-76.

insolventi (margini iniziali e margini aggiuntivi), in risorse mutualizzate (fondo di garanzia) e infine in risorse proprie della CCP.

4.4.1. I Margini

La letteratura sui margini si divide sostanzialmente in due filoni: il primo secondo cui l'utilità dei livelli di margini è considerata uno strumento di politiche pubbliche con cui s'intende controllare l'eccesso di volatilità; il secondo in un'ottica di interesse privato la definizione del livello dei margini serve a mettere in atto un'adeguata protezione contro l'insolvenza.

In questa secondo filone si inserisce la ricerca di *Bauer et altri* (1994), secondo cui i depositi di margini costituiscono il più importante strumento che una CCP ha a disposizione per gestire il rischio[284]. Bauer nell'analizzare i margini ha focalizzato l'attenzione sul costo opportunità dei margini. Il costo opportunità dei depositi di margini vincola il livello di protezione che i membri considerano ottimale. I Margini sono ottimali quando il costo opportunità del margine è uguale all'incremento della protezione ottenuta dalla quota aggiuntiva di margine. Essi individuano quattro diversi modelli di gestione dei margini: uno in cui il costo opportunità marginale del requisito di margine è costante, uno in cui è crescente, uno in cui la minaccia di espulsione agisce come sostituto parziale del margine e infine uno i privilegi in termini di diritti sul raggruppamento di attività no vincolate agisce come sostituto del margine.

La scelta dell'uno o dell'altro modello conduce a risultati differenti. Se il costo marginale del margine è costante, il modello predice che il livello di margine di protezione scelto dalla CCP è determinato dal costo opportunità ma la volatilità è indipendente. Aumentando il costo dei margini, l'elasticità del margine rispetto ai cambiamenti nella volatilità è inferiore a uno. Se la CCP può credibilmente minacciare di espulsione o monitorare le condizioni finanziarie dei membri, il modello predice che la elasticità del margine nel caso di mutamenti della volatilità sarà maggiore di uno.

[284] Baer, H. L., France, V. G, Moser, J. T. « *Opportunity Cost and Prudentiality An Analysis of Futures Clearinghouse Behaviour* » Policy Working Paper 1340 The World Bank Policy Research Department Finance and Private Sector Development, August 1994, pag 1.

L'attenzione ai margini è motivata dal fatto che costituiscono il più importate strumento a disposizione della CCP per gestire il rischio di credito al suo interno, i margini in essere eliminano il 98% del rischio di credito overnight. In quanto prima linea di difesa, in caso di fallimento, essi devono essere delle attività disponibili e prontamente accessibili e quindi in forma di attività altamente liquide in quantità tali che in caso di insolvenza di un partecipate diretto possono essere accessibili immediatamente, motivo per cui sono versati su conti a cui la CCP ha accesso (Baer et altri)[285].

4.4.2. Il Fondo di Garanzia

Scorrendo il *Default Waterfall* la seconda linea di difesa è costituita dal Fondo di Garanzia. Il fondo di garanzia di una CCP è un meccanismo che consente la condivisione (mutualizzazione) delle perdite tra i partecipanti diretti della CCP. Vi si ricorre qualora le perdite subite dalla CCP a seguito del default di un partecipante diretto siano superiori ai margini e ai contributi al fondo di garanzia di tale partecipante diretto e a qualsiasi altra forma di difesa che la CCP possa impiegare prima di ricorrere ai contributi al fondo di garanzia dei restanti partecipanti diretti. Di conseguenza, il rischio di perdita associato ad esposizioni inerenti ai contributi al fondo di garanzia è superiore a quello associato alle esposizioni da negoziazione. Occorre pertanto che questo tipo di esposizione sia soggetto a un requisito in materia di fondi propri più elevato.

Gli orientamenti della CPMI-IOSCO (2012) richiedono che il fondo di garanzia abbia una dimensione tale da poter coprire all'occorrenza i costi di liquidazione di qualsiasi membro della CCP in scenari di mercato estremi ma plausibili. Questa specifica disposizione viene definita "*Cover one*" e implica che la CCP dovrebbe valutare la propria esposizione al default di ciascun partecipante diretto, valutando il costo

[285] Baer, H. L., France, V. G, Moser, J. T. « Opportunity Cost and Prudentiality An Analysis of Futures Clearinghouse Behaviour » Policy Working Paper 1340 The World Bank Policy Research Department Finance and Private Sector Development, August 1994, pag 1-2.

potenziale di liquidazione del portafoglio del membro in una serie di scenari di stress plausibili. La CCP dovrebbe quindi garantire che le dimensioni del fondo per i casi di inadempimento superino l'esposizione maggiore nei confronti di qualsiasi membro.

I molteplici eventi di insolvenza che si sono registrati nel 2008 unitamente al fatto che le CCP diventano sempre più sistemiche sono stati recepiti dagli estensori dei principi internazionali e nel 2012, questo specifico criterio di definizione della misura del fondo di garanzia è stato modificato in "*Cover two"* per le CCP sistemiche.

EMIR ha recepito il sistema del fondo di garanzia nella veste di fondo di garanzia della liquidazione, laddove prevede che le CCP siano tenute a costituire un fondo di garanzia prefinanziato in caso di inadempimento dei partecipanti per coprire le perdite superiori alle perdite coperte dai margini che sono alimentati dai partecipanti con un meccanismo contributivo correlato alla loro operatività sui mercati.

L'art. 42.3 ha recepito questo requisito e lo ha declinato nella maniera seguente: "*Il fondo di garanzia in caso di inadempimento consente alla CCP, in condizioni di mercato estreme ma plausibili, almeno di far fronte all'inadempimento del partecipante diretto nei confronti del quale ha la maggiore esposizione o all'inadempimento del secondo e del terzo partecipante diretto nei confronti dei quali ha la più maggiore, se la somma delle loro esposizioni è superiore* […..].

Spesso nella realtà il "*Cover two*" viene inteso come principio atto a coprire l'inadempimento di massimo due membri verso cui la CCP d'importanza sistemica ha le più elevate esposizioni. R. Cont[286] non è d'accordo sull'interpretazione ricorrente degli Orientamenti della CPMI-IOSCO (2012), secondo cui "la copertura delle perdite legate all'insolvenza dei due membri più importanti", poiché lo spirito degli Orientamenti di cui sopra è di prevedere le inadempienze dei due membri più importanti verso cui la CCP è più esposta, in altri termini Cont sostiene che il margine iniziale di ogni membro compensa la perdita, questo può corrispondere o meno al membro con il margine iniziale più elevato o al membro con le maggiori posizioni in essere.

[286] Cont, R., "*The end of the waterfall: default resources of central counterparties*", Working Paper Norges Bank Research 16 2015.

Successivamente alle suddette linee di difesa, troviamo gli strumenti di risanamento. Quando si parla di risanamento ci si riferisce all'abilità della CCP di riprendersi da una minaccia per la sua vitalità e la sua forza finanziaria in modo che possa continuare a fornire i suoi servizi critici senza richiedere l'uso dei poteri di risoluzione da parte delle autorità[287].

Se le perdite sono superiori alle disponibilità del fondo di Garanzia una volta che anche i contributi al fondo di Garanzia degli altri membri della CCP non insolventi sono stati utilizzati al fine di assorbire le perdite restanti, a quel punto la CCP può fare ricorso ad apporti supplementari, già previsti dalla regolamentazione vigente e dalle prassi che si sono realizzate all'interno delle varie CCP. Questi apporti possono concretizzarsi in una serie possibili interventi che comprendono potenziali contributi attraverso flottante non per tutti i membri ma solo per taluni, decisi e determinati al momento del verificarsi dell'insolvenza di un partecipante diretto.

Ciò può avvenire attraverso diverse soluzioni. Una è rappresentata dal recupero dei margini di variazione (*Variation Margin Gains Haircutting* –VMGH)[288], la CCP durante la fase di risanamento continua a raccogliere i pagamenti a titolo di margini di variazione dai membri la cui prestazione è negativa, una quota di questi pagamenti li destina alle controparti, e una parte li utilizza al fine di aumentare le sue risorse proprie.

In generale si tratta di possibili interventi che comprendono potenziali contributi attraverso flottante, richiesti non a tutti i membri ma solo a taluni, decisi e determinati al momento del verificarsi dell'insolvenza di un partecipante diretto, al fine di assicurare la continuità delle funzioni proprie delle CCP.

---

[287] Coeuré. B., "*Central Counterparty recovery ad resolution*", Keynote speech at Exchange of Ideas #2 "Central clearing –guarantee of stability or new moral hazard? Organised by Eurex Clearing, London, 24 November 2014.

[288] IOSCO. "*Recovery of financial market infrastructures*" October 2014 pag. 20 Variation margin haircutting:
4.2.17 An important example of haircutting of gains is variation margin haircutting. When haircutting variation margin, the CCP may reduce pro rata the amount it is due to pay participants with in-the-money (net) positions, while continuing to collect in full from those participants with out-of-the-money (net) positions. "Variation margin haircutting" may also include pro rata reductions of other daily marked to market gains that are not *passed through* as variation margin. For example, in the case of options, there may be a pro rata reduction in the latest-day increase in the value of the long (purchased) option or the decrease in the obligation associated with short (sold) option.

I sistemi di compensazione, liquidazione e garanzia (relative alle negoziazioni in strumenti finanziari derivati), riducono, ma non escludono, i rischi d'insolvenza da parte degli operatori. Di qui la necessità di strumenti di risanamento solidi e di strumenti di risoluzione nell'ambito di un regime europeo di risoluzione che garantisca la continuità delle funzioni essenziali delle CCP ma al tempo stesso preveda regole e strumenti cogenti a livello europeo.

Gli strumenti di risanamento e di risoluzione nel loro complesso saranno esaminati successivamente nel capitolo settimo.

Di seguito due figure che illustrano due tipologie di "*default waterfull*". Di cui il primo è basilare, limitandosi a mettere in rilievo una generica sequenza di interventi, il secondo è un po' più elaborato, nondimeno le CCP nel predisporre i contratti di adesione dei partecipanti diretti, possono stabilire con una certa flessibilità la conformazione del "*default waterfull*", ispirandosi ai principi internazionali contenuti nel rapporto dello IOSCO "*Recovery of financial market infrastructures*" (2014) e alla legislazione della giurisdizione in cui operano.

Figura N. 1 A typical Default Waterfall

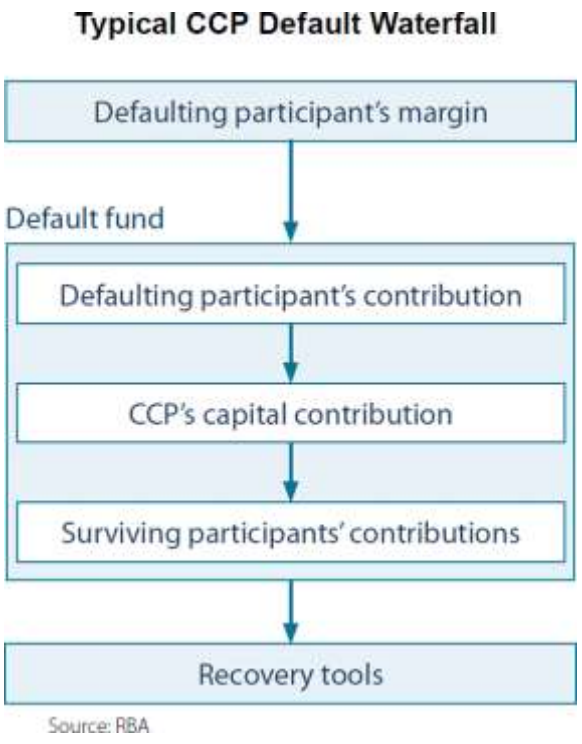
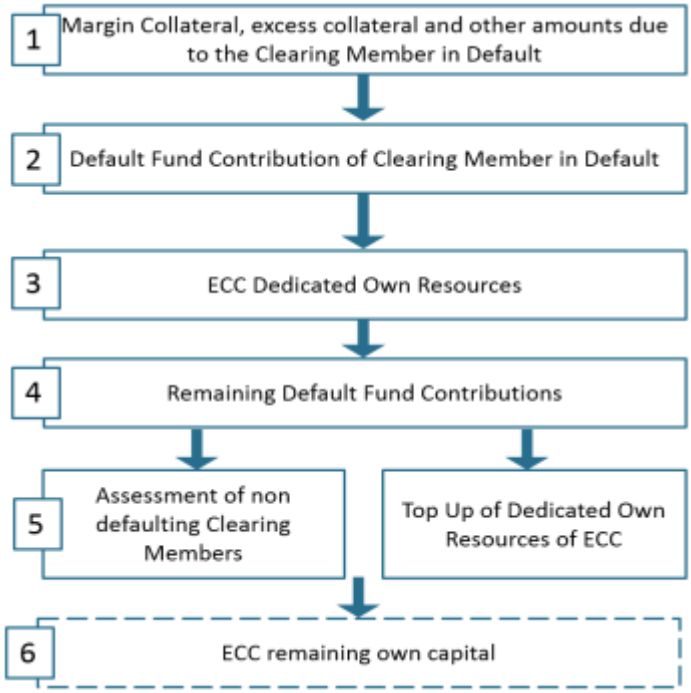


Figura N.3 A Hypothetical Waterfall Situation -



Fonte:www.ecc.de/ecc-en/risk-management/

La struttura del *default waterfull* varia da CCP a CCP poiché non esiste una precisa prescrizione sulla composizione di questa struttura che derivi da principi internazionali, che si limitano a indicare vari strumenti, la composizione specifica degli attrezzi dipende essenzialmente dalle decisioni della CCP. Per esempio l'uso del capitale proprio della CCP (altrimenti definito *skin-in-the-game)* prima dei fondi dei membri della CCP non insolventi non è implementato da tutte le Controparti Centrali.

Al riguardo delle CCP sistemiche in quanto operanti in diverse giurisdizioni contestualmente, o particolarmente impegnate in attività molto complesse dal punto di vista della gestione del rischio, già i principi internazionali CPSS-IOSCO del 2012 introducono l'obbligo di mantenere nel tempo risorse finanziarie sufficienti per coprire il fallimento soltanto del partecipante e suoi affiliati con elevate esposizioni verso la CCP in situazioni di mercato estreme ma plausibili.

Il sistema di risk management della CCP che trova nel *Default waterfall* il suo fulcro, viene sottoposto ad approvazione e a periodica revisione da parte del regolatore allo scopo di testarne l'efficacia nel tempo, e più precisamente: 1) per testare l'ottimizzazione dei livelli di margine rispetto ai portafogli dei partecipanti diretti, 2)

l'appropriatezza del fondo di garanzia tenuto conto delle dimensioni della CCP. Ogni procedura di ottimizzazione valuta l'efficacia del *Default waterfall* rispetto alla capacità di coprire le perdite in uno scenario di stress e sono necessarie ai fini della validazione del modello di gestione del rischio adottato dalla CCP[289]. Nell'UE questa funzione è svolta in modo esclusivo dall'ESMA.

Il Risk *waterfull* tipicamente svolge la funzione di gestire il rischio di credito e più specificatamente il rischio di costo sostitutivo[290].

L'utilizzo dei dispositivi aggiuntivi riguardanti i Margini devono intendersi validi per fare fronte non solo al rischio di liquidità ma anche al rischio di concentrazione. Inoltre i margini addizionali possono svolgere una funzione di monitoraggio della qualità del credito dei membri e della qualità del collaterale, postato a garanzia, depositato.

Il monitoraggio del rischio di liquidità richiede risorse sufficiente per coprire i bisogni di liquidità ne caso della gestione di un fallimento di due dei più importati membri della CCP (cd regola del *Cover 2).*

La resilienza di queste infrastrutture di mercato è legata evidentemente a filo doppio con la resilienza delle banche, in quanto partecipanti diretti della CCP. È del tutto evidente dunque che la resilienza delle CCP debba essere osservata e analizzata anche alla luce della recente regolamentazione sui requisiti di capitale. Il regolamento n. 575/2013 sui requisiti di capitale[291], recentemente modificato e divenuto regolamento n.876/2019[292], contiene già alcune prescrizioni al riguardo dei requisiti di capitale delle

[289] CONT, R., "*The end of the waterfall: default resources of central counterparties*", Working Paper Norges Bank Research 16| 2015.

[290] Wendt F., "Central Counterparties: Assessing their Too Important to Fail Nature", IMF Working Paper, WP/15/21, 15 January 2015.

[291] 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.

[292] REGOLAMENTO (UE) 2019/876 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 20 maggio 2019 che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto riguarda il coefficiente di leva finanziaria, il coefficiente netto di finanziamento stabile, i requisiti di fondi propri e passività ammissibili, il rischio di controparte, il rischio di mercato, le esposizioni verso controparti centrali, le esposizioni verso organismi di investimento collettivo, le grandi esposizioni, gli obblighi di segnalazione e informativa e il regolamento (UE) n. 648/2012

controparti centrali per i rischi di controparte e per le esposizioni sulle controparti centrali. Nello specifico stabilisce: 1) al riguardo delle esposizioni sulle CCP, una ponderazione del 2% sulle esposizioni di transazione, un calcolo specifico sulle contribuzioni ai fondi di garanzia, le ponderazioni sono funzione dello statuto della CCP (distinguendo fra CCP Qualificate –QCCP- e CCP non Qualificate -NQCCP), nell'UE una CCP conforme al regolamento EMIR è automaticamente una CCP Qualificata. I depositi di margini iniziali non sono soggetti a requisiti di capitali, pertanto non conducono ad accantonamenti. I partecipati diretti della CCP non sono sottoposti alle regole dei grandi rischi verso le CCP.

Al riguardo dei requisiti di capitale, nel mentre in Europa il legislatore si apprestava a definire la riforma della legislazione in vigore, entrata in vigore in giugno 2013, e nota come Direttiva sui Requisiti di capitale CRD4-CRR (corrispondente regolamento sui requisiti di capitale per gli enti creditizi e le imprese di investimento), diventavano effettivi una serie di modifiche a Basilea III, che riguardavano un miglioramento del trattamento del rischio di controparte. Ciò ha reso necessario apportare delle modifiche al regolamento CRR (nell'ambito di un processo di riforma che ha interessato l'intera regolamentazione bancaria adottata dopo la crisi - Pacchetto bancario- [293]) poiché dopo l'adozione del regolamento (UE) n. 575/2013, la norma internazionale sul trattamento

[293]Nella seduta plenaria del 16 aprile 2019, il Parlamento europeo ha approvato i testi legislativi che costituiscono il cosiddetto "pacchetto bancario". Sono stati votati i seguenti testi: – risoluzione legislativa del Parlamento europeo del 16 aprile 2019 sulla proposta di direttiva del Parlamento e del Consiglio che modifica la direttiva 2014/59/UE sulla capacità di assorbimento di perdite e di ricapitalizzazione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e le direttive 98/26/CE, 2002/47/CE, 2012/30/UE, 2011/35/UE, 2005/56/CE, 2004/25/CE e 2007/36/CE [COM(2016)0852 – C8-0481/2016 – 2016/0362(COD)] (Procedura legislativa ordinaria: prima lettura); –risoluzione legislativa del Parlamento europeo del 16 aprile 2019 sulla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) n. 806/2014 per quanto riguarda la capacità di assorbimento delle perdite e di ricapitalizzazione per gli enti creditizi e le imprese di investimento [COM(2016)0851 – C8-0478/2016 – 2016/0361(COD)] (Procedura legislativa ordinaria: prima lettura); –risoluzione legislativa del Parlamento europeo del 16 aprile 2019 sulla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto riguarda il coefficiente di leva finanziaria, il coefficiente netto di finanziamento stabile, i requisiti di fondi propri e passività ammissibili, il rischio di controparte, il rischio di mercato, le esposizioni verso controparti centrali, le esposizioni verso organismi di investimento collettivo, le grandi esposizioni, gli obblighi di segnalazione e informativa e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 [COM(2016)0850 – C8-0480/2016 – 2016/0360A(COD)]; – risoluzione legislativa del Parlamento europeo del 16 aprile 2019 sulla proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda le entità esentate, le società di partecipazione finanziaria, le società di partecipazione finanziaria mista, la remunerazione, le misure e i poteri di vigilanza e le misure di conservazione del capitale [COM(2016)0854 – C8-0474/2016 – 2016/0364(COD)].

prudenziale delle esposizioni degli enti creditizi verso le CCP è stata modificata per migliorare il trattamento delle esposizioni degli enti verso le CCP qualificate (QCCP). Tra le revisioni importanti di tale norma figurano l'uso di un metodo unico per determinare il requisito di fondi propri per le esposizioni derivanti da contributi al fondo di garanzia, un massimale esplicito per i requisiti complessivi di fondi propri applicato alle esposizioni verso le QCCP, e un metodo più sensibile al rischio per rispecchiare il valore dei derivati nel calcolo delle risorse ipotetiche di una QCCP. Nel contempo il trattamento delle esposizioni verso le CCP non qualificate è rimasto immutato. Dato che la revisione delle norme internazionali ha introdotto un trattamento più adeguato al contesto della compensazione centrale, il diritto dell'Unione dovrebbe essere modificato per incorporare tali norme[294]. Come proposto dall'Autorità Bancaria Europea (EBA) le CCP dovrebbero essere esentate dall'osservanza del requisito di coefficiente di leva finanziaria perché sono tenute ad ottenere una licenza bancaria per il solo motivo di avere accesso alle operazioni overnight delle banche centrali e di svolgere il ruolo di veicoli fondamentali per la realizzazione di importanti obiettivi politici e regolamentari nel settore finanziario[295]. Alla luce delle modifiche del trattamento delle esposizioni verso QCCP, e specificamente del trattamento dei contributi degli enti creditizi e delle imprese d'investimento ai fondi di garanzia delle QCCP, pertanto dovrebbero essere modificate di conseguenza le pertinenti disposizioni del regolamento (UE) n. 648/2012 (14) che sono state ivi introdotte dal regolamento (UE) n. 575/2013 e che spiegano in dettaglio il calcolo del capitale ipotetico delle CCP che viene poi utilizzato dagli enti per calcolare i requisiti di fondi propri[296].

Per quanto riguarda le modifiche al cd "Pacchetto Bancario" finalizzato ad una riduzione del rischio nel settore bancario nell'UE nell'ambito del completamento dell'Unione Bancaria[297], quelle che hanno riguardato le CCP sono sintetizzabili nelle

[294] Regolamento (UE) del Parlamento Europeo e del Consiglio 2019/876 del 20 Maggio 2019, Considerando 30).
[295] Regolamento (UE) del Parlamento Europeo e del Consiglio 2019/876 del 20 Maggio 2019, Considerando (62).
[296] Regolamento (UE) del Parlamento Europeo e del Consiglio 2019/876 del 20 Maggio 2019, Considerando (71).
[297] Il Pacchetto Bancario 2 è stato finalizzato a: 1) introdurre ulteriori riduzioni del rischio nel settore bancario e un rafforzamento della resilienza e risolvibilità delle banche dell'UE, 2) gettare le basi per ulteriori progressi al riguardo del completamento della Unione Bancaria, e più precisamente prevedere un *backstop* comune al Fondo di Risoluzione (creato nell'ambito del SRM –*Single Resolution Mechanism*-),3) costruire sulle esistenti regole del settore bancario e

seguenti modifiche: Esenzione delle CCP dall'implementazione dei principi riguardanti il Coefficiente di Leva finanziaria *(Leverage ratio LCR)* e il Coefficiente Netto di Finanziamento Stabile (*NSFR)*, nel caso di non significative trasformazioni delle scadenze; al riguardo del rischio di credito di controparte sono state introdotte delle novità al riguardo delle esposizioni delle banche verso le CCP, e particolarmente agli articoli n. 302[298] e n. 304[299]. Analogamente alla luce della regolamentazione sul risanamento e risoluzione delle banche (BRRD e BRRD2) e dall'altro lato rispetto ad una serie di standard posti in essere a livello internazionale che riguardano in particolare le Infrastrutture finanziarie di Mercato e nella fattispecie le CCP.

implementare gli standard internazionali relativi a Basilea e al *Total Liabilities Absorbing Capacity*, maggiori avanzamenti nel completamento dell'agenda al riguardo della regolamentazione post-crisi; 3 Incrementare la capacità delle banche di finanziare l'economia reale, ridurre gli oneri burocratici per le piccole e meno complesse banche e migliorare la governance e la supervisione, 5) Aggiungere a misure precedentemente concordate riguardanti la BRRD e la regolamentazione del principio contabile internazionale IFSR 9 integrato dal meccanismo prudenziale del *backstop* sui NPL.

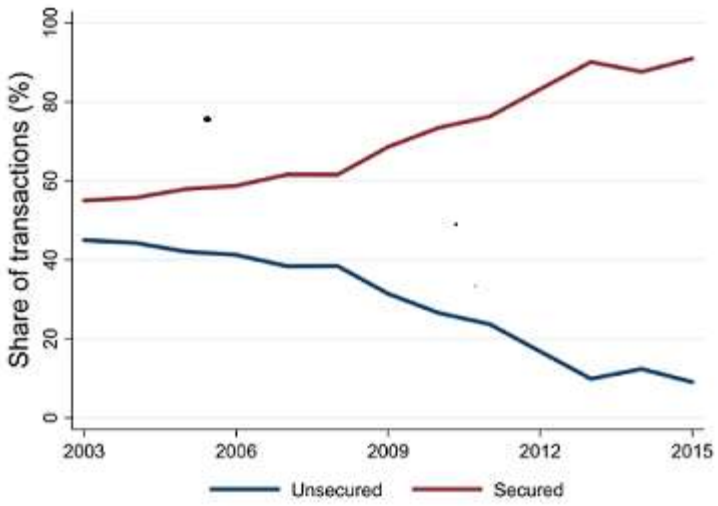
[298] all'articolo 302, il paragrafo 2 è sostituito dal seguente: «2.Gli enti valutano, mediante opportune analisi di scenario e prove di stress, se il livello dei fondi propri detenuti a fronte di esposizioni nei confronti di una CCP, incluse le esposizioni creditizie potenziali future o contingenti, le esposizioni derivanti da contributi al fondo di garanzia e, se l'ente opera in qualità di partecipante diretto, le esposizioni risultanti da accordi contrattuali secondo quanto previsto dall'articolo 304, sia commisurato ai rischi inerenti a tali esposizioni.»

[299] l'articolo 303 è sostituito dal seguente: «Articolo 303 Trattamento delle esposizioni nei confronti di CCP dei partecipanti diretti 1.L'ente che opera come partecipante diretto, per fini propri o come intermediario finanziario tra un cliente e una CCP, calcola i requisiti di fondi propri per le sue esposizioni nei confronti di una CCP come segue: a) applica il trattamento di cui all'articolo 306 alle proprie esposizioni da negoziazione nei confronti della CCP; b) applica il trattamento di cui all'articolo 307 ai propri contributi al fondo di garanzia della CCP. 2.Ai fini del paragrafo 1 la somma dei requisiti di fondi propri dell'ente per le sue esposizioni verso una QCCP derivanti dalle esposizioni da negoziazione e dai contributi al fondo di garanzia è soggetta a un massimale pari alla somma dei requisiti di fondi propri che verrebbero applicati alle medesime esposizioni se la controparte centrale fosse una CCP non qualificata.»; 82) l'articolo 304 è così modificato: a) il paragrafo 1 è sostituito dal seguente: «1.L'ente che opera come partecipante diretto e, in tale qualità, opera come intermediario finanziario tra un cliente e una CCP calcola i requisiti di fondi propri per le sue operazioni con tale cliente relative alla CCP conformemente alle sezioni da 1 a 8 del presente capo, al capo 4, sezione 4, del presente titolo, e al titolo VI della presente parte, a seconda dei casi.»; b) i paragrafi 3, 4 e 5 sono sostituiti dai seguenti: «3.Se l'ente che opera come partecipante diretto utilizza i metodi illustrati nella sezione 3 o 6 del presente capo per calcolare il requisito di fondi propri per le sue esposizioni, si applicano le seguenti disposizioni: a) in deroga all'articolo 285, paragrafo 2, l'ente può applicare un periodo con rischio di margine di almeno cinque giorni lavorativi per le sue esposizioni nei confronti di un cliente; b) l'ente applica un periodo con rischio di margine di almeno 10 giorni lavorativi per le sue esposizioni nei confronti di una CCP; c) in deroga all'articolo 285, paragrafo 3, se l'insieme delle attività soggette a compensazione incluso nel calcolo soddisfa la condizione di cui alla lettera a) del medesimo paragrafo, l'ente può non tener conto del limite fissato alla suddetta lettera, a condizione che tale insieme di attività soggette a compensazione non soddisfi la condizione di cui alla lettera b) dello stesso paragrafo e non contenga negoziazioni contestate o opzioni esotiche; d) se la CCP conserva un margine di variazione nei confronti di un'operazione e la garanzia reale dell'ente non è protetta contro l'insolvenza della CCP, l'ente applica il periodo con rischio di margine più basso tra un anno e la durata residua dell'operazione, con una soglia minima di 10 giorni lavorativi. 4.In deroga all'articolo 281, paragrafo 2, lettera i), se l'ente che opera come partecipante diretto utilizza il metodo di cui alla sezione 4 per il calcolo del requisito di fondi propri per le sue esposizioni nei confronti di un cliente, l'ente può utilizzare per il calcolo un coefficiente di durata pari a 0,21.

4.4.3 Variazioni dei Margini e collaterale: gestione delle esternalità

L'aumento registrato nella compensazione centrale dei derivati OTC, a seguito dell'introduzione nella legislazione europea dei vincoli stabiliti dal G20 di Pittsburgh e il conseguente aumento delle transazioni collateralizzate in molte aree dei mercati finanziari (tanto privati – OTC- che pubblici), nell'Euro area in modo particolare, è cresciuto in modo evidente e continuo come evidenziato in uno studio recente (*Heider*, BCE, 2017), dove vengono dimostrati gli effetti di questo grande uso del collaterale sulle CCP[300].

Grafico 1: Increasing role of secured transactions



Fonte: ECB Research bulletin No. 41 6 December 2017

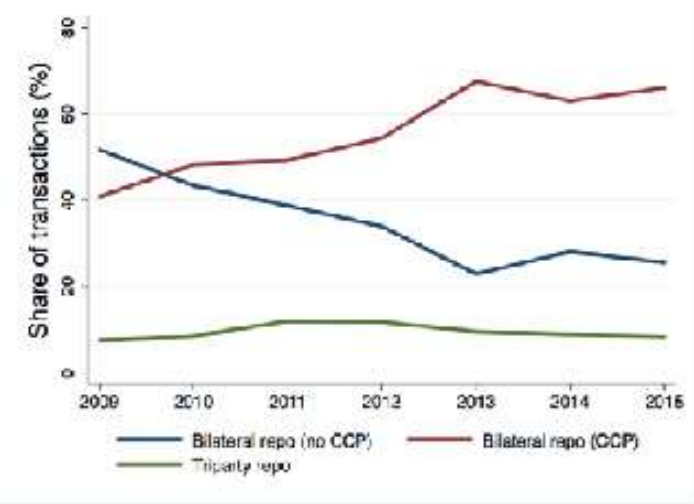
In particolare l'autore intende dimostrare l'impatto dell'uso del collaterale per garantire transazioni attraverso controparti centrali sugli incentivi per le parti contraenti per adempiere le loro obbligazioni. Contrastare il rischio di fallimento della controparte, che è un rischio di natura endogena, dipende dagli incentivi degli agenti a impegnarsi in comportamenti rischiosi. Collaterale e CCP sono affetti da esternalità derivanti dalla vendita delle attività, poiché allo scopo di fornire una quantità aggiuntiva del margine

[300] ECB, "Collateral, central clearing counterparties and regulation, by B. Biais, F. Heider ad M. Hoerova in: Research Bulletin No. 41, 6 December 2017.

(Margine di variazione), a seguito di uno shock nei prezzi delle attività, ha bisogno di vendere parti di queste attività allo scopo di ottenere liquidità. Ciò perché il margine addizionale da fornire può essere solo in forma liquida. Le esternalità da vendita delle attività possono essere internalizzate dal regolatore, qualora questi intenda tenere in giusta considerazione le conseguenze di queste esternalità per il sistema finanziario nel suo insieme, ponendo così fine a questo circolo vizioso fra caduta e aumento dei prezzi delle attività finanziarie attraverso una limitazione all'entità del Margine da richiamare per portare la situazione in equilibrio.

Stabilire un limite massimo alla portata complessiva del margine ai fini della vigilanza microprudenziale, può, fra l'altro, prevenire le esternalità negative derivanti da un uso troppo elevato di margini. Poiché esso agisce al pari della introduzione di una limitazione alla leva del debito nel settore finanziario e corporate. Le variazioni dei Margini sono fortemente sensibili agli aumenti dei prezzi delle attività, all'origine a loro volta di una compressione dei prezzi delle attività supplementari destinate alla vendita per fare fronte al collaterale. Ad oggi non tutti gli effetti dell'uso del collaterale ai fini della compensazione centrale sono conosciuti fino in fondo. Tuttavia, questo circolo vizioso che si viene a creare fra esternalità negative legate all'aumento dei prezzi del collaterale e delle attività in generale come ricaduta del primo aumento, con conseguenti effetti sugli incentivi effetti per contrastare i fallimenti può essere bloccato dal regolatore attraverso lo stabilimento di un limite al richiamo dei Margini (di variazione). Sarebbe oltretutto un modo socialmente ottimale di implementare i Margini.

Grafico N.2 Aumento del ruolo della compensazione



Fonte: ECB, Research Bulletin No 4. 6, December 2017.

Lee (2011) individua alcuni fattori in grado di aumentare la competitività delle CCP: anzitutto le esternalità di rete, le economie di scala, i costi di monitoraggio, i costi di connessione IT e le pratiche di mercato.

Per quanto riguarda le esternalità di rete, le CCP sono portatori e beneficiari ad un tempo di due tipologie (positive) di esternalità di rete, cui beneficiano anche i partecipanti diretti. La prima è collegata ai benefici del netting, e deriva dal fatto che i benefici delle negoziazioni di attività soggette a compensazione dipendono dal numero di operatori che utilizzano la CCP. Maggiore è il numero di operatori che utilizzano una CCP, maggiore è la probabilità che la compensazione riduca il numero e il volume delle operazioni che devono essere regolate. Una seconda esternalità di rete normalmente derivante dalla gestione di una CCP, fornisce un incentivo per molte attività o contratti da compensare nella stessa CCP, e concerne più direttamente il collaterale che ai partecipanti diretti è richiesto per avere accesso ai servizi di compensazione centrale. Più attività sono compensate attraverso una CCP unica, e più tale CCP è in grado di compensare i requisiti di margine in un tipo di posizioni in altri tipi di attività economicamente correlati, minore è l'importo totale delle garanzie reali

che probabilmente saranno richieste a ciascun partecipante[301]. Con evidenti benefici per entrambi le parti, per i partecipanti diretti poiché il collaterale ha il suo costo, e per la CCP, poiché questa esternalità di rete ha riflessi positivi sulla gestione complessiva del rischio e sulle tecniche di mitigazione che essa deve adottare per farvi fronte.

Un altro fattore chiave in grado di accrescere la concorrenza consiste nelle economie di scala, che abbiamo già visto ha anche una funzione importante in favore della concentrazione verticale delle CCP. Le economie di scala si verificano allorquando la media dei costi fissi di produzione, di beni o servizi diminuisce con l'aumentare della quantità prodotta. Nel caso delle CCP è largamente accettato che le economie di scala siano dovute ai relativamente elevati costi fissi sostenuti per l'operatività della CCP, e ai bassi costi variabili per la compensazione di contratti (*Hardy, 2006*)[302]. Nello specifico, il costo marginale della compensazione è vicino allo zero poiché attraverso la sua attività la CCP crea un risparmio in termini di raccolta e analisi delle informazioni. Le CCP sono quindi in grado di ridurre certi costi, perché dovendo gestire e monitorare rischi di liquidità e di credito, devono mettere in atto un poderoso armamentario per la gestione e il monitoraggio di questi rischi, che un singolo operatore non potrebbe permettersi, per gli elevati costi cui andrebbe incontro.
Per quanto riguarda i costi di monitoraggio, l'importanza delle CCP e quindi della compensazione centrale risiede, tra l'altro, nel fatto che i membri della CCP non devono sostenere costi legati al monitoraggio del merito creditizio della controparte Diversamente, sono costi che invece si devono sostenere nel caso della compensazione bilaterale, allo scopo di accettarsi che non si vada incontro ad insolvenze. La presenza della CCP riduce fortemente questi costi e la qualità del controllo che essa riesce ad assicurare è nettamente migliore e più approfondito, poiché la CCP centralizza il monitoraggio di tutti i suoi membri, e quindi della loro affidabilità creditizia, allo scopo di minimizzare le possibilità di un'insolvenza di un partecipante diretto. In questa

[301] LEE, R., "Running the World's Markets" The Governance of Financial Infrastructure", Princeton University Press, 2011, pagg. 61-62
[302] Hardy, D., "The case of a Single European Clearing House", in: Financial Times, data di pubblicazione 08.06.2006, rivisto in data 30.07.2007, in: www.ft.com/cms/s/4ba947fc-f5c2-11da-bcae-0000779e2340.html.

specifica abilità possiamo rinvenire ancora una volta la funzione economica svolta dalle Controparti centrali, volta in questo caso a minimizzare i costi di un eventuale fallimento, attraverso un'azione di monitoraggio e controllo della situazione finanziaria di ciascun partecipante diretto, che viene svolta una sola volta dalla Controparte centrale, piuttosto che separatamente da ogni partner commerciale[303].

Inoltre, le CCP oltre a chiedere periodicamente i documenti contabili (Trimestrale) dei partecipanti diretti, sono esse stesse in grado di effettuare giornalmente controlli meno formali sul capitale dei suoi membri.

I costi di accesso costituiscono un'altra categoria di costi più propriamente da intendersi in questo caso come costi di connessione IT alle CCP o anche alle borse valori. Si tratta di costi non standardizzati ma appropriati allo specifico sistema IT di ogni singola CCP. La connessione ad un'altra CCP è alquanto costoso tato per le borse che per gli utilizzatori. Tuttavia, sulla portata dell'effettiva importanza di questi costi non c'è unità di visione.

Differenze sostanziali nella regolamentazione delle CCP e nelle pratiche di mercato dei processi di post-negoziazione possono rivelarsi un costo di un certo peso ai fini dell'accesso ai servizi delle CCP. A titolo di esempio si può riportare il caso in cui il regolamento del mercato regolamentato sceglie di impiegare soltanto una CCP[304]. Ciò avviene normalmente quando una borsa integrata verticalmente cerca di restringere l'accesso alle CCP diversa da quella che essa gestisce.

Tuttavia, merita attenzione anche l'eccessiva concorrenza fra CCP che può comportare aspetti negativi. Poiché quado ci sono molte CCP, specializzate nella medesima categoria di strumenti finanziari, non solo di derivati, le posizioni sono frammentate e ciò può essere all'origine di un aumento dei rischi. Nel caso dei derivati, è più difficile ridurre il numero delle CCP, nondimeno la concorrenza eccessiva può distogliere le CCP da investimenti in strumenti per gestire i rischi, poiché non sono delle normali

[303] Baer, H.L., France, V., Moser, J. T., *« Opportunity Cost and Prudentiality » An Analysis of Futures Behaviour", The World Bank Policy Research Department, August 1994, pag.5-6.*

[304] E' il caso della LCH.Clearnet .

società commerciali ma sono create per garantire il buon esito dei contratti attraverso una sana e robusta gestione dei rischi.

4.5. Il Regolamento EMIR e i derivati OTC

Il paragrafo inizia con una breve sintesi cronologica delle principali azioni di cui i sistemi di compensazione erano stati oggetti prima della creazione dell'infrastruttura europea con il regolamento EMIR.

Come anticipato nel capitolo primo, l'azione dell'UE volta a ridurre le barriere all'interno del Mercato Unico era iniziata già nel lontano 1999 con il varo del Piano d'Azione Servizi Finanziari (PASF), con lo scopo di identificare e sopprimere le barriere per il garantire il libero flusso di attività finanziarie all'interno dell'UE. Già nel 2001 con il Rapporto del Gruppo Lamfalussy erano state sviluppate raccomandazioni per la futura architettura di supervisione europea, in tale rapporto, inoltre, gli autori avevano sottolineato l'importanza della concorrenza fra le Controparti Centrali e raccomandato il modello di supervisione basato sulla centralità dell'autorità di supervisione del paese in cui è stabilita la sede principale della CCP.

Accanto al Gruppo Lamfalussy, il Gruppo guidato dall'italiano Giovannini aveva ricevuto il mandato dalla Commissione per studiare ed elaborare proposte in merito alla eliminazione di barriere alle transazioni in strumenti finanziari. I due documenti resi dal Gruppo: "*Cross border clearing and settlement arrangements in the European Union* (2001)" e " *Second Report on EU cross-border clearing and settlement arrangements* (2003)", hanno messo in evidenza, particolarmente il secondo rapporto, gli effetti dell'accrescere della concorrenza fra CCP in Europa e menziona che una consolidazione del mercato non sarà necessariamente bassa fra le rimanenti CCP, il rapporto era mette in rilievo la minaccia di una corsa al ribasso regolamentare nel contesto di una struttura di vigilanza nazionale. Del resto la normativa successiva, pur molto importante riguardante la direttiva 2004/39/CE *Markets in Financial*

Instruments Directive -MiFID- e gli standard del CERS[305] e i contributi della BCE[306] sulla compensazione adottati nel 2004, continuò a basarsi sull'approccio nazionale alla supervisione. Con questo set di regole, basate su un'armonizzazione minima e soprattutto una varietà di approcci nazionali alla supervisione l'UE si trovò impreparata allo scoppiare della crisi finanziaria negli Stati Uniti sul finire del 2007, successivamente propagatasi anche nell'Unione Europea.

Il lavoro del gruppo di esperti guidato da Larosière criticò fortemente la frammentazione delle strutture di supervisione in Europa unitamente alla mancanza di reciproca fiducia e coordinamento fra supervisori[307], la divergenza fra pratiche di supervisione, riconducibili alla volontà di preservare la leva della competizione fra autorità azionali di supervisione o i vantaggi derivanti dalla regolamentazione nazionale o più semplicemente per inerzia burocratica[308].

Per quanto la supervisione sulle CCP fosse al centro del dibattito del Gruppo di esperti guidato da Larosière, non si registrò al suo interno la volontà di raccomandare anche per le CCP una supervisione diretta unica a livello europeo come per le banche. Conseguentemente il Gruppo di esperti guidato da Larosière si limitò a raccomandare un miglioramento del coordinamento fra le istituzioni competenti in materia di supervisione esistenti.

La CE diede largamente seguito alle raccomandazioni contenute nel Rapporto Larosière, la prima ondata trovò nel pacchetto legislativo SEVIF adottato nel settembre 2010 sulla creazione di un'architettura istituzionale supervisione la sua prima destinazione, esso pose le fondamenta per la creazione delle Autorità Europee di

[305] CERS-ECB, "Standards for Securities clearing and Settlement in the European Union, September 2004 Report
[306] ECB, 2004 Occasional paper No. 21/ October 2004 "Governance of Securities Clearing and Settlement Systems, by D. Russo, T. Hart, M.C. Malaguti and C. Papathanassiou.
ECB, Communication on Clearing and Settlement – The Eurosystem's Response, Frankfurt, 22 July 2004.
[307] De Larosière Group (2009). Rapporto del Gruppo di Alto livello sulla Supervisione finanziaria nell'UE, pag.39 e 73-77.
[308] De Larosière Group (2009). Rapporto del Gruppo di Alto livello sulla Supervisione finanziaria nell'UE, pag.75.

Supervisione (ESAs), una per ogni settore specifico, e rispettivamente: l'EBA[309]per il settore bancario e le imprese di investimento, l'ESMA[310] per il i mercati finanziario, infine l'EIOPA[311] il settore assicurativo e dei fondi pensione, nonché la creazione del Comitato europeo per il rischio sistemico (ESRB)[312], che sarà inglobato nella BCE.

Pur rappresentando indubbiamente un importate passo verso un sistema di supervisione europeo, la mancata volontà della Commissione di volere contestualmente fare una proposta legislativa per la supervisione a livello europeo delle CCP, dimostra da un lato la volontà di affrontare il problema della stabilità finanziaria in maniera settoriale e dall'altro il mancato consenso degli Stati membri a voler legiferare anche nel settore delle CCP, in vista della creazione di un sistema di vigilanza prudenziale esteso a tutti i settori dei mercati finanziari e contribuire per questa via alla riduzione della frammentazione esistente fra mercati finanziari nell'UE.

Tuttavia, con l'incalzare della crisi finanziaria la Commissione europea dopo, l'accordo raggiunto in sede G20 di Pittsburgh sull'obbligo di compensare tutti i derivati standardizzati, adotta una Comunicazione in cui propone ai co-legislatori due opzioni di cui nella prima si propone l'attribuzione diretta all'ESMA della supervisione diretta delle CCP, mentre nella seconda questo potere viene attribuito a un collegio di supervisori sotto l'ombrello e il coordinamento dell'ESMA, in cui la responsabilità a livello di intervento di bilancio rimane in capo agli Stati membri[313].

---

[309] Regolamento (UE) n. 1093/2010 24 Novembre 2010 del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea), modifica la decisone n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/78/CE della Commissione.

[310] Regolamento (UE) n. 1095/2010 24 Novembre 2010 del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità degli strumenti finanziari e dei mercati), modifica la decisone n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/77/CE della Commissione.

[311] Regolamento (UE) n. 1094/2010 24 Novembre 2010 del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea delle Assicurazioni e delle Pensioni aziendali e professionali), modifica la decisone n. 176/2009/CE e abroga la decisione 2009/79/CE della Commissione.

[312] Regolamento (UE) n. 1092/2010 24 Novembre 2010 del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alla vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario nell'Unione europea e che istituisce il Comitato europeo per il rischio sistemico.

[313] Commissione Europea, (2009), Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale, al Comitato delle Regioni e alla Banca Centrale "Garantire mercati dei derivati efficienti, sicuri e solidi: azioni strategiche future. COM (2009) 563 finale, 20 Ottobre 2009.

In questo paragrafo l'analisi riguarderà il regolamento complessivamente, e metterà in luce il regime europeo creato con questo regolamento e con tutti gli atti legislativi ad esso seguiti.

Nel complesso, il regolamento EMIR si basa su un complesso di regole armonizzate riguardanti l'organizzazione, la gestione dell'attività e delle funzioni delle Controparti centrali e dei Repertori di dati, le regole di condotta degli affari, nonché i requisiti prudenziali creando in questo modo per la prima volta un quadro giuridico per l'infrastruttura di mercato per i derivati OTC. È stata rafforzata l'attività di supervisione prudenziale, sono stai creati collegi congiunti di supervisione che vanno oltre la competenza delle autorità di supervisione nazionale, attribuendo all'ESMA, l'Autorità europea di supervisione dei Mercati, poteri di coordinamento e vincolanti in caso di contrasti tra Autorità competenti nazionali.

Ogni analisi del regolamento EMIR non può che partire dall'obbligo di compensazione (Art. 4) che costituisce il cuore del regolamento. Non era scontato che l'applicazione della compensazione centrale fosse estesa a tutti i contratti derivati OTC, per quanto in tal senso si erano espressi i leader del G20. Quel che non era scontato in verità era che tale obbligo, previsto nella proposta legislativa della Commissione, e fortemente sostenuta dal PE, venisse mantenuto inalterato fino alla fine del processo negoziale. Ai sensi dell'art. 4 (1) EMIR si applica ai contratti di derivati OTC stipulati fra: 1) due controparti finanziarie; 2) da una controparte finanziaria e una non finanziaria al di sopra della soglia; e 3) fra due controparti non finanziarie al di sopra della soglia di compensazione. I contratti derivati ricadenti sotto il regime di EMIR devono essere standardizzati. La standardizzazione può avvenire attraverso due approcci differenti: 1) approccio *"bottom-up"*, secondo il quale è la CCP a decidere di compensare alcuni contratti che dovranno essere autorizzati dall'autorità nazionale competente, la quale a sua volta è obbligata a informare l'ESMA, la quale ha il poter di decidere se questi contratti potranno essere compensati nell'intera Unione; 2) approccio "*top-down*" allorquando è l'ESMA assieme all'ESRB a determinare quali contratti potranno essere potenzialmente sottoposti a compensazione da parte delle CCP. Lo scopo dei due

approcci è quello di indentificare e catturare quanti più contratti derivati in essere da sottoporre a compensazione[314]. Per la Commissione europea si tratta di due approcci necessari, poiché l'impegno preso dal G20 non poteva essere raggiunto se lasciato alla buona volontà dell'industria.

Per quanto attiene nello specifico il riconoscimento e la supervisione prudenziale, le CCP già presenti nell'UE, create e operanti sulla base di regole nazionali preesistenti, avrebbero potuto continuare a svolgere queste funzioni e a offrire i servizi legati alla compensazione centrale uniformandosi alle nuove regole, prima fra tutte quella del riconoscimento sulla base delle prescrizioni di EMIR. Le autorità nazionali già prima dell'entrata in vigore del regolamento EMIR era competenti per la supervisione delle CCP basate nei singoli Stati membri sulla base della prevalenza dello Stato membro ove veniva registra, autorizzata e vigilata la CCP. Con il Regolamento EMIR queste stesse funzioni inclusa la supervisione delle CCP viene attribuita alle autorità competenti inclusa l'ESMA. Sulla base dell'articolo 18(1) di EMIR, l'autorità nazionale competente avrebbe gestito e presieduto il collegio di supervisori per facilitare il riconoscimento o il rifiuto dell'autorizzazione chiesta da una CCP ai sensi dell'articolo 17 di EMIR. Il collegio in questione era composto da: a) l'ESMA; b) l'autorità competente della CCP; c) le autorità competenti responsabili della vigilanza dei partecipanti diretti della CCP stabiliti nei tre Stati membri che, su base aggregata e nell'arco di un anno, danno il maggior contributo al fondo di garanzia in caso di inadempimento della CCP previsto all'articolo 42; d) le autorità competenti responsabili della vigilanza delle sedi di negoziazione servite dalla CCP; e) le autorità competenti responsabili della vigilanza delle CCP con le quali sono stati conclusi accordi di interoperabilità[315]; f) le autorità competenti responsabili della vigilanza dei

[314]Norman, P., "op., cit., p.340

[315] L'interoperabilità si ha quando una CCP partecipa a un'altra CCP grazie al meccanismo di interoperabilità, che è un modello di organizzazione che permette di collegare infrastrutture di mercato, applicata alle CCP questo dispositivo permette agli ordini di un membro partecipante attivo in una delle due CCP, di essere apparentati in maniera anonima con gli ordini dei membri attivi presso l'altra CCP, senza che l'uno o l'altro siano aderenti di entrambe le CCP. L'interoperabilità, è definita al principio 20 del Principi fondamentali delle Infrastrutture di Mercato, come un insieme di accordi operativi e contrattuali tra due o più infrastrutture, legate direttamente o attraverso un intermediario. I legami possono essere fra infrastrutture dello stesso tipo oppure fra infrastrutture di tipo diverso, ad esempio fra una CCp attiva nella compensazione dei titoli, che ha un legame con il depositatio centrale per ricevere e consegnare i titoli.

sistemi di deposito accentrato a cui è collegata la CCP; g) i membri del SEBC responsabili della sorveglianza della CCP e i membri del SEBC responsabili della sorveglianza delle CCP con le quali sono stati conclusi accordi di interoperabilità; h) le banche centrali che emettono le principali valute dell'Unione in cui sono denominati gli strumenti finanziari compensati.

EMIR tra le varie legislazioni in materia finanziaria adottate per fare fronte alla crisi rappresenta un'importante novità per il salto di qualità rispetto al passato, allorquando non esisteva alcuna legislazione e men che mai armonizzata a livello europeo. EMIR ha rappresentato una novità anche rispetto alla legislazione di primo livello basata sull'obbligatorietà della compensazione centrale dei derivati OTC standardizzati e della segnalazione ai repertori di dati di tutte le transazioni in derivati finanziaria, nonché misure più stringenti per i derivati compensati bilateralmente, perché già questa è molto dettagliata e per il rinvio a norme tecniche di secondo livello, adottate nei due anni successivi. Con il primo Regolamento EMIR, prima delle successive revisioni, per la prima volta è stato creato un *rulebook* per i derivati OTC, composto di 12 regolamenti delegati tutti molto operativi di per sé, cui si aggiungono ben otto RTS - *Regulation Technical Standards* e quattro ITS -*Implementing Regulation* di natura più prettamente amministrativa, ulteriori regole di natura prettamente amministrative sono state successivamente adottate dalla Commissione non sotto forma di norme tecniche vincolanti (*Binding Technical Standards)*, riguardanti per esempio le spese di accesso alle CCP. Un *rulebook* per importanza assimilabile a quanto fatto nel settore bancario con la regolamentazione CRD4-CRR.

A queste norme sono state affiancate misure di so*ft law* come nel caso delle cosiddette FAQ adottate dalla Commissione[316], e dall'ESMA[317] riguardanti puntuali FAQ

EMIR inquadra gli accordi di interoperabilità in modo molto stretto. L'interoperabilità ai sensi di EMIR può avvenire soltanto per prodotti contanti e i derivati quotati. Mentre i derivati OTC, non possono formare l'oggetto di un legame di interoperabilità, a causa della complessità di questi ultimi. L'interoperabilità costituisce una fonte di interdipendenza.

[316] European Commission, "Frequent Asked Questions", July 2014, in: https://ec.europa.eu/info/files/emir-frequently-asked-questions_en .

[317] Si veda al seguente link: https://www.esma.europa.eu/databases-library/esma-library/?f[0]=im_esma_sections%3A24&f[1]=im_field_document_type%3A45

sull'implementazione di EMIR e Orientamenti su argomenti specifici attinenti al Regolamento, adottate per la prima volta nel 2013, allo scopo di chiarire la portata di molte implicazioni operative, e per scongiurare il rischio che le autorità nazionali competenti ANC, avrebbero potuto far fatica a garantire la conformità del mercato con misure di *soft law* operativamente critiche[318].

Per avere un'idea dell'imponente ricorso a norme di secondo livello è sufficiente ricordare che ben 21 articoli del Regolamento EMIR hanno fatto rinvio a norme tecniche.

Le nuove regole operative di EMIR, dettagliate e complesse dal punto di vista operativo, riflettono la cifra della riforma realizzata e basata sulla differenziazione e sulle misure di natura tecnica delle regole di gestione del rischio su cui EMIR si basa[319]. Una gradazione molto puntuale di regole tecniche per la mitigazione del rischio è stata creata dalle norme tecniche vincolanti di secondo livello allo scopo di sistematizzare ulteriormente il funzionamento del "*waterfall default*", già previsto nel regolamento.

Regole amministrative in aggiunta a quelle vincolanti di primo e secondo livello sono state adottate in relazione al capitale e a collaterale per i derivati OTC non compensati da una CCP (art. 11, (5). Le ESAs hanno sviluppato queste norme tecniche congiuntamente attraverso una consultazione lanciata nel 2014 riguardante i requisiti del collaterale, tenuto conto degli standards del Comitato di Basilea e della IOCV - IOSCO.

I requisiti prudenziali per le CCP sono ampiamente trattati nel Regolamento delegato 153/2013 che crea una serie di regole concernenti l'organizzazione, la condotta e i requisiti prudenziali.

Il negoziato interistituzionale, fra gli altri argomenti, si concentrò in modo particolare sulle seguenti tematiche: 1) il campo di applicazione, di cui sopra; 2) la portata dell'obbligo di segnalazione delle negoziazioni ai repertori di dati; 3) le Controparti

[318] Moloney, N., *op.cit.,* p. 586
[319] Moloney, N., "EU Securities and Financial Markets Regulations", p. 586, Third Edition, Oxford EU LAW Library, 2016

Centrali dei paesi terzi"; 4) il ruolo dei collegi dei supervisori e dell'ESMA nell'autorizzazione delle CCP.

Il regolamento EMIR è basato su un ampio ambito di applicazione, applicandosi tanto alle controparti finanziarie che a quelle non finanziarie, e alle imprese commerciali che negoziano in contratti derivati, fondamentalmente per ragioni di copertura, per fare fronte ai loro rischi commerciali. Una questione molto dibattuta in sede di negoziato interistituzionale riguardava l'estensione del campo di applicazione del regolamento ai derivati negoziati nei mercati regolamentati, cui si opponevano le borse valori e le loro associazioni, per non aumentare gli adempimenti amministrativi, poiché i requisiti di trasparenza ad esempio erano già adempiuti, nel febbraio 2012 nel corso dei negoziati interistituzionali fu raggiunto il compromesso secondo cui si estendeva l'obbligo di segnalazione ai repertori di dati a tutte le operazioni in derivati. Sempre al riguardo dell'ambito di applicazione, oltre che alla natura delle controparti, è da considerare anche la nazionalità delle controparti a prescindere dalla loro natura, poiché possono essere anche di paesi terzi. Questa fattispecie può creare i presupposti per la extraterritorialità.

Per aumentare la trasparenza nei mercati dei derivati OTC, il regolamento EMIR impone a talune controparti di compensare a livello centrale i contratti derivati OTC di tipi specifici o di applicare tecniche di attenuazione dei rischi di cui all'art. 11 del regolamento EMIR, che riguarda l'obbligo di attenuazione dei rischi. Le tecniche di attenuazione dei rischi comprendono, tra l'altro, la riconciliazione del portafoglio, le controversie, risoluzione, valutazione e marginazione.

È importante sottolineare che l'obbligo di compensazione e l'obbligo di attenuazione dei rischi si estendono ai contratti derivati OTC nei casi in cui entrambe le controparti sono stabilite in uno o più paesi al di fuori dell'UE (ciascuno di essi è un'entità di un paese terzo) e il relativo contratto derivato OTC ha un effetto "diretto, sostanziale e prevedibile" all'interno dell'UE; quel che EMIR cerca di impedire è l'evasione dalle disposizioni del regolamento. Quanto sopra è comunemente indicato come

"extraterritorialità" che può avere le sue potenziali conseguenze sugli sviluppi del mercato.

Nel 2014 sono entrate in vigore le norme tecniche di regolamentazione[320] intese ad assicurare un'applicazione coerente dell'obbligo di compensazione e dell'obbligo di attenuazione dei rischi negli scenari di extraterritorialità. Il RTS stabilisce anche i casi in cui è necessario impedire l'evasione delle disposizioni del regolamento EMIR nel contesto di contratti derivati OTC tra due tra due entità di paesi terzi.

Dell'estensione a tutte le controparti, a prescindere dalla loro natura, dell'obbligo di segnalazione si è ampiamente parlato in precedenza, allorquando si è posto in evidenza l'importanza per le autorità di politica monetaria, quanto per quelle di supervisione, della conoscenza in tempo reale dell'ammontare aggregato delle negoziazioni in atto in un certo momento e ciò per ragioni di stabilità finanziaria.

Al riguardo dei collegi dei supervisori e dei poteri dell'ESMA saranno ampiamente trattati nella parte che riguarderà i poteri dell'ESMA. In questo ambito ci limitiamo a evidenziare che a seguito dell'adozione del Regolamento del Consiglio n.1024/2013[321], l'ESMA ha pubblicato un parere sulla composizione dei Collegi CCP, il parere chiarisce che la Banca centrale ha assunto la supervisione diretta dei partecipanti diretti delle CCP che sono stabiliti nei tre Stati membri dei maggiori contributori al fondo di garanzia della CCP, e per tale motivo la BCE si aggrega al collegio ai sensi dell'articolo 18(2) di EMIR.

Per quanto riguarda la questione delle CCP dei paesi terzi, già il primo regolamento EMIR affronta questa importante tematica, e stabilisce delle regole al riguardo dell'autorizzazione delle CCP di paesi terzi, che vogliano operare sul territorio dell'Unione europea, che fa capo all'ESMA. Il dibattito ai tempi del negoziato interistituzionale fu molto intenso, particolarmente nel Consiglio dove il Regno Unito, Stato membro più direttamente interessato, era fortemente ostile a cedere sul versante

[320] Commission Delegated Regulation (EU) No 285/2014 of 13 February 2014.
[321] Consiglio, Regolamento del Consiglio del 13 Ottobre 2013 n.1024/2013 che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi.

del diritto alla supervisione delle CCP stabilite nel Regno Unito, che compensavano la gran parte dei derivati denominati in Euro. Durante i negoziati interistituzionali, una divisione in seno al Consiglio si realizzò fra paesi dell'Eurozona e paesi dell'area del Mercato Interno, guidata dal Regno Unito e dai paesi nordici non membri della Unione monetaria. La questione venne risolta trovando la quadra da un lato sul potere di riconoscimento attribuito all'ESMA (Articolo 25 "Riconoscimento delle CCP di paesi terzi")[322] e dall'altra con la politica della "location" della supervisione all'interno delle ANC, di cui parleremo in modo più approfondito nella parte riguardante la supervisione delle CCP e le novità apportate dalle riforme cui il regolamento del 2012 è stato sottoposto.

Il regolamento EMIR non si occupa della questione relativa alla struttura ottimale dei mercati della compensazione centrale. Considerando l'aspetto della stabilità finanziaria, una struttura monopolistica, basata su una sola CCP che compensa particolari classi di derivati potrebbe essere il modello più sicuro, diversamene la presenza di un certo numero di CCP attive nella compensazione di specifiche classi di derivati avrebbe il vantaggio di disperdere il rischio. Daffie and Zhu[323] hanno espresso riserve sul quadro regolatorio che si stava creando in Europa e negli Stati Uniti, in

[322] Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio n.648/2012 EMIR, Articolo 25: Riconoscimento delle CCP di paesi terzi 1. Solo le CCP stabilite nei paesi terzi riconosciute dall'AESFEM possono prestare servizi di compensazione ai partecipanti diretti o alle sedi di negoziazione stabiliti nell'Unione. 2. L'AESFEM, previa consultazione delle autorità di cui al paragrafo 3, può riconoscere le CCP stabilite nei paesi terzi che hanno presentato domanda di riconoscimento per offrire taluni servizi o attività di compensazione se: a) la Commissione ha adottato un atto di esecuzione conformemente al paragrafo 6; b) la CCP è autorizzata nel paese terzo in questione ed è soggetta a vigilanza e a misure effettive miranti a far rispettare le norme che garantiscono il pieno rispetto dei requisiti prudenziali ivi applicabili; c) sono stati conclusi accordi di cooperazione conformemente al paragrafo 7; d) la CCP è stabilita o autorizzata in un paese terzo che dispone di sistemi antiriciclaggio e di contrasto al finanziamento del terrorismo considerati equivalenti a quelli dell'Unione conformemente ai criteri indicati nell'intesa comune tra gli Stati membri sull'equivalenza dei paesi terzi ai sensi della direttiva 2005/60/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 ottobre 2005, relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività criminose e di finanziamento del terrorismo (1). 3. Nel valutare il rispetto delle condizioni di cui al paragrafo 2, l'AESFEM consulta: a) l'autorità competente dello Stato membro in cui la CCP fornisce o intende fornire servizi di compensazione e che quest'ultima ha selezionato;

[323] Duffie, D., and Zhu, H., *Does a Central Clearing Counterparty Reduce Counterparty Risk* ?", July 18, 2001

seguito agli impegni sottoscritti al G20 di Pittsburgh. In un paper essi hanno dimostrato che l'esistenza di più CCP specializzate nella compensazione di una classe di derivati riduce l'efficienza del *netting* e può aumentare la media delle esposizioni all'insolvenza di una controparte. Ciò nel mentre sia gli Stati Uniti che nell'UE si stava facendo avanti l'opinione secondo cui più CCP avrebbero potuto compensare di CDS (*Credit Default Swaps*).

Dal punto di vista di Craig Pirrong (2011)[324] le economie di scala e di scopo influenzano in modo decisivo l'evolversi del mercato delle CCP, con conseguenti implicazioni in termini di concorrenza, e che le stesse sono anche all'origine di importanti implicazioni al riguardo più in generale della regolazione delle CCP e della gestione del rischio sistemico. Quanto alle caratteristiche delle CCP che incidono sulle connotazioni del mercato della compensazione centrale, Pirrong afferma che le CCP hanno una naturale connotazione monopolistica che può probabilmente determinare problemi in termini di concorrenza. La tendenza verso il dominio del mercato da parte di controparti centrali di larghe dimensioni ma in un numero ristretto, rende queste entità sistematicamente importanti, poiché dal fallimento di una CCP sistematicamente importante deriverebbero effetti potenzialmente catastrofici sul resto del sistema finanziario. Tuttavia, interventi di tipo regolatorio o legislativo che ostacolano il consolidamento delle CCP possono al tempo stesso impedire alle CCP di realizzare tutti i vantaggi derivanti dalle economie di scala e di scopo.

4.6.1 Tecniche di mitigazione dei rischi dei contratti derivati OTC non compensati mediante CCP

La crisi del 2007-2008 aveva messo in evidenza l'esigenza di una maggiore trasparenza dei mercati di derivati negoziati al di fuori dei mercati e delle piattaforme regolamentati, unitamente ad una ulteriore regolamentazione dei derivati OTC e degli

[324] Pirrong, C., "The Economics of Central Clearing Theory and Practice", p. 15, ISDA Discussion Paper, Number One - May 2011

operatori di mercato allo scopo di ridurre l'eccessiva e opaca assunzione di rischio tramite questi prodotti, e di regolamentare ulteriormente le tecniche di mitigazione del rischio sistemico e le prassi ad essi collegati.

Questo paragrafo intende affrontare un argomento per certi versi residuale rispetto a quello principale: la compensazione dei derivati OTC attraverso compensazione centrale. In realtà il tema non è affatto residuale, né tanto meno facile perché in ogni caso collegato alla gestione del rischio di credito e alle tecniche di mitigazione. Il rischio di controparte è, come abbiamo appreso, il rischio più rilevante da fronteggiare nei contratti derivati OTC ove questo rischio presenta delle caratteristiche che lo differenziano dal tradizionale rischio di credito che si pone in altri tipi di contratti. Infatti, nei mercati dei derivati due aspetti contraddistinguono il rischio di controparte rispetto a quello di credito tradizionale: 1) il valore del contratto nel futuro è incerto; 2) poiché il valore del contratto potrà essere positivo o negativo, il rischio di controparte è tipicamente bilaterale, nel senso che ogni controparte deve fronteggiare la sua parte di rischio di credito[325].

Uno dei quattro impegni principali assunti dal G20 di Pittsburgh del 2009 riguardava per l'appunto requisiti patrimoniali più elevati per i contratti derivati non compensati centralmente[326]. Successivamente nel 2011 il G20 a Cannes[327] aveva concordato di includere nel programma di riforme riguardanti i derivati OTC, l'introduzione di requisiti di margine per i derivati non compensati centralmente e richiesto al OICV-IOSCO di elaborare standard interazionali coerenti in materia, da sottoporre successivamente a consultazione. La consultazione si è conclusa definitivamente nel

[325] Gordon, J., "Central Counterparties Mandatory Clearing and Bilateral Margin Requirements for OTC Derivatives", p. 105, London, Wiley, 2014.

[326] Gli altri tre impegni riguardavano: 1) la negoziazione di tutti i derivati OTC standardizzati su mercati regolamentati o piattaforme elettroniche, come opportuno: 2) la compensazione mediante controparti centrali (CCP) di tutti i derivati OTC standardizzati; 3) la segnalazione ad appositi sistemi di registrazione elettronica (*trade repositories*) di tutti i contratti derivati OTC, in: "G20, Dichiarazione conclusiva del vertice di Pittsburgh", www.g20.utoronto.ca/009/2009communique0925.html.

[327] G20, "Dichiarazione conclusive del Vertice di Cannes, in: www.g20civil.com/documents/Cannes_Declaration_4_November_2011.pdf

2012 ed è stata svolo uno studio d'impatto per valutare i potenziali effetti dei requisiti di margine obbligatori, ad esempio i termini di liquidità[328].

L'obiettivo dei nuovi standard per i derivati non compensati attraverso una controparte centrale era quello di riavvicinare le pratiche sui Margini sui mercati derivati OTC compensati bilateralmente a quelli già in forza nelle giurisdizioni internazionali per i derivati OTC compensati dalle CCP[329].

Nel settembre 2013 il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha presento lo schema definitivo per l'introduzione dei requisiti minimi di margine per le operazioni i derivati e compensazione centrale.

Nel documento di cui sopra sono contenuti otto principi fondamentali per altrettante indicazioni suggerite dal OICV-IOSCO, validi per tutti i derivati OTC non compensati centralmente, a prescindere dalla loro tipologia e ad eccezione di quei derivati come i riporti e gli swap in cambi, in ragione delle loro specificità in termini di caratteristiche o prassi di mercato:

- **Principio fondamentale 1: Copertura: strumenti soggetti ai requisiti**. Il Principio fondamentale 1, suggerisce che **per tutte le operazioni in derivati[330] non compensate med**iante **CCP dovrebbero vigere prassi adeguate in materia di margini di garanzia**. L'obbligo di costituire margini iniziali per gli swap di tasso d'interesse a valute incrociate, non si applica alle operazioni in cambi con regolamento per consegna collegate allo scambio del capitale previsto da questi swap.
- **Principio fondamentale 2: Applicabilità della copertura**: afferma che tutte le entità (di rilevanza sistemica) che prendono parte ad un'operazione in derivati

[328] BIS, Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, Board of the International Organization of Securities Commissions, "Requisiti di margini per derivati non compensate centralmente", Settembre 2013
[329] Gordon, J., "Central Counterparties Mandatory Clearing and Bilateral Margin Requirements for OTC Derivatives", p. 50, London, Wiley, 2014.

[330] Tali prassi riguardano tutte le operazioni in derivati no soggette a compensazione centrale, e non operazioni quali I pronti contro termine o il prestito di titoli, che pur presentando caratteristiche comuni con I derivati non sono operazioni in derivati.

non compensata centralmente devono scambiarsi margini iniziali e di variazione commisurati ai rischi di controparte che tale operazione comporta. I margini riducono il rischio sistemico, che nei derivati OTC è concentrato nell'attività dei maggiori operatori chiave del mercato (società finanziarie), nel valutare questo elemento dei requisiti di margine e la sua riduzione del rischio sistemico e gli incentivi per la compensazione centrale, i regolatori internazionali si sono concentrati sull'opportunità di applicare i requisiti di margine a tutte le controparti delle transazioni in derivati , di richiedere lo scambio bilaterale di margini di garanzia fra tutte le entità destinatarie dei requisiti. Nel caso specifico di margini di variazione è riconosciuto che l'obbligo di costituire margini rappresenta il regolamento del guadagno o della perdita corrente su u derivato non comporta costi netti di liquidità e comporta un impatto sulla liquidità di mercato poiché le attività poste a garanzia non sono prontamente disponibili per essere utilizzate ad altri scopi nell'arco della vita del contratto derivato non compensato centralmente. In tal caso, un metodo per gestire l'impatto della liquidità, potrebbero consistere nel fissare una soglia al margine.

- **Principio fondamentale 3: Importi minimi di base e metodologie per i margini di variazione**. Le metodologie di calcolo dei margini di variazione su cui si basa la raccolta di margini di una controparte dovrebbero: 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; 2) assicurare che tutte le esposizioni al rischio di controparte siano pienamente coperte da un elevato grado di certezza.

  La fissazione di un importo minimo di base per i margini iniziali e di variazione può comportare due benefici: la riduzione del rischio sistemico e la promozione della compensazione centrale. Rispetto alla tipologia di Margini, quelli iniziali tutelano le parti contraenti dall'esposizione corrente i cui una delle parti è già incorsa per effetto delle variazioni del valore corrente di mercato del contratto

dopo la sua stipula. Il Margine di variazione riflette l'entità dell'esposizione futura potenzialmente derivante da variazioni del valore corrente di mercato del contratto nel periodo necessario a chiudere il contratto e rimpiazzare la posizione nel caso in cui una o più controparti si rendano insolventi. L'importo del Margine iniziale deve essere calibrato su un periodo in cui siano compresi anche tensioni finanziarie, in modo tale che al momento di necessità sia disponibile un margine sufficiente e al fine di potenziare la prociclicità del margine stesso. Sempre allo scopo di attenuare la prociclicità andrebbero evitate o quantomeno scoraggiate prassi di richieste ingenti di margini iniziali (addizionali) dovute a meccanismi automatici ("***cliff-edge***"). Il calcolo di margini potrà basarsi su due differenti tipi di calcolo: attraverso modelli quantitativi interni di portafoglio, oppure su un sistema di valori standardizzati. In ogni caso, che devono soddisfare varie condizioni preliminari e devono tener conto del fatto che i rischi cui sono esposti i derivati non compensati centralmente sono diversi e non sono correlati fra di loro. Questi due metodi consentono agli operatori di in derivati di scegliere fra un modello quantitativo più sensibile al rischio e uno meo sensibile al rischio ma più trasparente.

- **Principio fondamentale 4: Attività stanziabili a garanzia.** Il principio fondamentale n. 4 stabilisce che 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 o compensati centralmente. La gamma di garanzie idonee dovrebbe prendere in considerazione che le attività liquide in condizioni di mercato normali possano divenire rapidamente illiquide nei momenti di tensione finanziaria. Infine, il valore delle garanzie no 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 non pregiudicare l'efficacia della protezione offerta dai margini versati. On dovrebbero, pertanto, essere accettati

in garanzia i titoli emessi dalla controparte o da entità a questa collegate. Le garanzie dovrebbero, inoltre, essere diversificate. Sulla base di questo principio spetterebbe alle autorità di supervisione nazionale stilare una classifica di attività ideone a essere accettate come garanzia, tenendo conto dei rispettivi mercati, nella quale dovrebbero senz'altro figurare: contanti; titoli di elevata qualità emessi da amministrazioni pubbliche e banche centrali; titoli societari di elevata qualità, cover bond di elevata qualità; azioni comprese in importanti indici azionari e oro. Si tratterebbe evidentemente di un elenco o esaustivo e altre attività atte a costituire garanzie idonee potrebbero essere comprese a discrezione dell'autorità competente di supervisione. Le garanzie possono essere denominate in qualsiasi valuta. Al fine di determinare gli scarti di garanzia adeguati potrebbero essere utilizzati modelli quantitativi interni ovvero sistemi di scarti prefissati, come nel caso del calcolo dei margini. Questi ultimi offrono maggiore trasparenza e hanno minori effetti pro-ciclici.

- **Principio fondamentale 5: Trattamento del margine iniziale.** Il principio in questione parte dal presupposto che i margini su base netta scambiati inizialmente fra le parti con ingenti posizioni lorde reciproche in derivati, siano calcolati su base lorda. I margini iniziali dovrebbero detenuti dalle parti in modo da assicurare che in caso di insolvenza di una controparte: 1) siano a disposizione immediatamente della parte ricevente; 2) siano soggetti a dispositivi tali da tutelare appieno la parte che li versa in caso di fallimento della parte che li riceve. Le giurisdizioni sono invitate ad adeguare le leggi pertinenti al fine di assicurare una sufficiente protezione delle garanzie reali.

  Allo scopo di perseguire questo principio sarebbe opportuno che i margini siano scambiati su base lorda.
- **Principio fondamentale 6: Trattamento delle operazioni con affiliate.** Secondo tale principio le operazioni fra una società e le sue affiliate andrebbero opportunamente disciplinate, in modo coerente con il quadro giuridico e regolamentare di ciascuna giurisdizione. In tal senso le autorità nazionali di

supervisione dovrebbero adeguare i rispettivi assetti giuridici e le condizioni di mercato e istituire gli opportuni requisiti di margini iniziali e di variazione.

- **Principio fondamentale 7: Interazioni fra regimi nazionali nelle transazioni internazionali:** i regimi di regolamentazione delle varie giurisdizioni dovrebbero interagire in modo in modo tale da dare luogo, per i derivati non compensati centralmente, a requisiti di margine sufficientemente coerenti e non ridondanti. Il buon funzionamento del principio implica una fondamentale collaborazione fra giurisdizioni.
- **Principio fondamentale 8: Introduzione graduale dei requisiti.** I Requisiti enunciati richiedono una graduale introduzione, in modo tale che i benefici in termini di riduzione del rischio sistemico e di incentivi siano adeguatamente bilanciati con i costi di liquidità, operativi e di transazioni associati alla loro attuazione. Inoltre, sarebbe opportuna una revisione periodica.

Nel Novembre 2018, il Financial Stability Board (FSB), unitamente agli organismi di normazione competenti operanti nell'ambito della Banca dei Regolamenti Internazionali (il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (BCBS), il Comitato per i pagamenti e le infrastrutture di mercato (CPMI) e l'Organizzazione internazionale delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari (IOSCO), hanno pubblicato il rapporto sugli effetti della riforma della regolamentazione dei mercati finanziari portata avanti dal G20 con specifico riferimento agli incentivi alla compensazione centralizzata dei derivati over the counter (OTC)[331].

In particolare, il rapporto evidenzia come i requisiti patrimoniali, i mandati di compensazione, i requisiti di margine per i derivati OTC stiano raggiungendo i loro obiettivi di promuovere la compensazione centralizzata nell'ottica di ridurre la complessità, di aumentare la trasparenza e la standardizzazione nei mercati di derivati OTC.

[331] FSB, Final Report on "*Incentives to centrally clear over the counter (OTC) derivatives* ", 2018.

Al fine di ridurre il rischio sistemico EMIR ha previsto a carico degli operatori che sottoscrivessero contratti OTC non compensati attraverso controparte centrale l'obbligo di porre in essere una serie di presidi specifici, volti a ridurre e a meglio monitorare il rischio connesso all'operatività in derivati OTC.

Questi obblighi si possono diversamente definire tecniche di mitigazione del rischio, e variano al variare dello status dell'operatore: se controparte finanziaria o non finanziaria. L'articolo 11 del regolamento EMIR contempla le tecniche di mitigazione del rischio per contratti di derivati OTC non compensati attraverso una CCP, essi sono:

a) Tempestiva conferma dei contratti derivati OTC non compensati tramite CCP, secondo i termini previsti dall'art. 12 del Regolamento (UE) n.149/2013;

b) Riconciliazione del portafoglio ai sensi di quanto previsto dall'art. 13 del Regolamento (UE) n.149/2013;

c) Compressione del portafoglio al ricorrere delle condizioni previste dall'art. 14 dall'art. 12 del Regolamento (UE) n.149/2013;

d) Adozione di procedure per la risoluzione delle controversie ai sensi di quanto previsto dall'articolo 15 dall'art. 12 del Regolamento (UE) n.149/2013;

e) Determinazione del valore dei contratti in essere ai sensi dell'art. 11.2 EMIR.

f) Tempestivo scambio di garanzie, ai sensi di quanto previsto dall'art. 11.3, EMIR;

g) Adeguatezza patrimoniale, ovvero disponibilità di un importo di capitale adeguato e proporzionato per gestire il rischio non coperto da un adeguato scambio di garanzie, cui sono soggette le Controparti finanziarie.

I requisiti patrimoniali svolgono una grande importanza poiché contribuisce ad accrescere la capacità di assorbimento delle perdite del sistema, secondo la logica per cui è la parte solvibile a pagare in altri termini per fare fronte alle perdite dovute all'insolvenza di una controparte, verrà intaccato il patrimonio della controparte solvibile.

Nello specifico ci soffermiamo sulle più importanti:

- **Valutazione (giornaliera e ai prezzi di mercato) del portafoglio (*EMIR Articolo 11(2)*:**

Consiste nell'obbligo in capo tanto alle controparti finanziarie che alle controparti non finanziarie, di provvedere giornalmente alla determinazione del valore dei contratti in essere attraverso una valutazione a prezzi correnti di mercato (***daily mark-to-mark)***. Esso si applica a tutti i contratti derivati in essere a partire dal 15 Marzo 2013, data di entrata in vigore del corrispondente standard tecnico.

- **Riconciliazione del portafoglio e risoluzione di controversie (EMIR, Articolo 11(1) e Regolamento delegato (EU)149/2013 (Articoli 13 e 15) che integra il Regolamento EMIR.**

Si tratta di aggiustare il valore di un portafoglio di attivi al fine di prendere in considerazione gli ultimi corsi di chiusura e non il prezzo al quale l'attivo sottostante è stato acquistato. Alla fine di ogni giorno di quotazione, tutte le situazioni dei contratti a tempo determinato in corso (in genere si tratta di contratti standardizzati e negoziati sui mercati regolamentati ma possono fare l'oggetto di contratti *over the counter*) sono valutate al prezzo di mercato per i mercati dei cambi, in vista di determinare i guadagni o le perdite di ogni partita. Le parti beneficiarie ottengono in contropartita il guadagno lo stesso giorno, mentre le parti deficitarie ricevono una fattura di pari importo. Tuttavia, queste ultime non sono obbligate a regolarizzare la totalità della fattura relativa alla perdita giornaliera, lo stesso giorno, poiché hanno il diritto, in funzione del loro grado di solvibilità di versare una percentuale di quest'obbligazione sul conto relativo al Margine. Nel caso in cui il debito derivante dal calcolo di più giorni oltrepassa una certa soglia, essi ricevono un **Appello al margine** (una richiesta che consiste nel versamento di fondi sul loro conto).

- **Compressione del portafoglio (Regolamento delegato (EU) 149/2013, Articolo 14**

Le controparti possono per diversi motivi decidere di rescindere un contratto di prodotti derivati prima della data di scadenza. Le parti possono decidere di ottenere la cessazione del portafoglio per compressione o attraverso la cessione del contratto a un

altro contraente. La Compressione del Portafoglio consiste nell'annullamento della compensazione reciproca. È finalizzata a ridurre l'ammontare totale degli scambi, e conseguentemente il valore nozionale, riducendo in questo modo il rischio di credito di controparte e il rischio operativo nonché il costo del capitale[332].

I requisiti previsti dall'articolo 11 Regolamento EMIR (2012) si applicano ad almeno una controparte stabilita all'interno dell'UE.

In generale le queste tecniche di mitigazione si applicano inoltre a quelle transazioni che avvengono fra una controparte stabilita nell'UE e un'altra in un paese terzo, detti requisiti devono essere soddisfatte dalla controparte stabilita nell'UE, mentre la controparte stabilita in un Paese Terzo deve conformarsi con le regole equivalenti nel paese terzo.

Si applicano, inoltre, alle controparti non finanziarie sotto la soglia di compensazione.

I requisiti previsti dall'articolo 11 e riguardanti la Conferma Tempestiva, la Riconciliazione del Portafoglio, la Risoluzione delle Controversie e la Compressione del Portafoglio non si applicano quando una controparte della transazione è un'entità stabilita nell'UE ed esentata in accordo con l'articolo 1 di EMIR[333].

- **Obbligo di compensazione (art.4 Reg. 648/2012 "EMIR")**

In primo luogo i margini di garanzia rispondono alla logica per cui paga la parte insolvente. In caso di insolvenza, i margini servono a garantire la protezione della controparte solvibile, poiché le perdite vengono assorbite dalle garanzie reali fornite dalla parte insolvente.

- **Obbligo di segnalazione (art.9 Reg. 648/2012 "EMIR")**

[332] European Commission, "*Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets*", working document, SEC (2009) 905 finale

[333] Le esenzioni previste dal regolamento sono definitive o temporanee. Tra le prime l'elenco è decisamente più lungo, ci limitiamo a ricordarne l'esenzione in favore dei fondi pensioni fu prevista una esenzione temporanea.

L'obbligo di segnalazione ai Repertori di dati: secondo tutti i contratti derivati OTC in essere in un certo momento devono essere segnali dalle parti contraenti al Repertorio dei Dati.

L'attuale quadro di supervisione delle Controparti Centrali nell'ambito di EMIR l'Ue ha creato nel 2012 il primo quadro regolamentare e di supervisione delle CCP post-crisi, poiché con questo quadro regolamentare l'UE intende garantire la stabilità finanziaria delle Controparti Centrali, definendo specifiche misure e requisiti minimi per una solida gestione del rischio interno. La copertura di possibili perdite nel caso del fallimento di uno o più membri compensatori

1. Le attuali tre linee di difesa previste in EMIR
   a) Le CCP sono obbligate a prevedere un appropriato margine sulla compensazione degli strumenti finanziari compensati allo scopo di coprire il rischio di controparte così come il rischio derivato dalle fluttuazioni del prezzo delle attività compensate,
   b) I membri compensatori devono contribuire al Fondo in caso di insolvenza, destinato a coprire le perdite in cui può incorrere un membro compensatore nel caso in cui non sia sufficiente il richiamo dei margini,
   c) Nel caso in cui anche il Fondo per le insolvenze non sia sufficiente la Controparte Centrale è responsabile con il 25 % del rispettivo Fondo di garanzia cosiddetto "*Skin-In-The-Game*",
   d) Ruolo delle NCAs: Banche centrali nazionali, autorità di controllo sui mercati e servizi finanziari
   e) Ruolo dell'autorità europea ESMA in caso di conflitto fra autorità nazionali va nella direzione dell'importante ruolo di coordinamento delle autorità di supervisione competenti rispetto alle singole Controparti Centrali.

   Inoltre, una serie di norme tecniche di regolamentazione (*Regulatory technical standards* –RTS) al riguardo delle tecniche di mitigazione dei rischi per i derivati OTC non compensati attraverso una controparte centrale sono stati sviluppati

congiuntamente dalle Autorità di supervisione finanziaria europee nell'ambito del Comitato congiunto e sono ormai entrati in vigore in vigore. Essi riguardano il livello di capitale e di collaterale che le controparti in transazioni in derivati debbono mantenere, il tipo di collaterale e gli accordi di segregazione.

4.6.2. Conseguenze della concentrazione del rischio

La creazione dell'infrastruttura di mercato per i derivati –EMIR- di sicuro ha contribuito alla stabilità del sistema finanziario, poiché le CCP hanno eliminato il rischio di controparte fra i suoi membri, e ridotto più in generale l'esposizione delle istituzioni finanziarie al rischio di controparte, attraverso il netting (obbligazioni nette) e il sistema dei margini e la collateralizzazione[334]. Nondimeno il forte incremento registrato nella negoziazione di contratti derivati *Interest Rate Derivatives,* che costituiscono la classe più diffusa di derivati OTC, negli ultimi dieci anni che è passato da un quinto ai due terzi dell'ammontare nozionale in essere di questa classe di derivati, che rappresenta la più diffusa, se da una parte ha accresciuto il ruolo della compensazione centrale, dall'altra ha contribuito ad accrescere il rischio sistemico derivante dalla concentrazione di un ammontare sempre più elevato delle operazioni in derivati compensate attraverso le CCP, e conseguentemente a ciò l'incremento della connessione fra CCP fra di loro, per via dell'interoperabilità, e fra i partecipanti diretti della CCP e i clienti di quest'ultima.

Le CCP divengono di conseguenza un concentrato di rischi nonché un polo di attrazione del rischio, per effetto dell'aumentare delle classi di derivati sottoposte all'obbligo della compensazione. Poiché se da una parte le CCP hanno contribuito a far sì che con l'attribuzione a sé del rischio di controparte, le banche ben capitalizzate, hanno potuto da parte loro vedersi ridurre il rischio di controparte, il crescente ricorso al collaterale nei mercati finanziari all'ingrosso può essere all'origine di alterazioni nelle dinamiche delle liquidità nel sistema finanziario.

---

[334] Domansky, D., Gambacorta L., and Picillo C., "*Central clearing: trends and current issues"*, BIS Quartely Review, December 2015, p.73

Ciò potrà essere all'origine di rischio sistemico come sottolineato, e il rischio che alcune di esse diventino "*too-big-too-fail*" diventa realistico.

Il mercato dei derivati OTC compensati centralmente è un mercato fortemente concentrato sotto diversi punti di vista: 1) elevate esposizioni fra banche e CCP, 2) un piccolo numero di CCP specializzate in specifiche classi di derivati OTC, e 3) un piccolo numero di banche come si evince dai due ultimi rapporti congiunti di importanti regolatori a livello mondiale (BCBS-CPMI-IOSCO-FSB) sull'analisi delle interdipendenze delle CCP, pubblicati rispettivamente nel 2017[335] e 2018[336], in cui si sottolineano le interconnessioni tra controparti centrali e partecipanti diretti, e il più importante dei rischi che ne deriva, il rischio di controparte, tende a divenire sistematicamente importante per le banche. Il rischio sistemico può essere, dunque, generato dall'interno (*Shin* (2010)[337].

Domanski (*et altri)*[338] in una prospettiva macroprudenziale hanno analizzato l'interazione fra compensazione e rischio sistemico. Secondo questi autori, negli ultimi anni, abbiamo assistito ad un'evoluzione del sistema finanziario che ha determinato conseguenze sulla maniera i cui la compensazione centrale influenza il rischio sistemico. Sostenendo che, per esempio, è probabile che una migliore capitalizzazione bancaria possa determinare una riduzione del rischio di insolvenza e di credito di controparte. Inoltre, una maggiore dipendenza dalle garanzie reali nei mercati finanziari all'ingrosso potrebbe aver alterato la dinamica della liquidità nel sistema finanziario. Tutto ciò nel mentre la compensazione centrale stessa si è evoluta.

La compensazione centrale può influenzare il rischio sistemico in due modi: attraverso la propagazione di uno shock esogeno attraverso un effetto domino, 2) la compensazione centrale associata alle pratiche di gestione del rischio può influenzare

[335] BCBS-CPMI-IOSCO-FSB (2017), "Analysis of central clearing interdependencies, July 2017.
[336] BCBS-CPMI-IOSCO-FSB (2018), "Analysis of central clearing interdependencies, July 2018.
[337] Shin, H., Adrian, T., "*Liquidity ad Leverage*", Journal of Financial Intermediation, 2010.
[338] [338] Domanski, D., Gambacorta, L. and Picillo, C. (2015):" Central clearing: trends and current issues", BIS Quarterly Review, December 2015,

la probabilità di uno shock endogeno che possiamo definire come la corsa al *deleveraging* anche in assenza di un iniziale default.

Sono stati individuati una serie di fattori che possono impattare sulla compensazione centrale. Questi fattori includono la solidità finanziaria dei partecipanti diretti e delle CCP, solidità del modello di gestione del rischio della CCP nel suo insieme, la gestione dei margini e l'interazione tra questi ultimi con la politica e le pratiche delle garanzie, le condizioni di liquidità e volatilità in mercati più ampiamente intesi. Una puntuale valutazione dell'importanza di questi fattori richiederebbe una conoscenza approfondita degli esistenti collegamenti finanziari e l'esposizione tra le CCP e i partecipanti diretti, e del sistema finanziario più in generale. Senza tali informazioni, è solo possibile trarre conclusioni generali, spesso ambigue, su come le recenti tendenze possono avere ha influenzato il rischio sistemico

La compensazione centrale può aumentare la possibilità di assumere posizioni con l'assunzione di leva finanziaria, liberando in questo modo garanzie reali. L'effetto netto della compensazione centrale sulla domanda di collaterale dipende da due sviluppi che sembrano andare in due direzioni opposte.

Da un lato, la migrazione di posizioni bilaterali precedentemente non garantite verso le CCP che fa aumentare la necessità di garanzie. Dall'altro la compensazione multilaterale riduce il fabbisogno di collaterale.

Una questione molto importante resta aperta e riguarda quale combinazione di risorse finanziarie di capitale può assicurare la più efficace protezione della CCP dal rischio sistemico. Un *trade-off* fra risorse finanziarie precostituite, che possono essere considerate alla stregua di un'auto assicurazione per le CCP e l'affidamento a disposizioni di liquidità che potrebbero mettere sotto pressione i fornitori. Tuttavia, il capitale proprio delle CCP è generalmente molto modesto comparato alle risorse precostituite.

La compensazione centrale può dar luogo ad altre forme di rischio sistemico. In particolare, La concentrazione della gestione del rischio di credito e del rischio di

liquidità nella CCP possono incidere sulla dinamica dei prezzi e della liquidità del mercato a livello di sistema in modi che non sono ancora molto chiari, del resto non sono ci sono molti studi in merito.

A favorire la concentrazione del mercato dei derivati OTC in un ridotto numero di CCP vi sono specifiche ragioni, in larga parte legate ai costi fissi: i membri della CCP non solo devono essere conformi ai requisiti di margini, di partecipazione al fondo di garanzia, ma anche ai costi fissi di mantenimento dell'infrastruttura. Tutto ciò richiede la mobilizzazione di ingenti attività variamente liquide o liquidità pura che poche grandi banche si possono permettere. Un'altra ragione alla base della concentrazione è legata all'efficienza del netting[339].

4.6.3. Concentrazione dei rischi: nesso tra banche e CCP

La maniera in cui avviene la creazione di un nesso fra CCP e banche è al centro di uno studio recente, esso riguarda il modo in cui viene a crearsi l'interconnessione fra la gestione del rischio da parte delle CCP e l'assunzione del rischio da parte delle banche e nello specifico come la gestione dei rischio nelle CCP influenza l'assunzione del rischio da parte delle banche, da un lato, e come il comportamento delle banche nell'assunzione dei rischi si ripercuote sulla resilienza delle CCP, dall'altra[340]. Il principale meccanismo di trasmissione del rischio di controparte fra CCP e banche, è costituito dal bilancio. Per comprenderlo bisogna fare la seguente premessa che riguarda la costituzione dei Margini (Margini Iniziali) e la loro variazione (Margini di Variazione) nel tempo.

In primo luogo, al riguardo dei margini, ciò che nel bilancio della CCP costituisce una passività, nel bilancio della banca (partecipante diretto della CCP) si trasformano in

[339] Il netting è una clausola, prevista nei Mater Agreement ISDA e negli accordi tra le CCP e i propri soci, in base alla quale tutti i contratti tra due parti sono considerate alla stregua di un'unica operazione quando: a) sii calcolano i depositi di garanzia e b) si chiudono anticipatamente i contratti a causa dell'insolvenza di una delle parti. Il netting riduce il rischio di credito perché la parte insolvente non può chiedere (*i*)che le venga integralmente riconosciuto il valore dei contratti in the money e (*ii)* pagare invece in moneta fallimentare il valore dei contratti *out-of-the money.*

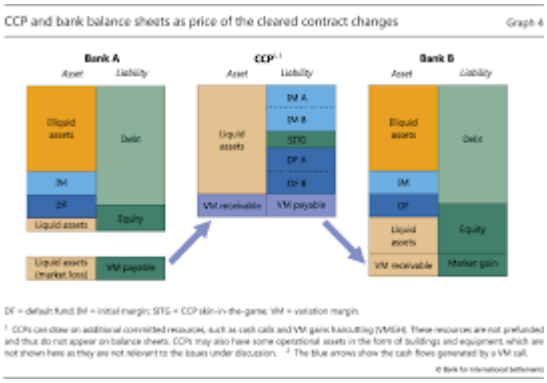
[340] Faruqui, U., Huang, W., and Takats, E., "Clearing risk in OTC derivatives markets: the CCP-bank nexus, BIS Quarterly Review, December 2018.

un'attività. In secondo luogo, il valore iniziale di una transazione compensata centralmente da una CCP ha u valore di mercato pari a zero. La CCP chiede contestualmente i Margini iniziali alle due banche che decidono di compensare una transazione in derivati, essi sono una passività per la CCP e un'attività per le banche, conseguentemente è richiesto alla CCP la capacità di assorbimento delle perdite (*loss absorbing capacity*[341]*).* In uno scenario ipotetico senza rischi la CCP ripaga i Margini iniziali alla fine della transazione.

Tuttavia, il prezzo del derivato oggetto della compensazione centralizzata, nel mondo reale subisce dei movimenti e ciò implica una variazione dei margini che si traduce in pratica nella necessità di apportare degli aggiustamenti di bilancio. La banca che è incorsa in perdite riconosce le perdite attraverso il pagamento di ulteriori margini a variazione dell'importo inizialmente versato alla CCP, il che implica una diminuzione delle attività liquide che vengono utilizzate per la collateralizzazione a garanzia della compensazione. Di converso, per l'altra banca si realizza un movimento simmetrico nel suo bilancio, poiché essa riceverà dalla CCP l'importo della variazione dei margini. Questi movimenti generalmente sono eseguiti giornalmente dalla CCP e ciò allo scopo prevenire l'accumulo di esposizioni, e permette alla CCP di mantenere in essere operazioni ben equilibrate (*Pirrong* (2011).

[341] Coeuré, B., *Ensuring an adequate loss-absorbing capacity of central counterparties, 2015*

Grafico 3: CCP and balance sheets price of the cleared contract changes



Il nesso tra CCP e banche richiama il problema del trasferimento del rischio e pone la questione se le CCP sono istituzioni che trasferiscono il rischio oppure lo eliminano?

Il principio del trasferimento del rischio, per come identificato da Roe (2013), pur avendo lui a mente prevalentemente la situazione degli Stati Uniti prima e dopo la crisi e gli interventi legislativi operati attraverso il *Dood-Frank Wall Street Reform Act*, può essere applicato anche al resto del mondo poiché basato su di un'attenta analisi dell'eccesso della fiducia nelle controparti centrali basata sulle maggiori esperienze al mondo, inclusa l'UE.

Il buon funzionamento di una CCP può contribuire a migliorare la sicurezza, l'efficienza e la trasparenza del sistema finanziario. In u mercato compensato da una CCP i membri compensatori sono esposti unicamente verso una controparte (la CCP), la gestione del rischio di credito a livello di mercato (dei derivati compensati) può migliorare in quanto la CCP può coprire le sue esposizioni con garanzie reali di alta qualità. In caso di insolvenza di un partecipante diretto può facilitare il trasferimento delle posizioni e del collaterale dal quest'ultimo ai partecipanti diretti solventi e sopravvissuti e coordinare l'ordinata sostituzione del partecipante diretto insolvente, attraverso aste e copertura delle esposizioni. La CCP in questo senso svolge una funzione di protezione (*firewell*). La CCP attraverso il netting multilaterale delle posizioni fra partecipati diretti riduce il totale delle esposizioni nel mercato nonché il numero delle transazioni necessarie per il regolamento delle operazioni realizzando importanti vantaggi in termini di efficienza operativa. Infine, attraverso la

centralizzazione della gestione delle posizioni (corte e lunghe) del partecipante può contribuire alla trasparenza del mercato.

Capitolo Quinto: La Vigilanza delle Controparti Centrali

Introduzione

Questo capitolo è incentrato sulla supervisione delle Infrastrutture Finanziarie di Mercato, e in modo particolare delle Controparti centrali.

Innanzitutto una precisazione a proposito della distinzione che tradizionalmente esiste fra la nozione di "vigilanza" e "supervisione". Nel rapporto del CPSS[342] del 2005 che riguardava propriamente il ruolo della banca centrale in tema di supervisione, si può leggere che l'attività di vigilanza della banca centrale si basa su principi di *soft law* senza poteri di sanzione, ed ha una natura più qualitativa più che regolamentare. La natura regolamentare, al contrario, rappresenta il tratto distintivo della supervisione, poiché la supervisione è dotata di strumenti che possono prevedere anche sanzioni. Negli ultimi anni, tuttavia, la differenza è andata affievolendosi, tanto che i metodi e gli obiettivi della vigilanza si sono avvicinati a quelli della supervisione.

Sempre in tema di vigilanza, e nello specifico di autorità competenti, esiste una n'altra distinzione riguarda più propriamente le Infrastrutture finanziarie di Mercato, quali le CCP e i Depositari Centrali, per le quali si fa la distinzione fra autorità competenti e autorità rilevanti. Le autorità competenti sono quelle a cui viene attribuito il potere di supervisionare direttamente l'infrastruttura, generalmente è la normativa nazionale che legittima questo potere. Le autorità rilevanti sono, invece quelle che hanno un interesse al buon funzionamento dell'infrastruttura e che sono associate al processo di supervisione, la cui responsabilità principale rimane in capo alle autorità competenti.

[342] Bank for International Settlement CPSS "Central Bank oversight and settlement system", May 2005.

EMIR ad esempio, prende in considerazione nell'ambito della supervisione sulle CCP le autorità di supervisione dei paesi dei partecipanti diretti di una CCP. Altrettanto può dirsi per i Sistemi di regolamento che effettuano regolamento e consegna degli strumenti finanziari. Solitamente spetta all'autorità competente autorizzare un'infrastruttura. In tema di autorizzazione delle CCP, l'autorità competente ai sensi di EMIR è l'ESMA.

I Principi fondamentali per le Infrastrutture finanziarie (2012) attribuiscono cinque responsabilità alle diverse autorità che intervengono nella gestione della supervisione delle stesse (Banche centrali, regolatori di mercato, e altre autorità competenti)[343]. Di cui la quinta riguarda la supervisione cooperativa delle banche centrali[344], che nell'ambito dell'Unione Europea era stata fatta propria dal Rapporto Lamfalussy (2001).

5.1 Rischio sistemico e Vigilanza prudenziale

Le Infrastrutture finanziarie di mercato e le istituzioni finanziarie che forniscono servizi di compensazione, regolamento e custodia dei titoli sono considerate parte del panorama post-negoziazione dei titoli. I sistemi che compensano le negoziazioni effettuate in borsa o concluse tra controparti sul mercato OTC, nonché i sistemi che

[343] OICV-IOSCO "Key Principles for Financial Market Infrastructures, 2012 p.126-139
Responsabilità A: la regolamentazione, la vigilanza e la sorveglianza delle IMF dovrebbero essere soggette a regolamentazione, vigilanza e sorveglianza adeguate ed efficaci da parte di una banca centrale, di un'autorità di regolamentazione del mercato o di un'altra autorità pertinente.
Responsabilità B: Poteri e risorse di regolamentazione, vigilanza e vigilanza Le banche centrali, le autorità di regolamentazione del mercato e le altre autorità competenti dovrebbero avere i poteri e le risorse per svolgere efficacemente le loro responsabilità in materia di regolamentazione, vigilanza e vigilanza sulle IMF
Responsabilità C: divulgazione delle politiche in relazione alle banche centrali delle IMF, alle autorità di regolamentazione del mercato e ad altre autorità pertinenti.
Responsabilità D: applicazione dei principi per le banche centrali delle IMF, le autorità di regolamentazione del mercato e le altre autorità competenti dovrebbero adottare i principi CPSS-IOSCO per le infrastrutture dei mercati finanziari e applicarli in modo coerente.
Responsabilità E: Cooperazione con altre autorità Le banche centrali, le autorità di regolamentazione del mercato e altre autorità competenti dovrebbero cooperare tra loro, sia a livello nazionale che internazionale, se del caso, per promuovere la sicurezza e l'efficienza delle IFM.
[344] Le banche centrali in quanto prestatori di ultima istanza o di liquidità di emergenza, a seconda dei casi, hanno un grande interesse a supervisionare i sistemi di pagamento.

regolano gli obblighi dell'acquirente e del venditore di un'operazione, sono soggetti a sorveglianza. Le istituzioni che gestiscono tali sistemi sono soggette a vigilanza.

La rilevanza sistemica delle Controparti è cresciuta dopo che la nuova legislazione ha reso la compensazione centrale degli strumenti derivati OTC standardizzati obbligatoria. Le controparti centrali sono soggette sia alla vigilanza prudenziale che alla sorveglianza. Una effettiva ed efficace vigilanza delle CCP è parte integrante del funzionamento dell'infrastruttura di mercato creata con il regolamento EMIR. Un ruolo fondamentale, aumentato nel tempo ma non esclusivo viene svolto dall'ESMA. Prima di addentrarci nell'analisi dell'oggetto di questo capitolo, un preambolo sulla scelta del tipo di analisi e degli strumenti che la supporteranno.

Una delle lezioni che si può trarre dalla crisi finanziaria globale riguarda l'importanza della regolamentazione finanziaria, della supervisione prudenziale e degli strumenti all'uopo previsti per mitigare i rischi finanziari e la prociclicità del sistema finanziario. Lo scopo principale della regolamentazione finanziaria è quello di identificare e prevenire accumuli di instabilità nel sistema finanziario, che possono assumere una rilevanza sistemica se ignorati o governati in modo inappropriato e quindi lasciati espandere indisturbati, e di fornire strumenti adeguati e cogenti in grado di gestirli, ed evitare che essi possano compromettere il regolare funzionamento del sistema finanziario, fino a minare la stabilità finanziaria[345].

A seguito della crisi finanziaria la politica macroprudenziale è divenuta la caratteristica preminente dell'agenda per le riforme nel settore della regolamentazione finanziaria. Fino ad allora la supervisione prudenziale era strettamente collegata alla solidità e alla sicurezza di singole istituzioni finanziarie, e non venivano presi in considerazione i rischi sistemici derivanti da istituzioni non bancarie e dagli strumenti finanziari, la crisi che partita dagli Stati Uniti ha poi investito le economie del resto del mondo, segna un cambio di paradigma in tal senso. All'interno delle più importanti istituzioni finanziarie

[345] Non esiste una definizione uniforme di rischio sistemico come pure di stabilità finanziaria. Nel corso della ricerca abbiamo in qualche modo già fatto riferimento a una definizione di rischio sistemico adeguandola al contesto specifico.

a vocazione globale nasce la consapevolezza di dover girare pagina e di promuovere prima di tutto con il "*Core Principles for Effective Banking Supervision*", adottati dal Comitato di Basilea[346] nel 2012, con cui si afferma una nuova e più ampia concezione della supervisione in una prospettiva macroprudenziale, e con essa la consapevolezza della necessità di spostare l'attenzione verso il sistema finanziario nel suo insieme e di provvedere a creare autorità indipendenti specifiche per grandi settori d'attività e organismi in grado di monitorare il rischio sistemico e di dotarlo di meccanismi di allerta. Nell'Unione Europea, la creazione delle autorità di supervisione e del Comitato del Rischio sistemico, in seno alla BCE il cui fine ultimo è di contribuire alla salvaguardia del sistema della stabilità del sistema finanziario nel suo insieme, si inserisce in questo nuovo solco.

5.2 Gli strumenti della politica macroprudenziale

Sul tema della politica macroprudenziale e dei suoi strumenti ancora prima della recente crisi finanziaria si sviluppò un dibattito sulla necessità di identificare obiettivi e strumenti, come sottolineato da una cospicua produzione letteraria, risalente ai primi anni del nuovo Millennio[347].

La valutazione del rischio sistemico è la premessa necessaria perché possano essere definiti gli obiettivi specifici delle politiche macroprudenziali, in modo da selezionare gli strumenti adeguati, allo scopo di costruire una mappatura fra strumenti ed obiettivi, che potesse consentire la valutazione dell'efficacia e dell'efficienza dei primi nel raggiungimento dei secondi[348].

---

[346] *Basel Committee on Banking Supervision, Core Principles for Effective Banking Supervision"*, 2012.

[347] Si rinvia per una trattazione più approfondita a: Borio, C. "*Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation*? BIS Working paper, n. 128 February 2003; "*Implementing a macroprudential framework: Blending holdness and realism*", BIS, 22 June 2010; "*Macroprudential policy and the financial cycle: some stylized facts and policy suggestions*", IMF Rethinking Macro Policy II Conference, First steps and Early lessons, 2013 April 16-17.; Haldane, A., "Macroprudential policies. When and how to use them", IMF Rethinking Macro Policy II Conference, First steps and Early lessons, 2013, April 16-17.

[348] *Macroprudential instruments and frameworks*: a stocktaking of issues and experiences, Report submitted by the Committee on Global Financial System, Preparation of the Report was overseen by a Coordinating Group chaired by Lex Hoogduin of the Netherlands Bank, May, CGFS Papers, 2013 n. 38

Dopo la crisi, il rischio sistemico è divenuto un'area di analisi sistematica ed ha trovato una più precisa definizione teorica, metriche più appropriate per la gestione del rischio, ma soprattutto una più definita distribuzione dei compiti di controllo e di regolamentazione macroprudenziale e una cassetta degli attrezzi per mettere in pratica politiche macroprudenziali di prevenzione di future crisi[349].

Quanto agli obiettivi della regolazione macroprudenziale, la BRI nel 2010 indicava fra le riforme di natura macroprudenziale volte a mitigare lo specifico aspetto di esposizione/interconnessione del rischio sistemico quella delle Infrastrutture di mercato al fine di renderle più robuste. Poiché la solidità, la resilienza di queste infrastrutture era da considerare la chiave per ridurre i rischi sistemici creati dalle grandi imprese interconnesse è quello di creare strutture di mercato più resilienti. La negoziazione di derivati finanziari su borse organizzate è un modo. Un altro è sostituire la rete di esposizioni bilaterali con controparti centrali robuste (CCP). Ciò può ridurre il rischio di esposizioni comuni in vari modi. Una CCP è un'entità che si interpone tra le due parti di un'operazione, diventando l'acquirente per ogni venditore e il venditore per ogni acquirente; ciò contribuisce a una maggiore liquidità del mercato e riduce gli effetti di contagio. La CCP affronta anche il rischio di inadempimento imponendo a ciascun partecipante di detenere un conto di margine in cui il saldo è determinato dal valore dei contratti in essere del partecipante: maggiore è la volatilità del mercato, più grande è il saldo del margine richiesto e più costoso diventa tenere grandi posizioni. Inoltre, la canalizzazione delle transazioni attraverso un'unica piattaforma migliora la raccolta e la diffusione delle informazioni. Ciò a sua volta consente agli operatori di mercato e alle autorità di monitorare la concentrazione delle singole esposizioni e i collegamenti che creano.

Con lo scoppio della crisi finanziaria e il suo rapido dispiegarsi attraverso i continenti, si affermò un sempre crescente consenso fra accademici e legislatori sulla necessità di

[349] Gualandri, E., e Noera, M., "Rischi sistemici e regolamentazione macroprudenziale", Dicembre 2014, versione in italiano di: MONITORING SYSTEMIC RISK A SURVEY OF THE AVAILABLE MACROPRUDENTIAL TOOLKIT, December 2014, pag. 33.

un ricorso più sostanziale alle politiche finanziarie macroprudenziali. Hanson et altri (2011) suggeriscono una visione dettagliata di come un regime macroprudenziale potrebbe essere progettato, andando oltre l'agire delle singole istituzioni finanziarie identificano i principali fallimenti del mercato sul lavoro: perché le singole società finanziarie, agendo nel proprio interesse, si discostano da ciò che un pianificatore sociale vorrebbe che facessero. Successivamente, individuano sei strumenti utili per implementare un approccio macroprudenziale alla regolamentazione per porre rimedio a questi fallimenti del mercato. Essi comprendono: 1) i requisiti patrimoniali variabili nel tempo, 2) capitale di alta qualità, 3) regolamentazione della scadenza del debito, 4) regolamentazione dello shadow banking, 5) Capitale contingente, 6) Azioni correttive mirate[350].

La portata della regolamentazione macroprudenziale e della supervisione è più ampia del campo di applicazione della regolamentazione macroprudenziale[351]. Lo dimostrano gli strumenti a disposizione. Alcuni di questo strumenti, non sono prudenziali di per sé, come le Controparti Centrali o la tassazione sulle transazioni finanziarie, altri lo sono e sono riconoscibili più facilmente.

La politica macroprudenziale è relativamente nuova, tuttavia deve includere strumenti per l'intero sistema finanziario, incluso lo *shadow banking*, infrastrutture finanziarie di mercato, i partecipati del mercato, che se lasciati al di fuori del perimetro della regolamentazione finanziaria possono comportare una minaccia per il sistema finanziario.

Questi strumenti secondo l'ESRB devono essere efficaci ed efficienti, capaci di mitigare fallimenti di mercato sistemici e conseguire i suoi obiettivi politici[352].

---

[350] Hanson, Samuel G., Anil K. Kashyap, and Jeremy C. Stein. 2011. "A Macroprudential Approach to Financial Regulation." *Journal of Economic Perspectives*, 25 (1): 3-28.

[351] Làstra, R. M., "*Systemic Risk ad Macroprudential Supervision*", in: The Oxford Handbook of Financial Regulation Edited by Niamh Moloney, Eilís Ferran, and Jennifer Payne, August 2015 https://qmro.qmul.ac.uk/xmlui/bitstream/handle/123456789/11497/Lastra%20Systemic%20Risk%20and%20Macroprudential%20supervision%202015%20Accepted.pdf?sequence=3 .

[352] ESRB, "Recommendation of the Systemic Risk Board o Intermediate Objectives and Instruments of Macroprudential Policy", 2013, in: https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/2013/ESRB_2013_1.en.pdf .

È possibile distinguere gli strumenti innanzitutto in macroprudenziali ciclici e strutturali. Il FMI distingue tre categorie di strumenti macroprudenziali: 1) strumenti aventi un impatto sulla pro-ciclicità del sistema finanziario (come ad esempio i cuscinetti di capitale controciclici previsti da Basilea III), o sulla contribuzione di una singola istituzione finanziaria al rischio sistemico, come nel caso delle Istituzioni finanziarie sistematicamente importanti a livello globale G-SIBs. 2) Strumenti prudenziali volti a contenere l'accumulo di rischio sistemico in specifici segmenti del mercato, come ad esempio il coefficiente di copertura del finanziamento e strumenti che concepiti per contenere la leva finanziaria in settori non finanziari, come il rapporto debito/reddito che serve a limitare il livello di indebitamento e il rapporto prestito/valore, e infine 3) gli strumenti atti ad affrontare i problemi di liquidità sistemica.

Galati & Moessner (2011) propongono un'ulteriore distinzione fra strumenti macroprudenziali e altri strumenti macroeconomici che possono sostenere la stabilità finanziaria, come la politica fiscale, ed evidentemente la politica monetaria i rispettivi cui strumenti andrebbero ad aggiungersi a quelli già menzionati e che riguarderebbero ad esempio nell'ambito della politica fiscale i il ricorso a strumenti fiscali quali gli stabilizzatori automatici, misure di discrezionalità controcicliche il cui obiettivo sarebbe quello di gestire la domanda aggregata, oppure misure volte a ridurre il livello del debito, e tipologie di imposte dirette a costruire un cuscinetto fiscale (una sorte di tesoretto) in momenti di congiuntura favorevole[353].

Nel corso della sua attività l'ESRB ha adottato una serie di raccomandazioni con le quali ha inteso richiamare l'attenzione degli intermediari finanziari sui potenziali rischi che possono derivare dallo svolgimento di alcune attività finanziarie. In una di queste raccomandazioni ha elaborato, tra l'altro, cinque obiettivi intermedi che la politica macroprudenziale dovrebbe conseguire: 1) mitigazione e prevenzione dell'eccessiva crescita del credito e della leva, 2) mitigazione e prevenzione dell'eccessivo

[353] Bank of International Settlement, BIS Working Papers "Macroprudential policy –a literature review Bu G. Galati ad R. Moessner, 2011, pag.8

disallineamento delle scadenze e illiquidità di mercato, 3)Limiti diretti e indiretti alle concentrazioni di esposizioni 4) limitare l'impatto sistemico del disallineamento degli incentivi con l'obiettivo di ridurre l'azzardo morale, 5) Rafforzare la resilienza delle infrastrutture finanziarie di mercato.

Tre di essi, rispettivamente il terzo, quarto e quinto obiettivo intermedio riguardano le Infrastrutture finanziarie di Mercato, poiché tra gli strumenti macroprudenziali selezionati per il conseguimento degli obiettivi ritroviamo: i Margini e i requisiti di garanzia, quali strumenti per mitigare e prevenire l'eccessivo disallineamento delle scadenze e l'illiquidità di mercato; le restrizioni alle elevate esposizioni dei partecipanti diretti delle CCP e i requisiti prudenziali della compensazione centrale, per quanto concerne le limitazioni dirette e indirette alla concentrazione delle esposizioni; e ancora i margini, i requisiti di garanzia per le CCP per quanto concerne il rafforzamento della resilienza delle infrastrutture finanziarie di mercato. Sono questi i principali strumenti di politica macroprudenziale a disposizione delle autorità di supervisione per quanto concerne le Controparti Centrali.

5.3. L'impianto della Supervisione delle CCP

Il regolamento EMIR è il risultato del Rapporto de Larosière[354], il quale individuava la necessità di un quadro europeo di supervisione finanziaria, e raccomandava la creazione di un sistema Europeo di Supervisione finanziaria. EMIR cerca di rendere il mercato dei derivati OTC più trasparente, fornire regole coerenti per le Controparti Centrali dell'UE e stabilire un quadro legale per l'equivalenza, la supervisione e l'applicazione delle misure per paesi terzi. All'ESMA viene attribuito l'importante mandato di supervisione su questo processo. Il testo finale del regolamento EMIR si basa fondamentalmente su tre approcci: 1) uniformità, 2) selezione, e 3) gestione del rischio.

[354] De Larosière Group (2009). Rapporto del Gruppo di Alto livello sulla Supervisione finanziaria nell'UE.

L'uniforme applicazione delle regole a livello europeo deve assicurare l'applicazione equa del regolamento negli Stati membri e ridurre lo spazio per arbitraggi regolamentari e prevenire differenti principi e requisiti[355]. Inoltre, l'UE seleziona le classi di derivati OTC con il minor numero possibile di esenzioni, per quanto possibile prima di procedere alla compensazione, tenendo a mente l'interconnessione delle controparti e l'unicità delle diverse classi di derivati. Infine, le tecniche di mitigazione del rischio devono essere affrontate non solo ai fini della compensazione, ma anche per i contratti derivati e le controparti ritenuti non idonei per la compensazione. Attraverso le CCP. In quanto regolamento EMIR è direttamente applicabile e non ha richiesto una trasposizione nel diritto interno degli Stati membri, eliminando in questo modo la possibilità che gli Stati membri potessero nella fase di trasposizione ricorrere a diverse interpretazioni. Da tenere a mente che ai tempi dei primi tentativi di riforma del settore dei derivati OTC complessivamente inteso, prima della crisi finanziaria, la Commissione aveva pensato ad una direttiva quadro come strumento giuridico per intervenire nel settore della compensazione e regolamento.

Dunque, già nella sua versione iniziale del 2012 EMIR mette in atto un impianto di supervisione armonizzato per le CCP, poichè definisce un quadro comune di supervisione.

La supervisione delle CCP è sostanzialmente incardinata sulle Autorità nazionali competenti (ANC), attraverso la coordinazione dei collegi dei supervisori da parte dell'ESMA. La scelta di questo modello di supervisione, dominato dalle ANC, riflette ad un tempo la complessità delle CCP ma anche dei rischi cui esse sono confrontate e che devono gestire[356]. Le CCP sono infrastrutture finanziarie di mercato complesse poiché compensano contratti derivati OTC interponendosi fra le controparti e gestendo il rischio di controparte che ne consegue. Inoltre, le classi di derivati compensate sono diverse e in progressivo aumento nel corso degli anni, conseguentemente il rischio cui esse devono far fronte è progressivamente aumentato con l'aumentare dei volumi di

[355] Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio n.648/2012 EMIR, Considerando 13 e14.
[356] Moloney, N., "THE AGE OF ESMA" Governing EU Financial Markets, p.296-297, HART, 2018.

derivati OTC standardizzati compensati. A ciò si aggiunge un ulteriore aspetto riguardante la crescente importanza sistemica delle controparti impegnate in contratti derivati OTC, e ciò evidentemente con ripercussioni sulla stabilità del sistema finanziario. Questa complessità, riferita tanto alle CCP quanto alle controparti (finanziarie ma anche di talune non finanziarie) avrebbe richiesto una supervisione specialistica, intensa e agile che difficilmente sarebbe stata possibile a livello dell'UE, per questo motivo fondamentale, i co-legislatori scelsero di localizzare la supervisione delle CCP presso le ANC e affidare all'ESMA la coordinazione di collegi di supervisori, composti dalle autorità nazionali competenti e da quelle via via giudicate rilevanti ai fini della supervisione della specifica CCP.

Sintetizzando ESMA oltre alla coordinazione dei collegi di supervisori, approva alcuni aspetti relativi ai modelli di rischio delle CCP, gestisce gli stress-test.

EMIR contiene sia degli aspetti micro prudenziali che macro prudenziali. A livello microprudenziale, il regolamento contiene sia requisiti operativi che requisiti per la supervisione della gestione del rischio[357]. Questo rischio è concentrato all'interno delle CCP, facendo di esse delle istituzioni sistematicamente importanti[358].

Un requisito microprudenziale in EMIR consiste nell'obbligo di compensazione dei contratti derivati OTC, questo obbligo comporta per la CCP il dover fare fronte al rischio di controparte e di liquidità. Inoltre, EMIR prevede requisiti molto stretti riguardanti l'esigibilità del collaterale dei partecipanti diretti e ha posto in essere un meccanismo di *default waterfall* allo scopo di prevenire la probabilità di propagazione di crisi.

[357] Nel titolo IV, capitolo 3 di EMIR si possono ritrovare norme regolatorie micro-prudenziali, così come in modo ulteriormente dettagliato nel Regolamento delegato della Commissione (EU) N. 153/2013

[358] Hermans, L., McGoldrick, P., Schmiedel, H., "Central Counterparties and Systemic Risk", in Macro-prudential Commentaires, Issue N. 6, November 2013

Tutti questi requisiti a loro volta hanno un impatto a livello macro-prudenziali, in quanto riguardano la distribuzione del rischio, specialmente da quando le CCP possono essere considerate troppo grandi per fallire (*too-big-to-fail*)[359].

Rischi macro-prudenziali possono sorgere nonostante la CCP sia dal punto di vista micro-prudenziale solida, e ciò può avvenire modificando i requisiti che creano esternalità negative sul mercato. Questi rischi potrebbero essere creati attraverso pratiche di appelli ai margini sostanzialmente modificate che richiedono ai partecipanti diretti della CCP di fornire ulteriori margini. Se uno o più membri della CCP non fossero in grado di soddisfare queste nuove richieste, la solvibilità e la resilienza alle crisi delle CCP potrebbero essere direttamente e negativamente influenzate. In altri termini la co-dipendenza delle CCP dai loro membri sistematicamente importanti può esporre le Controparti centrali al rischio sistemico nonostante siano prudenti.

5.4. Il ruolo dell'ESMA nell'architettura di supervisione europea

L'architettura europea di supervisione comprende come abbiamo visto l'EBA, l'EIOPA e l'ESMA, il loro compito primario è quello di promuovere la convergenza delle pratiche di supervisione prudenziale, per garantire l'applicazione armonizzata delle regole sottostanti, mentre alle analoghe autorità nazionali è riservata la responsabilità della vigilanza sui singoli operatori. Di qui la nascita di un uovo approccio alla vigilanza fondato sulla differenziazione fra "vigilanza macroprudenziale", finalizzata al controllo e alla valutazione dei rischi per la stabilità dell'intero sistema finanziario, e "vigilanza microprudenziale", orientata a salvaguardare la stabilità dei partecipanti al mercato e a tutelare gli investitori. Le tre Autorità di Supervisione europee sono dotate di personalità giuridica, e questo costituisce un fondamentale passo in avanti rispetto alla Sistema europeo di supervisione finanziaria creato nel 2010, per dare seguito al Rapporto Larosière.

[359] Hermans, L., et altri, 2013, p.4

L'ESMA è l'autorità competente per le questioni relative al mercato dei capitali. Ma in pratica gli è stata affidata una missione più ampia di supervisione integrata e per tale motivo è necessario accrescere le sue capacità e il suo mandato. Ad ESMA viene affidata la competenza di assicurare la supervisione di alcune istituzioni finanziarie, agenzie di rating, Repertori di dati e la valutazione del rischio e l'equivalenza per le CCP e i Repertori di dati di paesi terzi. Per quanto riguarda le CCP dell'Unione europea ESMA è incaricata di creare principi tecnici per il funzionamento delle CCP, quali ad esempio requisiti di capitale e collegi di supervisori e redigere linee guida sull'interoperabilità. I collegi a cui viene affidata la supervisione e l'autorizzazione delle CCP europee sono composti da supervisori nazionali e membri dell'autorità europea. In accordo con la regolazione europea[360], viene attribuito ad ESMA il compito di aggiornare la banca dati per la regolazione dei derivati OTC e le tecniche di gestione del rischio. All'ESMA è attribuita la responsabilità di definire quali controparti centrali estere sono considerate equivalenti (Articoli 13 e 25 di EMIR) basata sulla comparazione della supervisione e regolazione dei paesi terzi con quella dell'Unione europea. ESMA svolgerà questo compito, sin dalla prima ora, sulla base di un approccio oggettivo, in cui adotta una visione olistica del regime vigente in un paese terzo e le confronta con le disposizioni legislative e di vigilanza applicate nell'Unione europea, verificando se le disposizioni legislative e di vigilanza dei paesi terzi sono equivalenti ai requisiti del l'Unione, nel rispetto degli obiettivi normativi che conseguono. In subordine, fornisce il suo parere tecnico alla Commissione.

La Commissione da questo punto di vista non ha mancato di lanciare dei segnali importanti in tal senso già nel corso del 2017 allorquando ha proposto la revisione del Regolamento EMIR, materia del prossimo capitolo, in questa sede ci si limita a collegare quest'azione di revisione di EMIR ad un altro aspetto importante che è la creazione in prospettiva dell'Unione dei Mercati dei Capitali (UMC), e per tale motivo nel 2015 la Commissione lanciò il Piano d'Azione[361] dedicato con l'obiettivo di

[360] ESMA, "OTC Derivatives and Clearing Obligations", 3 September 2017.
[361] Commissione Europea, "*Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali"*, COM (2015) 468, 30.10.2015, in: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0468&from=IT .

contribuire a creare un vero mercato dei capitali in tutti gli Stati membri dell'UE per rendere possibili fonti di finanziamento complementari ai finanziamenti a quelli bancari quali i mercati dei capitali, il *venture capital*, il *crownfunding* e la gestione patrimoniale più ampiamente utilizzati in altre parti del mondo industrializzato, con il fine ultimo di creare nuove fonti di finanziamento per le PMI, le start-up e favorire nuovi investimenti nell'UE.

L'UMC è dunque strettamente collegata all'attività di compensazione centrale, come anche altri settori del *post-trading*, che da quest'Unione di sicuro potrà trarre benefici. In termini legislativi l'UMC, dal lancio del Piano d'Azione da parte della Commissione non ha fatto fin qui grandi passi in avanti ma di sicuro ha contribuito a creare la percezione secondo cui i mercati dei capitali nell'Unione Europea devono diventare una vera politica europea.

La questione della supervisione è strettamente collegata alla creazione di una Unione dei Mercati dei Capitali, di cui la convergenza delle pratiche di supervisione e l'integrazione dei mercati è fondamentale.

L'ESMA all'origine non è stata creata per essere un'autorità di supervisione, assieme all'EBA e all'EIOPA, era stata concepita inizialmente per svolgere una funzione di supervisione molto limitata, avrebbe dovuto occuparsi di licenze, di accordi con altre autorità di supervisione di altre giurisdizioni ma il grosso dell'attività di supervisione sarebbe rimasta i capo alle autorità nazionali. Nondimeno l'ESMA molto rapidamente si è evoluta verso un nuovo modello, per quanto ibrido, ma pur sempre un avanzamento verso una vera supervisione europea. Ciò è avvenuto in due occasioni: con il regolamento EMIR, che ha attribuito all'ESMA poteri di supervisione esclusiva sui Repertori dei Dati, parte integrante dell'infrastruttura di mercato per i derivati OTC nel 2011, e con il la revisione del regolamento sulle agenzie di rating (Regolamento CRAs3) che ha attribuito all'ESMA la supervisione diretta delle agenzie di rating nel 2013.

Il regolamento EMIR per quanto riguarda la supervisione delle Controparti ha scelto un sistema più ibrido e alquanto complesso, poiché se da una parte attribuisce il potere di autorizzazione e di vigilanza delle CCP all'ESMA (articoli 14-22), le procedure di autorizzazione e quelle di vigilanza implicano un processo decisionale condiviso con le autorità di supervisione nazionali, poiché il processo decisionale all'interno dell'ESMA è fondamentalmente basato sul Collegio (art. 18) in cui sono rappresentati tutti gli Stati membri attraverso le autorità nazionali. È molto chiaro, dunque, che il modo di prendere le decisioni è fondamentalmente di tipo intergovernativo. La supervisione deve essere svolta da autorità autenticamente indipendenti, aventi una capacità decisionale autonoma e risorse finanziarie adeguate allo scopo.

La Commissione europea nel rapporto sulle ESA menziona già nel 2014 la possibilità di una supervisione diretta delle infrastrutture critiche di mercato e quindi delle CCP.

L'ESMA da parte sua più volte ha espresso la propria preoccupazione a proposito di pratiche di supervisione e di quadri regolamentari differenti da una giurisdizione ad un'altra tali da minare il raggiungimento degli obiettivi della protezione degli investitori e la stabilità finanziaria,

Il presidente dell'ESMA S. Maijor[362] in uno dei suoi interventi si è espresso in favore di un single *rulebook*.

Per comprendere appieno lo sviluppo dei poteri dell'ESMA in materia di supervisione bisogna considerare contemporaneamente il processo di riforma che ha interessato nel complesso le ESAs negli ultimi anni In tal senso la riforma delle Autorità di supervisione europee[363] (*European Supervision Authorities ESAs*-) è andata nella direzione auspicata di maggiori poteri e di una struttura di governance rafforzata, da notare positivamente il fatto di concentrare le decisioni di supervisione in un Consiglio

[362] Maijor, S. (2014), "The ESAs role in financial consumer protection. Intervento alla Conferenza CNMV La Nuova Financiera Regulacion", Madrid,15 Ottobre 2014.

[363] Le ESAs comprendono l'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA) l'Autorità europea delle assicurazioni e dei fondi pensione (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA) e l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Market Authority, ESMA). Sono state create per promuovere la convergenza delle pratiche di vigilanza per garantire un'applicazione armonizzata delle norme di settore, mentre le Autorità nazionali mantengono la responsabilità della vigilanza sui singoli operatori.

delle autorità di vigilanza, principale organi decisionale, poiché dotato di poteri esecutivi[364], più ristretto nella composizione, che non sarà di diretta emanazione degli Stati membri, ma con un'autonomia a livello europeo. La revisione delle ESAs completata sul finire dell'VIII legislatura del PE ha apportato importanti cambiamenti nella struttura e nel funzionamento e più segnatamente ha introdotto: 1) uno più stretto coordinamento delle attività di supervisione da parte delle tre Autorità, 2) Attribuzioni di maggiori poteri di vigilanza sui mercati finanziari all'ESMA in materia di indici di riferimento europei critici e autorizzazione di utilizzo per quelli che non sono UE; 3) approvazione di determinate categorie di prospetti redatti da emittenti di paesi terzi; 4) autorizzazione e vigilanza di fondi comuni d'investimento armonizzati (EuVeca, EuSef, Eltif; 5) vigilanza sulle controparti centrali; 6)maggiori poteri di coordinamento nelle indagini sui casi di *market abuse* che coinvolgano soggetti o circostanze transfrontaliere. Per N. Moloney questo processo di riforma suggerisce che un concreto rafforzamento dei poteri di supervisione dell'ESMA potrà essere all'orizzonte. Ma al tempo stesso non si tratta di una vera e propria inversione di marcia rispetto alla traiettoria tradizionale, affermatasi con la creazione del Sistema europeo di Supervisione. Piuttosto le riforme degli ultimi anni vanno nella direzione di un incrementale cambiamento all'interno di un quadro regolatorio che continua a privilegiare la convergenza delle prassi di supervisione nazionali, in cui un ruolo di coordinamento, importante, è svolto dall'ESMA[365].

L'armonizzazione delle leggi nazionali dipende anche dalla convergenza in materia di esercizio dell'attività di supervisione, poiché le Autorità di supervisione sono chiamate ad attuare e applicare le norme in modo coerente, ed è in questa fase che si realizza una forte intersezione fra livello europeo e livello nazionale di regolamentazione e vigilanza[366].

[365] Moloney, N., "THE AGE OF ESMA" Governing EU Financial Markets, p.296-297, HART, 2018.
[366] Moloney EU Securities and Financial Markets Regulation", p. 942-950. Oxford University Press, 2016.

Ritornando all'ESMA, nonostante questi miglioramenti, c'è ancora da fare poiché forse sarebbe il caso di riflettere sulla utilità, per esempio, del passaggio della supervisione delle Controparti centrali della zona euro e nei paesi terzi alla BCE, come avvenuto con la vigilanza delle banche significative, il che però porrebbe il problema dell'articolazione di questo nuovo meccanismo di supervisione fra la BCE e l'ESMA. Un dibattito aperto e che in parte si è incrociato con quello sulla risoluzione delle Controparti centrali che ha fatto registrare la contrarietà delle Controparti centrali, espressa a gran voce e in diverse occasioni dall'associazione europea delle CCP, EACH.

Nell'ottica di un cambiamento a medio termine, tenuto conto della distanza che separa le parti nel dibattito rispetto a un'evoluzione della supervisione dei mercati finanziari nel senso più favorevole a una supervisione più complessa ma al tempo stesso più efficace, e quindi più favorevole all'ESMA si colloca la proposta di D. Schoenmaker[367] e N. Veron, i quali hanno proposto una visione più generale "*twin peaks*" che potrebbe essere una guida per i cambiamenti futuri. Gli autori propongono di separare l'architettura di supervisione, da una parte le funzioni di stabilità finanziaria e prudenziale, dall'altra parte, le funzioni di controllo delle regole di condotta e dell'integrità del mercato. Questi due obiettivi fano riferimento a due culture di supervisione differenti e funzionano meglio se sono affidate a due autorità differenti. Oggi le questioni di protezione del consumatore di servizi finanziari sono spesso attribuite a autorità cui è affidata la funzione di sorveglianza finanziaria, e il caso delle due banche venete che hanno offerto titoli subordinati rischiosi a una clientela non adeguatamente informata e soprattutto con scarse conoscenze in materia di rischi, e neppure prontamente informata dalle autorità incaricate di vigilare sugli emittenti. Un caso molto simile al caso dei depositanti della banca Northern Rock e RBS nel Regno Unito, oppure il caso delle banche Bear Stearns e Lehman Brothers negli Stati Uniti.

[367] Blog Post, bruegel.org : "EBA relocation should support a long-term "twin peaks" vision, April 2017,disponibile in: www.bruegel.org .

Rispetto ai quali casi non è stata esercitata la sorveglianza prudenziale, con inevitabili conseguenze sistemiche.

Questi due gruppi di casi hanno messo in rilievo due tipi differenti di culture della sorveglianza, e questo secondo i due autori autori giustifica la visione cosiddetta "*twin peaks"*.

Muovere verso una separazione fra funzioni di supervisione sull'integrità del mercato e funzioni di supervisione sulla stabilità finanziaria richiederà tempo.

In questa prospettiva spetterebbe all'ESMA, principale autorità di condotta del business a livello europeo, il ruolo di coordinare, e se del caso di intervenire direttamente nei casi più importanti, compreso nel campo della banca e delle assicurazioni, sul modello britannico della FCA e dell'AFM olandese. DI certo sarebbe un evidente cambiamento rispetto alla tradizione del resto dei paesi continentali.

Parallelamente l'altro aspetto di questa visione *twin peaks* riguarderebbe la supervisione prudenziale dell'insieme delle imprese d'investimento, delle banche. Ci sono esempi che vano i questa direzione in Francia, dove la supervisione delle banche e delle assicurazioni fa capo all'ACP, divenuta più recentemente ACPR (*Autorité de Contrôle Prudentielle et de Résolution)*, accorpando anche la funzione di risoluzione.

Questa evoluzione si scontra prim'ancora che con le divisioni fra governi di Stati membri e forze politiche, con l'articolo 127-6 del Trattato sul Funzionamento dell'UE, in cui risiede la base giuridica del meccanismo di supervisione unico che esclude categoricamente le imprese di assicurazione. Tutto ciò porta a pensare che siamo davanti a una visione a medio o addirittura lungo termine.

5.5. I requisiti di EMIR per le CCP

Nell'Ue il regolamento EMIR e i suoi regolamenti di attuazione stabiliscono l'obbligo di compensazione e di segnalazione per i derivati standardizzati (5), i requisiti per le CCP stabilite nell'UE e la loro vigilanza. Nel maggio 2017 la Commissione europea ha

presentato una proposta di modifica dell'EMIR, la cosiddetta proposta "**EMIR REFIT**". L'obiettivo è quello di eliminare i costi e gli oneri sproporzionati a carico delle piccole imprese, in particolare delle controparti non finanziarie, in particolare semplificando alcuni obblighi relativi alla segnalazione e all'obbligo di compensazione. Nel complesso, l'attenzione principale è rivolta ai requisiti per aumentare l'efficienza della compensazione.

Sempre a metà del 2017, la Commissione ha presentato proposte per migliorare la coerenza dei meccanismi di vigilanza delle CCP stabilite nell'UE e migliorare la capacità dell'UE di monitorare, identificare e mitigare i rischi CCP dei paesi terzi. Allorquando anche il secondo regolamento entrerà in vigore saranno il primo lo è da metà giungo 2019) alla fine di ottobre 2019, e saranno implementati la vigilanza delle controparti centrali sarà ulteriormente armonizzata in tutta l'UE, mantenendo il ruolo primario delle controparti centrali e delle autorità nazionali competenti. La vigilanza dell'UE sulle CCP comprenderà una più ampia consultazione obbligatoria dell'ESMA e un ruolo rafforzato per il collegio di vigilanza della CCP. Le banche centrali di emissione delle valute dell'UE devono inoltre svolgere un ruolo più importante per quanto riguarda gli accordi di pagamento e regolamento con le controparti centrali e la gestione del rischio di liquidità.

Inoltre, la legislazione istituisce un regime di vigilanza diretto dell'ESMA per le controparti centrali sistemiche dei paesi terzi e introduce la possibilità di esigere, attraverso un regolamento delegato sulla cosiddetta ricollocazione dell'attività della CCP verso l'UE. Pertanto, con questa legislazione l'Unione europea si prepara ad assorbire e a gestire l'impatto della Brexit in questo settore rafforzando il regime di autorizzazione e vigilanza della CCP dei paesi terzi.

Nella tabella che seguirà saranno declinati i requisiti richiesti dal regime di uniforme autorizzazione che EMIR introdotto. Essi comprenderanno i requisiti organizzativi, di condotta del business e prudenziali. EMIR ha attribuito i poteri di autorizzazione e di supervisione alle autorità nazionali, rinviando a regole di livello 2 e quindi all'ESMA

di sviluppare standard tecnici cogenti a livello unionale, con il fine di assicurare una uniforme applicazione del regolamento medesimo. Come del resto è già avvenuto. Questi requisiti li possiamo suddividere in quattro tipi fondamentali: requisiti organizzativi, requisiti prudenziali, requisiti sulla condotta negli affari, cui vanno aggiunti i requisiti patrimoniali (art. 16). Riguardo a questi ultimi, EMIR ha stabilito che per ottenere l'autorizzazione una CCP deve avere un capitale iniziale pari ad almeno 7,5 milioni di Euro, che deve essere disponibile in ogni momento. Non si tratta di una soglia elevata, tanto che nel corso dei lavori parlamentari furono presentati emendamenti che andavano nella direzione di un aumento della soglia inizialmente prevista nel progetto di relazione. La soglia finale fu il frutto dei negoziati interistituzionali e può essere definita una mediana delle varie proposte avanzate nel corso dell'intera procedura legislativa al Parlamento e poi nel corso dei negoziati interistituzionali. La soglia non è elevata poiché non fa parte del business delle CCP indebitarsi. Il business delle CCP è diverso da quello di altri intermediari, in particolar modo di quelli creditizi, ed è molto specifico: gestire e quindi mitigare il rischio di credito di controparte. EMIR stabilisce che il patrimonio della CCP, oltre al capitale iniziale, gli utili non distribuiti e le riserve debba essere proporzionato al rischio derivante dall'attività di compensazione e da eventuali altre attività, e soprattutto debba essere disponibile, sufficiente, in qualsiasi momento, per permettere una liquidazione o ristrutturazione ordinata della CCP, in un lasso di tempo adeguato, e un'adeguata protezione della CCP dai rischi di credito di controparte, di mercato, operativi, giuridici e commerciali che non siano coperte dai requisiti di margini, fondo di garanzia in caso di inadempimento, altre risorse finanziarie e dalle disposizioni relative al rischio di liquidità (art.44).

Requisiti Organizzativi delle CCP ai sensi del Regolamento EMIR

Si tratta di dispositivi di governo societario che comprende una chiara struttura organizzativa con attribuzioni di responsabilità ben definite, trasparenti e coerenti e procedure efficaci per individuare la gestione, la sorveglianza e la segnalazione dei rischi ai quali sono o potrebbero essere esposte e adeguati meccanismi di controllo interno (art.26).

Alta dirigenza e consiglio (art.27)	Il regolamento impone requisiti di onorabilità e professionalità necessari per assicurare una sana e prudente gestione della CCP. Inoltre, 1/3 dei componenti del Consiglio di Amministrazione devono essere indipendenti
Comitato del Rischio (art.28) E' composto da rappresentanti dei partecipanti diretti e dei clienti dei partecipanti diretti, membri indipendenti del consiglio.	Il regolamento stabilisce il mandato i dispositivi del governo societario, per assicurarne l'indipendenza, le sue procedure operative, i criteri di ammissione e il meccanismo di elezione dei suoi membri. Formula pareri all'attenzione del consiglio su tutte le misure aventi un impatto sulla gestione dei rischi della CCP, tra cui le modifiche al modello di gestione del rischio adottato dalla CCP
Misure di trasparenza Artt. 29-31)	Riguardano le regole di conservazione dei dati (art.29), gli azionisti e soci detentori di partecipazioni qualificate. Le informazioni devono essere inviate alle competenti autorità
Conflitti d'interesse (art.33)	Regole per contrastare conflitti d'interesse attraverso accordi di tipo organizzativo e amministrativo.
Continuità delle funzioni (art.34)	Regole rivolte ad assicurare la continuità delle funzioni attraverso un'adeguata continuità delle politiche di business e i piani di risanamento in caso di disastro miranti a preservare le funzioni, ad assicurare la ripresa tempestiva delle attività e l'adempimento delle obbligazioni della CCP. Il piano prevede almeno la ripresa di tutte le operazioni in corso al momento della disfunzione in modo da permettere alla CCP di continuare a funzionare con certezza e di completare il regolamento alla data prevista. Le CCP adottano e mantengono una procedura volta a garantire in caso di revoca dell'autorizzazione, che le attività e le posizioni del cliente e del partecipante diretto siano regolarmente e tempestivamente liquidate o trasferite.

Requisiti prudenziali

Gestione delle esposizioni (art.40)	Riguardano la gestione della liquidità e le esposizioni creditizie nei confronti di ogni partecipante diretto e, se de caso, verso un'altra CCP con cui è stato concluso un accordo di interoperabilità. Le CCP devono misurare e valutare in tempo reale la loro liquidità. Per tale motivo devono poter misurare le proprie esposizioni, attraverso l'accesso non discriminatorio, e a costi ragionevoli, alle fonti pertinenti per la fissazione dei prezzi.
Requisiti in materia di Margini (art.41	Regola a salvaguardia dei limiti di esposizione di ogni partecipante diretto.
Fondo di garanzia in caso di inadempimento (art. 42)	Regola a salvaguardia dei limiti di esposizione di ogni partecipante diretto. Si tratta di un fondo prefinanziato. Le CCP fissano un importo minimo al di sotto del quale il volume del fondo di garanzia non può scendere in alcun caso. Consente alle CCP in caso di inadempimento, i condizioni estreme ma plausibili almeno di fare frote all'inadempimento del partecipante diretto ei confronti del quale ha la maggiore esposizione o all'inadempimento del secondo e del terzo partecipante diretto nei confronti dei quali ha la più maggiore, se la somma delle loro esposizioni è superiore.
Risorse CCP "*Skin-in-the-Game*" Altre risorse finaziarie (art.43)	Regola a salvaguardia dei limiti di esposizione di ogni partecipante diretto. Le risorse prefinanziate si cui le CCP si dotano sono sufficienti per fare fronte all'inadempimento di almeno due partecipanti diretti ei cui confronti le CCP hanno le maggiori esposizioni i condizioni di mercato estreme ma plausibili. Queste risorse sono messe a disposizione delle CCP gratuitamente e non possono essere utilizzate per soddisfare perdite potenziali che superano le perdite da coprire mediante i margini e il fondo di garanzia in caso di inadempimento.

	Fondi aggiuntivi in caso di inadempimento di un altro partecipante diretto possono essere chiesti dalle CCP ai partecipanti diretti non inadempienti.
Controlli relativi al rischio di liquidità (Art.44)	Regole che assicurano il continuo accesso ad adeguata liquidità per realizzare i servizi e le attività svolte dalle CCP. Le CCP hanno in ogni momento accesso a auna provvista di liquidità adeguata a prestare i propri servizi e svolgere le proprie attività. A tal fine ottengono linee di credito necessari e per coprire il loro bisogno di liquidità nel caso in cui le loro risorse finanziare non dovessero essere immediatamente disponibili. Le CCP misurano il loro fabbisogno di liquidità su base giornaliera. Tengono conto del rischio di liquidità in caso di inadempimento di almeno due partecipanti diretti nei confronti dei quali hanno le maggiori esposizioni.
Default Waterfall Linee di difesa in caso di inadempimento (art.45)	Regole per assicurare l'ordinata gestione dell'inadempimento di un partecipante diretto coerentemente con i Principi internazionali CPMI-IOSCO. La prima linea usata è costituita dai Margini iniziali, se questi si dovessero rivelare insufficienti si ricorre al contributo del partecipante diretto inadempiente al fondo di garanzia i caso di inadempimento (seconda linea). Se anche queste si dovessero rivelare insufficienti le CCP possono utilizzare i contributi al fondo di garanzia dei partecipanti diretti non inadempienti (seconda linea). Soltanto dopo avere esauriti le disponibilità di queste due linee le CCP possono ricorrere ad altre risorse finanziarie di all'art.43, ma solo dopo avere esaurito i contributi del partecipante diretto inadempiente.
Requisiti in materia di garanzie (ar.46)	Regole per coprire le esposizioni iniziali e future nei confronti dei partecipanti. Le CCP accettano garanzie altamente liquide con un rischio di credito e di mercato minimo a copertura delle proprie esposizioni iniziali e continue nei confronti dei partecipanti diretti.

	Le CCP possono accettare dalle controparti non finanziarie garanzie bancarie, tenendone conto nel calcolo della propria esposizione verso la banca che ha fornito la garanzia e che è anche partecipante diretto. Ai fini della determinazione delle garanzie accettabili e dei pertinenti scarti di garanzia, le CCP tengono conto del rischio di liquidità risultante dall'inadempimento di un partecipante al mercato e del rischio di concentrazione su alcune attività che ne possono derivare
Politica di investimento (art.47)	Regole da seguire per poter condurre una prudente politica di investimenti in attività altamente liquide o liquide che possono essere liquidate rapidamente con minimi effetti avversi nei prezzi.
Procedure in caso di inadempimento (art.48)	Regole da seguire quando un partecipante diretto on è conforme con i requisiti di partecipazione della CCP
Esame dei modelli, prove di stress e prove a posteriori (art.49)	Regole volte ad assicurare un'adeguata gestione del rischio

Norme di condotta negli affari (art. 36-39)

La CCP quando fornisce servizi ai partecipanti diretti, e se del caso, ai loro clienti, agisce in modo corretto e professionale a tutela degli interessi di tali partecipanti diretti e clienti e di una solida gestione dei rischi.

Requisiti di partecipazione(art.37)	Si tratta di regole riguardanti l'ammissione dei partecipanti diretti alla CCP volte ad assicurare un'adeguata gestione del rischio. Le CCP stabiliscono, se del caso per prodotto compensato, le categorie di partecipanti diretti ammissibili e i criteri di ammissione, previo parere del comitato del rischio. I criteri non possono essere discriminatori, devono essere trasparenti e oggettivi e

	volti a garantire un accesso equo e aperto alla CCP, e sono volti ad assicurare che i partecipanti diretti dispongano le risorse finanziarie e la capacità operativa per potere adempiere le obbligazioni derivanti dalla loro partecipazione alla CCP
Trasparenza (art.38)	Si tratta di regole rivolte ad assicurare la trasparenza dei prezzi e delle commissioni applicate ai servizi forniti
Segregazione e portabilità dei conti (ar.39) La segregazione può assumere diverse forme: "segregazione omnibus" e "segregazione per singolo cliente".	Si tratta di regole rivolte ad assicurare la protezione delle attività e delle posizioni dei partecipanti diretti e dei clienti. A tal fine le CCP tengono registri e contabilità separati che consentono in qualsiasi momento e immediatamente, di distinguere nei conti presso la CCP stessa le attività e le posizioni detenute per conto di un partecipante diretto da quelle detenute per conto di ogni altro partecipate diretto e dalle attività della CCP. • Attività e posizioni devono essere registrati in conti separati, • Non è possibile la compensazione di posizioni registrate separatamente, • Le attività a copertura delle posizioni registrate in u conto non sono esposte a perdite connesse alle posizioni registrate in un altro conto

L'organo chiave dell'autorizzazione di una CCP è il Collegio composto da membri che sono designati dalle autorità di supervisione nazionali che sono competenti per la supervisione della specifica CCP. In altri termini i collegi sono istituiti per ogni singola CCP autorizzata. Ai fini dell'ottenimento dell'autorizzazione devono essere identificati tutti gli azionisti e membri (diretti e indiretti) della CCP e delle rispettive quote di proprietà.

Capitolo Sesto: La revisione di EMIR

6.1. Le ragioni della revisione di EMIR

In questo capitolo partendo dal quadro legislativo esistente saranno analizzate le ragioni che hanno portato ad un'ampia revisione del Regolamento del 2012 e i principali obiettivi raggiunti.

L'articolo 85 del Regolamento EMIR già prevedeva una revisione entro cinque anni dall'entrata in vigore. Poiché il regolamento è stato implementato con ritardo, l'analisi d'impatto che ha condotto al Commissione si concludeva con l'affermazione secondo cui non era necessario apportare modifiche sostanziali alla natura e al cuore dei requisiti previsti in EMIR, ma piuttosto dovevano essere eliminati costi sproporzionati e carichi burocratici relativi a certi derivati OTC, senza tuttavia compromettere la stabilità finanziaria (*K. Lannoo,2017*)[368].

Le proposte legislative nell'ambito della revisione di EMIR adottate dalla Commissione sono rivolte rispettivamente ad una semplificazione delle regole applicabili ai derivati OTC e ad un ampliamento della supervisione dell'Ue e in particolare ei confronti delle CCP di paesi Terzi operanti nell'Ue, la cui importanza nel sistema finanziario era nel frattempo accresciuta per effetto dell'implementazione degli impegni adottati in seno al G20.

L'adozione del regolamento EMIR ha costituito senza dubbio una tappa fondamentale nella direzione della realizzazione dei propositi stabiliti dal G20 di Pittsburgh dai capi di Stato e di Governo delle maggiori potenze al mondo in funzione di una maggiore stabilità del sistema finanziario. Vale la pena di riassumere brevemente i benefici di questa regolamentazione che non si è limitata a dare attuazione all'obbligo di compensazione dei derivati OTC standardizzati per il tramite delle CCP, imponendo anche il *reporting* delle operazioni ali Repertori di Dati, ma ha significato altresì l'introduzione di un regime armonizzato di regolamentazione incentrato su un iter autorizzativo iniziale, requisiti prudenziali, organizzativi e regole di condotta in affari ben precise e soprattutto stringenti regole di risk management.

[368] Lannoo, K., "*Derivatives clearing and Brexit" A comment on the proposed EMIR revisions*", in: ECMI Policy Brief No: 25/November 2017.

Anche per quanto riguarda l'aspetto della supervisione sono stati registrati importanti passi in avanti, attraverso l'istituzione dei collegi che ha sancito il riconoscimento dell'intervento delle autorità estere di supervisione a diverso titolo e in diversi momenti della vita di una CCP.

Tuttavia nell'arco di alcuni anni, nonostante la rilevante produzione di norme di secondo livello, proposte dalla Commissione europea ed entrate puntualmente in vigore, il che significava un segnale positivo rispetto all'implementazione del regolamento, tuttavia si rese necessario l'intervento del legislatore allo scopo di procedere ad una revisione, peraltro ampiamente prevista dal regolamento EMIR e per fare fronte per tempo alle necessità che avrebbe comportato la prospettiva dell'uscita del Regno Unito dall'UE di lì a qualche anno.

In realtà EMIR alla data del riesame, ha presentato dei risultati piuttosto deboli sul versante della piena implementazione, poiché l'obbligo di compensazione era scattato solo a partire dal 19 giugno 2016 e doveva inoltre essere completato per tutte le classi di attività e controparti entro la metà del 2019, come la stessa BCE aveva sottolineato[369] in un suo rapporto.

Anche a livello internazionale EMIR ha avuto qualche ritardo anche a proposito di una maggiore compensazione dei derivati OTC negoziati. Dal suddetto rapporto si evince che per quanto riguarda gli *Interest Rate Swaps* (IRS) compensati centralmente la percentuale era passata da 25% al 35% nel 2016, considerando che il valore nozionale degli IRS era nel frattempo notevolmente aumentato ed essendo per ammontare nozionale in essere di gran lunga il derivato più negoziato.

Sostanzialmente l'azione di revisione proposta dalla Commissione europea è andata in tre direzioni diverse ma complementari, di cui le prime due si inseriscono nel solco di una vera e propria revisione del regolamento EMIR in vigore e una terza completamente nuova, volta a recepire nell'ordinamento comunitario i principi internazionali relativi al risanamento e risoluzione delle CCP. Riguardo alla prima

[369] European Central Bank (ECB): "*Looking back at OTC derivative reforms –objectives, progress and gaps"* 2016, p.7.

azione, di recente il PE e il Consiglio, sono stati impegnati nella revisione di EMIR che ha portato all'approvazione e all'entrata in vigore di un nuovi Regolamento che modifica il regolamento EMIR n. 648/2012, ed esattamente: i) Il regolamento relativo all'obbligo di compensazione, la sospensione dell'obbligo di compensazione, gli obblighi di segnalazione, le tecniche attenuazione del rischio per i contratti derivati OTC non compensati mediante controparte centrale, la registrazione e la vigilanza dei repertori di dati sulle negoziazioni e i requisiti dei repertori di dati di negoziazioni , entrato in vigore lo scorso 20 maggio 2019, ii) e la proposta di regolamento relativo all'Autorizzazione delle CCP e riconoscimento di CCP di Paesi terzi, di cui il PE ha adottato la posizione comune in occasione dell'ultima sessione dell'VIII legislatura il 18 aprile 2019. Il testo finale del regolamento[370] è stato pubblicato alcuni mesi dopo ed è entrato in vigore agli inizi di novembre 2019.

Per quanto riguarda la questione delle CCP dei paesi terzi, già il primo regolamento EMIR affronta questa importante tematica, e stabilisce delle regole al riguardo dell'autorizzazione che fa capo all'ESMA delle CCP di paesi terzi che vogliano operare sul territorio dell'Unione europea. Il dibattito ai tempi del negoziato interistituzionale fu molto intenso, particolarmente nel Consiglio dove il Regno Unito, Stato membro più direttamente interessato, anche in tempi in cui di Brexit non si parlava, in quanto a Londra avevano già allora sede le CCP che compensavano la gran parte dei derivati denominati in Euro. Durante i negoziati interistituzionali, una divisione in seno al Consiglio si realizzò fra paesi dell'Eurozona e paesi dell'area del Mercato Interno, guidata dal Regno Unito e dai paesi nordici non membri della Unione monetaria. La questione venne risolta trovando la quadra da un lato sul potere di riconoscimento attribuito all'ESMA (Articolo 25 Riconoscimento delle CCP di paesi terzi)[371] e

[370] REGOLAMENTO (UE) 2019/2099 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 23 ottobre 2019 recante modifica del regolamento (UE) n. 648/2012 relativamente alle procedure e alle autorità coinvolte nell'autorizzazione delle controparti centrali (CCP) e ai requisiti per il riconoscimento di CCP di paesi terzi.

[371] Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio n.648/2012 EMIR, Articolo 25: Riconoscimento delle CCP di paesi terzi 1. Solo le CCP stabilite nei paesi terzi riconosciute dall'AESFEM possono prestare servizi di compensazione ai partecipanti diretti o alle sedi di negoziazione stabiliti nell'Unione. 2. L'AESFEM, previa consultazione delle autorità di cui al paragrafo 3, può riconoscere le CCP stabilite nei paesi terzi che hanno presentato domanda di riconoscimento per offrire taluni servizi o attività di compensazione se: a) la Commissione ha adottato un atto di esecuzione conformemente

dall'altra con la politica di "location" della supervisione all'interno delle ANC, che riflette la necessità di una supervisione specifica per le CCP in quanto attori complessi che richiedono una supervisione specialistica, intensa e al tempo stesso agile, la quale difficilmente potrebbe essere condotta a livello UE all'interno dell'ESMA (sotto forma di supervisione diretta ed esclusiva) e ciò in ragione dell'integrazione profonda delle controparti centrali nel sistema di gestione dei rischi del mercato finanziario dell'UE e anche perché in caso contrario, condurrebbe l'ESMA a scelte in violazione della teoria sviluppata dalla Corte di Giustizia Europea a seguito dell' "Affare Meroni", qualora ESMA vigilasse direttamente sulle controparti centrali.

A norma dell'articolo 25(6) di EMIR le CCP stabilite in Paesi terzi che avrebbero voluto offrire servizi attinenti alla compensazione centrale all'interno dell'UE, avrebbero dovuto ottenere il riconoscimento dall'ESMA. In accordo con l'articolo 25(6) tre condizioni devono ricorrere ai fini della determinazione dell'equivalenza delle regole contenute nelle disposizioni legislative di supervisione di un Paese terzo che devono essere equivalenti alle regole sancite dal regolamento EMIR: 1) la Commissione con atto di esecuzione ha stabilito che le disposizioni legislative di supervisione con i Paesi terzi debbano prevedere requisiti vincolanti che sono equivalenti a quelli contenuti nel Titolo IV di EMIR (Requisiti delle CCP): 2) le CCP del Paese terzo sono siano soggette su base continuativa a una vigilanza e a misure effettive miranti a fare rispettare le norme: 3) che il quadro normativo del Paese terzo preveda un sistema effettivo ed equivalente per il riconoscimento di CCP autorizzate a norma di regimi giuridici di Paesi terzi.

---

al paragrafo 6; b) la CCP è autorizzata nel paese terzo in questione ed è soggetta a vigilanza e a misure effettive miranti a far rispettare le norme che garantiscono il pieno rispetto dei requisiti prudenziali ivi applicabili; c) sono stati conclusi accordi di cooperazione conformemente al paragrafo 7; d) la CCP è stabilita o autorizzata in un paese terzo che dispone di sistemi antiriciclaggio e di contrasto al finanziamento del terrorismo considerati equivalenti a quelli dell'Unione conformemente ai criteri indicati nell'intesa comune tra gli Stati membri sull'equivalenza dei paesi terzi ai sensi della direttiva 2005/60/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 ottobre 2005, relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività criminose e di finanziamento del terrorismo (1). 3. Nel valutare il rispetto delle condizioni di cui al paragrafo 2, l'AESFEM consulta: a) l'autorità competente dello Stato membro in cui la CCP fornisce o intende fornire servizi di compensazione e che quest'ultima ha selezionato;

Quest'ultimo regolamento è volto al rafforzamento del ruolo e dei poteri dell'ESMA e delle banche centrali rilevanti per le valute trattate, i requisiti per il riconoscimento delle CCP insediate in Paesi terzi che intendono operare nell'UE (attraverso l'equivalenza), la possibilità che si applichi a queste ultime forme di *location policy* nel caso di CCP di rilevanza sistemica per l'UE, al fine di prevenire conflitti in caso di controversie e la cooperazione fra autorità risulterebbe essere insufficiente. Maggiori forme di coordinamento tra le autorità europee sono state introdotte allo scopo di favorire la vigilanza sulle CCP dell'Unione attraverso un ruolo centrale all'ESMA e alle Banche Centrali, in particolare la BCE, nel caso i cui si dovessero verificare delle crisi di liquidità che coinvolgano le CCP. Questo secondo Regolamento ha reso necessario la revisione dell'articolo 22 dello Statuto della BCE e del Sistema delle Banche centrali europeo (SEBC), affinché la BCE possa emanare normative sulle CCP, in considerazione della loro importanza e il buon funzionamento dei sistemi di pagamento, per l'azione di controllo monetario e per la stabilità monetaria. Nel caso specifico delle controparti centrali questa modifica, suggerita dalla stessa BCE, consente in particolar modo stabilire regolamenti concernenti i sistemi di compensazione degli strumenti finanziari all'interno dell'UE e nei rapporti con i paesi terzi, tenendo in debita considerazione gli atti legislativi del PE e del Consiglio, le misure adottate a norma di tali atti e in maniera coerente con esse. La finalità di questa revisione è legata al buon funzionamento dei sistemi di pagamento, necessario per l'azione di controllo monetario e per la stabilità finanziaria.

La questione della cosiddetta politica della "*location"* delle CCP si è rivelata un nodo importante sin dalla elaborazione del regolamento EMIR, poiché ha riaperto una disputa fra sostenitori del modello fondato sulla combinazione fra silo (basati su accordi di interoperabilità fra CCP) e borse valori e i concorrenti di questo modello che hanno cercato di cogliere questa opportunità per fare passare i requisiti di interoperabilità[372].

[372] Quaglia, L., 2014 *op. cit., pag.* 104.

La questione in realtà non era nuova e riemerse nel 2011, allorquando la BCE in un *policy paper*[373] affermava che l'Eurosistema applica un sistema di soglie in merito all'applicazione del principio della politica di ubicazione nei confronti delle controparti centrali simile a quella per i Sistemi di pagamento. Le controparti centrali basate nell'UE, nel caso in cui esse superassero una certa soglia, pari a 5 miliardi di euro, e nello specifico avessero un'esposizione creditizia netta giornaliera di oltre 5 miliardi di euro in una delle principali categorie di prodotti denominati in euro, avrebbero dovuto compensare tali prodotti in euro in una CCP localizzata nella zona Euro. Tale politica sarebbe stata applicata a tutte le CCP che avrebbero detenuto una media superiore al 5% giornaliera aggregata dell'esposizione creditizia netta di tutte le CCP per una delle principali categorie di prodotti denominate in euro.
In altri termini, le CCP che superano tali soglie dovrebbero avere sede legale nell'area dell'euro con pieno controllo gestionale e operativo e responsabilità su tutte le funzioni fondamentali esercitate dall'interno dell'area dell'euro dovevano essere basate nell'Unione europea[374].

La negoziazione dei derivati OTC ha luogo in un ampio numero di paesi, per quanto riguarda l'Unione europea, le controparti ubicate nel Regno Unito rappresentano la larga parte delle negoziazioni in IRS in particolare. Anche i paesi più grandi dell'UE diversi dal Regno Unito, hanno un significativo livello di negoziazioni in derivati OTC, ma di gran lunga inferiore a quello del Regno Unito o degli Stati Uniti. Si tratta di mercati più piccoli in cui la negoziazione avviene nella moneta locale che coincide quasi sostanzialmente con l'Euro, essendo essi mercati ubicati nella zona Euro.

[373] ECB " Eurosystem Oversight policy Framework, July 2011 in : https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eurosystemoversightpolicyframework2011en.pdf?9611bd1b01b7d2a307b8527a8153833a

[374] tenendo conto della natura specifica dell'attività delle controparti centrali, la soglia di 5 miliardi di euro si applica alle controparti centrali offshore che in media hanno un'esposizione creditizia netta giornaliera di oltre 5 miliardi di euro in una delle principali categorie di prodotti denominati dall'Unione europea. La posizione la politica è applicata a tutte le CCP che detengono media superiore al 5% del quotidiano aggregato esposizione creditizia netta di tutte le CCP per una delle principali categorie di prodotti denominate in euro.

Rispetto al Regno Unito dove la negoziazione avviene in diverse monete, tra cui l'Euro[375].

La posizione della BCE era basata sul fatto che nel caso di un malfunzionamento della CCP o del fallimento di uno o più partecipanti diretti di peso, tale fallimento avrebbe potuto causare problemi sistemici di liquidità o fallimenti della CCP, poiché la BCE non sarebbe potuta intervenire e avrebbe potuto rimediare ancor prima del fallimento, attraverso la supervisione diretta della CCP, poiché essa sarebbe stata appannaggio di altre autorità di supervisione[376].

La questione era evidentemente molto complessa e andava al di là della questione della supervisione delle CCP da parte della BCE, poiché riguardava la salvaguardia dell'indipendenza della stessa e della stabilità finanziaria, ma anche la competitività tra gli Stati membri, e le controparti centrali che essi ospitavano sul proprio territorio. La posizione della BCE era supportata anche dalla Banca di Francia.

Quanto divisiva fosse questa politica, per gli interessi e le opportunità che recava, era dimostrato dall'ampiezza del dibattito che vedeva in primo piano anche l'industria delle CCP, divisa fra quelle che avevano sede nella zona Euro e quelle situate a Londra o in altri paesi al di fuori dell'Eurozona. E come accade quando gli interessi in gioco son alti, anche i regolatori e particolarmente quelli più coinvolti nella vicenda per l'evidente peso dell'industria delle CCP aveva nei paesi ove erano localizzate le CCP più importanti, rispetto ad altri. Questo ha portato alcuni Stati membri, nella fattispecie il Regno Unito a prendere posizione in favore della propria industria finanziaria (e del relativo peso sul PIL) fino al punto di portare la BCE davanti alla Corte di Giustizia europea. La posizione del Regno Unito, di contro, era basata sul fatto la politica della

[375] Bank for International Settlements, Committee on the Global Financial System, "*The macroprudential implication of alternative configurations for access to central counterparties in OTC derivative markets*", CGFS Paper, No 46, November 2011, pag. 8.
[376] Buckley, J., Howarth, D., and Quaglia, L., "*Internal Market: The Ongoing Struggle to Protect Europe from its Money Men*", in *Journal of Common Market Studies, Annual Review*, n. 48, 2012, pagg.: 123-143.

BCE restringeva la libera circolazione dei capitali e violava il diritto di stabilire affari transfrontalieri nell'Unione europea[377].

Nella sentenza la Corte ha ritenuto che la politica di localizzazione della BCE fosse di natura vincolante e che la BCE non avesse alcuna competenza normativa autonoma per quanto riguarda tutti i sistemi di compensazione ai sensi del trattato sul funzionamento dell'UE.

Da parte sua, la BCE nel comunicato stampa, nel prendere atto della sentenza del Tribunale sulla politica di localizzazione delle controparti centrali stabilita nel suo quadro di riferimento per la politica di sorveglianza dell'Eurosistema, sottolinea anche in questa occasione l'importanza delle CCP "*diventate sempre più critiche per il funzionamento dei mercati finanziari, agevolando le negoziazioni sui mercati dei derivati e degli strumenti di capitale e fornendo efficienza e stabilità al sistema finanziario. La BCE rimane convinta dell'importanza di un controllo efficace delle controparti centrali per salvaguardare la stabilità finanziaria e della necessità di rafforzare la cooperazione internazionale in questo settore. La BCE è stata e rimane pienamente impegnata a rafforzare la cooperazione tra le autorità per le controparti centrali con significative implicazioni per il rischio sistemico transfrontaliero, in linea con i principi CPMI-IOSCO per le Infrastrutture Finanziarie di Mercato*"[378].

La BCE fermo restando la sentenza, riafferma l'importanza della collaborazione fra istituzioni e afferma l'impegno a cercare un approccio coordinato e condiviso in favore della stabilità finanziaria e del buon funzionamento delle infrastrutture dei mercati finanziari.

La questione della politica di localizzazione assunse un'importanza maggiore, tanto che fu discussa anche a livello dei Capi di Stato e di Governo e riguardava più ampiamente l'ESMA e l'attribuzione di più ampi poteri all'ESMA, in risposta alla crisi

[377] Financial Times, 14 September 2011.
[378] ECB, ECB takes note of General Court judgment on location policy for CCPs, Presse release, 4 March 2015, in : https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150304.en.html.

finanziaria, e questioni come il regolamento delle agenzie di rating e il regolamento EMIR nella fase di negoziato con il Consiglio.

Infine, la proposta di Regolamento del PE e del Consiglio relativo a un quadro di risanamento e risoluzione delle CCP, al momento in cui scriviamo il Parlamento e il Consiglio hanno raggiunto un accordo politico sul testo finale, che dovrà essere approvato definitivamente dal PE e dal Consiglio, secondo le procedure interne delle rispettive istituzioni. Il regolamento potrà entrare in vigore ragionevolmente nel corso dell'estate.

La proposta comporta la creazione di un quadro regolamentare paragonabile alla BRRD (*Banking Recovery and Resolution Directive*) che regola il risanamento e la risoluzione delle istituzioni finanziarie, adattandole alle specificità delle CCP, con l'obiettivo di assicurare innanzitutto una risoluzione ordinata delle CCP sulla base della elaborazione di diversi scenari di difficoltà finanziaria e la predisposizione di piani di risanamento convenuti fra le CCP e i suoi membri compensatori. Prevedendo, nel caso in cui questi piani si dovessero rivelare insufficienti, la possibilità di permettere alle autorità di prendere delle misure rapide per preservare la stabilità finanziaria e garantire la continuità dell'operatività della CCP. L'intervento precoce è pensato per fare fronte alle difficoltà finanziarie dal momento che esse si manifesteranno, dato che le autorità competenti attraverso poteri specifici loro riconosciuti potranno intervenire nelle attività delle CCP allorquando la loro operatività è minacciata ma prima che possa trasformarsi in insolvenza.

Il negoziato interistituzionale ha avuto inizio dopo l'adozione da parte del Consiglio della sua posizione nel dicembre 2019. La presenza di posizioni distanti fra gli Stati membri, divisi fra coloro che sostenevano la necessità di un quadro giuridico europeo armonizzato e quanti invece non erano d'accordo, anche perché la materia non suscitava lo stesso interesse che a suo tempo aveva suscitato la BRRD per le istituzioni finanziarie di origine bancaria e le imprese d'Investimento, aveva ritardato tale adozione.

La posizione comune adottata dal Consiglio è su alcuni punti molto distante da quella del PE, questo significava che il raggiungimento di un accordo sarebbe stato alquanto difficoltoso, almeno per quanto è stato possibile annotare a seguito delle poche riunioni di negoziato interistituzionali svoltesi prima che venissero messe in atto misure di confinamento in risposta alla grave crisi dovuta all'espansione nei Paesi europei della pandemia SARS-CoV-2.

Appare abbastanza chiara, fin dall'inizio, la finalità del legislatore europeo di creare un quadro normativo efficiente, caratterizzato da una maggiore presenza delle autorità europee, basato sul principio di proporzionalità dei controlli anche per le CCP insediate nell'UE, più efficace e snello ma pur sempre orientato fermamente a preservare la stabilità del sistema finanziario. Con questo nuovo quadro giuridico verrà aggiunto un ulteriore tassello in direzione di una sempre maggiore stabilità del sistema finanziario.

A distanza di dieci anni dallo scoppio della crisi e dal fallimento della Lehman Brothers, che di quella crisi ne fu l'emblema, la gran parte delle giurisdizioni a livello internazionale tra cui l'UE si sono conformate alle decisioni delle istituzioni internazionali a partire da quelle del G20, implementando quelle decisioni sulla compensazione dei derivati e sullo stabilimento di CCP, e annualmente il *Financial Stability Board* predispone un relazione sullo stato di implementazione. L'ultimo in ordine di tempo pubblicato a fine 2017.

L'attenzione del legislatore europeo, e ancor prima dei regolatori internazionali, è stata diretta ad aspetti orientati ad accrescere la resilienza delle CCP, con l'obiettivo di accrescere la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso, ponendo particolare attenzione alle funzioni che le controparti centrali svolgono nella compensazione e nella garanzia delle transazioni in derivati, le garanzie richieste ai partecipanti diretti in termini di margini e di default fund, la solidità patrimoniale e finanziaria, gli assetti di governance che vengono sotto posti a regole molto più rigide che nel passato.

6.2. Sulla strada di EMIR 2.2

Nel frattempo il Parlamento europeo nella risoluzione adottata a seguito di una relazione di iniziativa[379], in previsione dell'adozione della proposta legislativa da parte della Commissione, si esprime nettamente in favore dell'attribuzione "all'Autorità europea dei mercati e dei valori mobiliari (ESMA) di un ruolo importate nell'autorizzazione delle controparti centrali europee e ritiene di affidarne la vigilanza alla medesima autorità, anche perché confluirebbero in un unico organismo le competenze in materia di vigilanza e perché il rischio associato ad una CCP sarà di portata transfrontaliera"[380].

A tal riguardo, nella proposta di regolamento adottata nel settembre 2010[381], la Commissione propone una soluzione di equilibrio mirante a far sì che le autorità nazionali competenti conservino le competenze in materia di autorizzazione delle controparti centrali stabilite nell'Unione europea, subordinata alla condizione che dispongano di sufficiente liquidità, grazie all'accesso alla liquidità della BCE o di una banca commerciale degna di credito e affidabile, o entrambe. Al riguardo specifico della vigilanza la Commissione auspica che resti in capo alle autorità nazionali, poiché sono nella posizione migliore per effettuare controlli regolari e nell'adottare, se necessario, misure appropriate. Data l'importanza sistemica e transfrontaliera di talune di esse, la Commissione propone di assegnare all'ESMA un ruolo centrale nella procedura di autorizzazione e ai fini del riconoscimento dell'equivalenza rispetto alle controparti centrali aventi la sede legale in giurisdizioni al di fuori dell'UE ma che avrebbero inteso operare nell'UE.

Nella valutazione d'impatto accompagnante la proposta di regolamento sulle Autorità di Supervisione Europee (*ESAs* in inglese) la Commissione europea discute la

[379] Parlamento Europeo, Risoluzione del Parlamento europeo del 15 giugno 2010 sui mercati dei derivati: azioni strategiche.
[380] Parlamento Europeo, Risoluzione del Parlamento europeo del 15 giugno 2010 sui mercati dei derivati: azioni strategiche.
[381] Commissione europea (2010), Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni, COM (2010) 484 def., Bruxelles 20/09/2010, pagina 9-10.

supervisione diretta delle CCP da parte dell'ESMA, che dovrà assicurare l'immediata e coerente applicazione delle regole[382], formulando delle opzioni a proposito della supervisione e autorizzazione, partendo da uno scenario di base che avrebbe attribuito all'autorità competente azionale l'autorizzazione e la supervisione, ad uno scenario intermedio basato su autorizzazione a livello azionale e supervisione affidata a collegi (che nel caso di CCP aventi operatività transfrontaliera avrebbe significato la partecipazione delle autorità competenti degli Stati interessati, ad uno scenario più avanzato che avrebbero implicato il riconoscimento del potere di autorizzazione all'autorità europea e quello di supervisione all'autorità azionale, infine lo scenario più avanzato basato un'unica autorità europea competente in esclusiva tanto per l'autorizzazione che per la supervisione, con delle conseguenze in termini fiscali (bilancio) differenti dalle prime tre, senza tuttavia prevedere un fondo di risoluzione in caso di insolvenza.

La richiesta di nuovi poteri per l'ESMA e in particolare nella supervisione delle CCP
Già nel corso dell'implementazione di EMIR viene in evidenza un movimento in favore di una supervisione centralizzata a livello europeo delle CCP e tale movimento trova sostegno nel Rapporto dei Cinque Presidenti (2015, p.12) che si esprime in favore di un'unica Supervisione europea all'interno della UMC, in esso viene affermato che la creazione dell'Unione dei Mercati dei Capitali implica non solo un aumento dei flussi transfrontalieri di capitali all'interno dell'EU ma anche il completamento dell'Unione dei Mercati di Capitali e con essa quella della Supervisione, al fine di conseguire una convergenza delle pratiche di supervisione come auspicato dal PE.
Già nel 2010 la Commissione europea in una Comunicazione aveva posto l'attenzione su maggiori poteri nella supervisione delle CCP in favore dell'ESMA, sebbene il ruolo delle autorità di supervisione nazionali restavano al centro della comunicazione e confermata nella proposta di regolamento EMIR. E da parte sua il PE nella risoluzione

[382] European Commission (2010) Impact Assessment. Accompanying document for a proposal of trade repositories. SEC (2010) 1058, pag.79.

"Mercati dei derivati: azioni strategiche future"[383], adottata in vista della pubblicazione della proposta di regolamento da parte della Commissione, aveva chiaramente chiesto un ruolo importante l'ESMA al riguardo dell'autorizzazione, e di affidare alla stessa i poteri di supervisione delle CCP, nonché quello di potere decisionale supremo in caso di controversie fra autorità nazionali.

Nel 2012 con il regolamento EMIR erano state introdotte nell'UE nuove regole sulla supervisione delle CCP nel quadro legale europeo. In vista della revisione di EMIR il legislatore europeo si ritrova confrontato con la contingenza della Brexit, che impone un ripensamento e una modifica del regolamento EMIR che va al di là delle esigenze che l'implementazione di EMIR aveva messo in luce, come necessitanti di una revisione. Nuove regole erano necessarie per rispondere alle recenti preoccupazioni a proposito della stabilità finanziaria, il crescente ruolo della compensazione centrale nell'ambito delle infrastrutture finanziarie, e infine le controversie sollevate a proposito del ruolo delle banche centrali nella compensazione centrale.

Le proposte legislative nell'ambito della revisione di EMIR adottate dalla Commissione sono precisamente due e sono rivolte rispettivamente ad una semplificazione delle regole applicabili ai derivati OTC, non compensati centralmente, e ad ampliamento della supervisione dell'Ue e in particolare ei confronti delle CCP di paesi Terzi operanti nell'Ue, la cui importanza nel sistema finanziario era nel frattempo accresciuta per effetto dell'implementazione degli impegni adottati in seno al G20.

Nello specifico la proposta del 4 maggio 2017[384] della Commissione europea adottata nel contesto della revisione di EMIR volta a semplificare e migliorare il funzionamento del mercato degli strumenti derivati nell'Unione europea.

---

[383] Parlamento europeo, "Risoluzione del PE del 15 giugno 2010 sui mercati dei derivati: azioni strategiche future, paragrafo 16 e 26, in: https://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+TA+P7-TA-2010-0206+0+DOC+WORD+V0//IT

[384] Commissione europea, "Proposta di regolamento del PE e del Consiglio che modifica il Regolamento (UE) n. 648/2012 per quanto riguarda l'obbligo di compensazione, la sospensione dell'obbligo di compensazione, gli obblighi di segnalazione, le tecniche di attenuazione del rischio per i contratti derivati OTC non compensati mediante controparte centrale, la registrazione e la vigilanza dei repertori di dati sulle negoziazioni e i requisiti dei repertori di dati sulle negoziazioni ", COM (2017)208 finale Bruxelles 4.5.2017.

La seconda proposta di modifica del Regolamento EMIR del 20 settembre 2017[385] è volta a rafforzare la supervisione dell'UE delle CCP dei Paesi terzi operanti nell'UE, segna un passaggio molto importante nell'accrescimento degli impegni assunti dal G20, poiché questa proposta mirava a assicurare maggiore sicurezza di queste CCP attraverso un ampliamento della supervisione su base transfrontaliera in considerazione del significativo volume di prodotti derivati compensati dalle stesse e denominate in Euro. Quest'ultimo aspetto diviene ancora più importante per effetto della decisione di uscire dall'Ue del Regno Unito, poiché proprio nel Regno Unito sono compensati importanti volumi di prodotti finanziari denominati in Euro o in altre valute dell'UE.

La revisione di EMIR comprende altresì misure volte ad assicurare la resilienza delle CCP transfrontaliere. Nel regolamento originario veniva riconosciuto un potere preminente alle autorità di supervisione dello Stato ove la CCP è registrata ("*home supervisor"*), la Commissione ha inteso rafforzare la supervisione attraverso i collegi di supervisione allo scopo di una migliore condivisione delle informazioni fra supervisori interessati nella supervisione di Controparti Centrali con significative attività transfrontaliere e altamente interconnesse, e per tali motivi con un impatto sul resto o su parte dell'Ue. Inoltre, i persistenti differenti approcci alla supervisione nazionali, esistenti all'interno dell'UE erano alla base di potenziali rischi derivanti da arbitraggio di vigilanza prudenziale.

Oltre a ciò una nuova questione si era palesata e riconducibile alle recriminazioni delle Banche centrali interessate nelle specifiche questioni relative alla supervisione di una CCP per il non sufficiente coinvolgimento nel processo decisionale e nel processo di valutazione del rischio concernenti queste Controparti Centrali, considerato che la loro attività poteva avere implicazioni sulla politica monetaria europea.

[385] Commissione Europea, COM (2017) 359 Modifica della proposta di regolamento che modifica il regolamento (UE) n. 1095/2010 che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati) e il regolamento (UE) n. 648/2012 per quanto riguarda le procedure e le autorità per l'autorizzazione delle controparti centrali e i requisiti per il riconoscimento (EMIR II).

Inoltre, a proposito delle Controparti centrali dei Paesi terzi, il regime di equivalenza previsto in EMIR, permetteva alle autorità europee interessate solo un formale potere di riconoscimento, senza però poter sviluppare un'attività di monitoraggio delle stesse dopo il riconoscimento, unitamente all'insufficiente coinvolgimento delle Banche centrali appartenenti a Sistema europeo delle Banche Centrali interessate nelle decisioni di supervisione delle CCP di Paesi terzi , così come rispetto alle CCP-UE.

Infatti, il regime di equivalenza inizialmente previsto in EMIR (art.25 e successivi atti delegati) faceva molto affidamento sulle autorità di vigilanza del Paese terzo, che tuttavia può risultare problematico per le Controparti Centrali dei Paesi terzi di rilevanza sistemica, con inevitabili conseguenze sul sistema finanziario dell'UE.

Il limitato coinvolgimento delle Banche centrali dei paesi interessati può comportare difficoltà nell'identificazione e indirizzo di possibili cambiamenti nelle CCP dei Paesi terzi riguardanti le regole le pratiche e gli accordi supervisione, che possono avere implicazioni per la stabilità finanziaria e la politica monetaria dell'UE.

I principali obiettivi delle proposte della CE riguardanti le CCP transfrontaliere erano diretti a sviluppare una maggiore prospettiva europea della regolamentazione e accrescere il ruolo delle Banche Centrali interessate nella supervisione e nel contempo promuovere una maggiore cooperazione fra supervisori e Banche centrali interessate. In questa prospettiva, le proposte di revisione che includevano, tra l'altro, lo stabilimento di una specifica "**Sessione Esecutiva CCP**", all'interno dell'ESMA investita della supervisione delle CCP transfrontaliere. Poiché le Autorità nazionali competenti che avrebbero continuato a esercitare le responsabilità di supervisione come previsto da EMIR, il consenso prioritario e vincolante dell'ESMA in Sessione Esecutiva CCP e quando appropriato assieme alle Banche centrali interessate nella supervisione delle CCP con operatività transfrontaliera (nel caso dell'Eurozona la BCE), sarebbe stato necessario ai fini della stabilità finanziaria e monetaria dell'Unione.

Quest'ultimo aspetto della revisione di EMIR, che ha fatto registrare le osservazioni dell'associazione europea delle Controparti centrali[386], era rivolto a rafforzare il quadro giuridico della supervisione per le CCP sistematicamente importanti che intendono provvedere a offrire servizi di compensazione nell'UE. La proposta di revisione di EMIR intendeva classificare in due gruppi dall'ESMA: al primo gruppo appartenenti le CCP non sistematicamente importanti (*Tier 1*), che avrebbero continuato a operare sotto il sistema di equivalenza previsto da EMIR, e le CCP sistematicamente importanti (*Tier 2*) che devono conformarsi alle nuove regole aggiuntive previste nel nuovo quadro regolamentare rivisto per ciò che concerne il riconoscimento e la vigilanza prudenziale.

ESMA sarebbe stata destinataria di nuovi poteri tanto nei confronti delle CCP *Tier 1* che *Tier 2*, con il supporto delle Banche centrali interessate. Il nucleo duro della riforma consiste proprio nell'introduzione di un nuovo sistema comparabile di conformità che sarà introdotto attribuendo alle CCP di Paesi Terzi di livello 2 richiede la possibilità di continuare a fare affidamento in parte o in tutto alle regole della giurisdizione di appartenenza, se esse saranno ritenute comparabili o equivalenti ai requisiti di EMIR, e saranno soggette alla sorveglianza dell'ESMA.

Inoltre, all'ESMA è riconosciuto il potere di definire sistematicamente importanti per l'UE o uno Stato membro, unitamente a rilevanti Banche centrali interessate nella questione, un limitato numero di CCP di Paesi terzi.

---

[386] EACH, « Note on the role of Central Bank of Issue in the context of EMIR review », Brussels, May 2018.
L'associazione europea delle Controparti centrali "EACH" rispetto alla proposta di revisione di EMIR è stata sostanzialmente positiva, condividendone la necessità della revisione, e particolarmente delle questioni inerenti: *i*) il controllo del rischio di liquidità, *ii*) il regolamento, *iii*) i requisiti di garanzia) *iv)* approvazione degli accordi di interoperabilità, *v*) Fondo di garanzia e procedure, e infine *vi)* politica di investimento.
Relativamente alla questione relativa ai poteri delle Banche Centrali, e della BCE ne caso dell'Eurozona, interessate alla questione della supervisione in quanto banche centrali di emissione per le valute dell'UE (Central Bank of the Issue – CBIs - in inglese),EACH in una nota ha spiegato i motivi per cui non era d'accordo con l'effettivo riconoscimento di un diritto di veto alle CBIs poiché avrebbe creato uno sbilanciamento rispetto al ruolo delle Autorità nazionali competenti, ESMA, e i collegi di supervisione delle CCP, complicando inopportunamente il processo decisionale. Riconoscere alle CBIs un maggiore coinvolgimento nel processo di approvazione (ad esempio nel caso di CCP operanti in diverse valute), avrebbe significato, secondo EACH, rendere più complicato il processo decisionale e di sorveglianza delle CCP. Pur comprendendo la ragione di fondo di un maggiore coinvolgimento delle CBIs nel processo decisionale per consentire a queste ultime di potere svolgere le funzioni legate alla politica monetaria, tuttavia non sarebbe stato il caso di creare un duplicato del ruolo di supervisione.

6.3. EMIR 2.2

Il processo di revisione legislativo mirato a rispondere alla necessità dovute all'accresciuta importanza delle CCP, per fare fronte alle contingenze della Brexit e nel contempo mettere in sicurezza l'infrastruttura EMIR, è durato nel complesso un biennio, e si è concluso in concomitanza della fine dell'VIII legislatura del PE, nell'aprile 2019.

La nuova regolamentazione stabilisce:

- Nuove regole per la cooperazione fra supervisori all'interno dell'UE,
- Introduzione di un nuovo meccanismo di supervisione delle CCP dei Paesi Terzi,
- Attuazione di una riforma dell'organizzazione interna delle CCP, con particolare riguardo alla supervisione delle CCP,
- Introduzione di un quadro per il ruolo delle banche centrali.

Tutto ciò ha reso necessario apportare delle modifiche al regolamento per quanto attiene nello specifico alle procedure e alle autorità per l'autorizzazione delle controparti centrali e i requisiti per il riconoscimento delle CCP dei paesi Terzi.

La revisione di EMIR comprende altresì misure volte ad assicurare la resilienza delle CCP transfrontaliere. Nel regolamento originario veniva riconosciuto un potere preminente alle autorità di supervisione dello Stato ove la CCP è registrata ("home supervisor"), la Commissione ha inteso rafforzare la supervisione attraverso i collegi di supervisione allo scopo di una migliore condivisione delle informazioni fra supervisori interessati nella supervisione di Controparti Centrali con significative attività transfrontaliere e altamente interconnesse, e per tali motivi con un impatto sul resto o su parte dell'Ue. Inoltre, i persistenti differenti approcci alla supervisione nazionali, esistenti all'interno dell'UE erano alla base di potenziali rischi derivanti da arbitraggio di vigilanza prudenziale.

Relativamente delle Controparti centrali dei Paesi terzi, il regime di equivalenza previsto in EMIR, permetteva alle autorità europee interessate solo un formale potere

di riconoscimento, senza però poter sviluppare un'attività di monitoraggio delle stesse dopo il riconoscimento, unitamente all'insufficiente coinvolgimento delle Banche centrali appartenenti a Sistema europeo delle Banche Centrali interessate nelle decisioni di supervisione delle CCP di Paesi terzi , così come rispetto alle CCP UE.

Il processo normativo al momento in cui scriviamo non è ancora compiuto resta da completare un pezzo fondamentale del nuovo quadro regolamentare delle CCP rappresentato dal futuro regime di risanamento e di risoluzione, che auspichiamo sia quanto prima portato a termine.

In vista della revisione di EMIR il legislatore europeo si ritrova confrontato con la contingenza della Brexit, che impone un ripensamento e una modifica del regolamento EMIR che va al di là delle esigenze che l'implementazione di EMIR aveva messo in luce, come necessitanti di una revisione. Nuove regole erano necessarie per rispondere alle recenti preoccupazioni a proposito della stabilità finanziaria, il crescente ruolo della compensazione centrale nell'ambito delle infrastrutture finanziarie, e infine le controversie sollevate a proposito del ruolo delle banche centrali nella compensazione centrale.

All'origine della seconda proposta di revisione di EMIR, è volta a rafforzare la supervisione dell'UE delle CCP dei Paesi terzi operanti nell'UE, segna un passaggio molto importante nell'accrescimento degli impegni assunti dal G20, poiché questa proposta mirava a assicurare maggiore sicurezza di queste CCP attraverso un ampliamento della supervisione su base transfrontaliera in considerazione del significativo volume di prodotti derivati compensati dalle CCP con operatività transfrontaliera e denominate in Euro.

Quest'ultimo aspetto diviene ancora più importante per effetto della decisione di uscire dall'Ue del Regno Unito, poiché proprio nel Regno Unito sono compensati importanti volumi di prodotti derivati denominati in Euro o in altre valute dell'UE.

Con il sopraggiungere della Brexit e alle conseguenze che essa avrebbe comportato sull'imponente attività di compensazione in Euro svolta da CCP localizzate e vigilate dalle autorità di supervisione del Regno Unito.

Infatti, il regime di equivalenza inizialmente previsto in EMIR (art.25 e successivi atti delegati) faceva molto affidamento sulle autorità di vigilanza del Paese terzo, che tuttavia può risultare problematico per le Controparti Centrali dei Paesi terzi di rilevanza sistemica, con inevitabili conseguenze sul sistema finanziario dell'UE.
Altre ragioni hanno ugualmente contribuito a rendere auspicabile una revisione del regolamento, tra cui la necessità di un allineamento del regolamento alle modifiche intervenute in altre regolamentazioni hanno reso necessario un allineamento fra regolamentazioni attinenti ai mercati dei derivati e alla compensazione centrale.

6.4. Nuovi poteri per l'ESMA in materia di supervisione delle CCP

Già nel corso dell'implementazione di EMIR viene in evidenza un movimento in favore di una supervisione centralizzata a livello europeo delle CCP e tale movimento trova sostegno nel Rapporto dei Cinque Presidenti (2015, p.12) che si esprime in favore di un'unica Supervisione europea all'interno della UMC, in esso viene affermato che la creazione dell'Unione dei Mercati dei Capitali implica non solo un aumento dei flussi transfrontalieri di capitali all'interno dell'EU ma anche il completamento dell'Unione dei Mercati di Capitali e con essa quella della Supervisione, al fine di conseguire una convergenza delle pratiche di supervisione, come auspicato dal PE.
Già nel 2010 la Commissione europea in una Comunicazione aveva posto l'attenzione su maggiori poteri nella supervisione delle CCP in favore dell'ESMA, sebbene il ruolo delle autorità di supervisione nazionali restavano al centro della comunicazione e confermata nella proposta di regolamento EMIR. E da parte sua il PE nella risoluzione "Mercati dei derivati: azioni strategiche future", adottata in vista della pubblicazione della proposta di regolamento da parte della Commissione, aveva chiaramente chiesto un ruolo importante l'ESMA al riguardo dell'autorizzazione, e di affidare alla stessa i poteri di supervisione delle CCP, nonché quello di potere decisionale supremo in caso di controversie fra autorità nazionali.

Nel 2012 con il regolamento EMIR erano state introdotte nell'UE nuove regole sulla supervisione delle CCP nel quadro legale europeo. In vista della revisione di EMIR il legislatore europeo si ritrova confrontato con la contingenza della Brexit, che impone un ripensamento e una modifica del regolamento EMIR che va al di là delle esigenze che l'implementazione di EMIR aveva messo in luce, come necessitanti di una revisione. Nuove regole erano necessarie per rispondere alle recenti preoccupazioni a proposito della stabilità finanziaria, il crescente ruolo della compensazione centrale nell'ambito delle infrastrutture finanziarie, e infine le controversie sollevate a proposito del ruolo delle banche centrali nella compensazione centrale.

La nuova regolamentazione stabilisce:

- Nuove regole per la cooperazione fra supervisori all'interno dell'UE,
- Introduce un nuovo meccanismo di supervisione delle CCP dei Paesi Terzi,
- Attua una riforma dell'organizzazione interna delle CCP, con particolare riguardo alla supervisione delle CCP,
- Introduce un quadro per il ruolo delle banche centrali.

Infatti, il regime di equivalenza inizialmente previsto in EMIR (art.25 e successivi atti delegati) faceva molto affidamento sulle autorità di vigilanza del Paese terzo, che tuttavia può risultare problematico per le Controparti Centrali dei Paesi terzi di rilevanza sistemica, con inevitabili conseguenze sul sistema finanziario dell'UE.

Il processo normativo al momento in cui scriviamo non è ancora compiuto resta da completare un pezzo fondamentale del nuovo quadro regolamentare delle CCP rappresentato dal futuro regime di risanamento e di risoluzione, che auspichiamo sia quanto prima portato a termine.

La BCE, come anche altre banche centrali dell'Eurosistema, ha continuato ad essere associate ai lavori del corso dei collegi formati dalle autorità assicuranti la vigilanza delle controparti centrali dell'UE che svolgono importanti attività di compensazione en euro ai sensi del regolamento EMIR.

La BCE ha partecipato alla consultazione pubblica lanciata dalla Commissione europea concernete la revisione del regolamento EMIR avanzando una serie di proposte volte

a rafforzare i dispositivi di vigilanza delle Controparti centrali attraverso i collegi e a migliorare la qualità dei dati riguardanti i prodotti derivati al fine di accrescere la trasparenza.

Capitolo Settimo

La Gestione delle crisi e la Risoluzione delle Controparti Centrali nell'Unione Europea

Introduzione

Con questo ultimo capitolo siamo giunti in fondo all'analisi delle tre grandi aree di indagine della ricerca: la gestione delle crisi e la creazione di un regime europeo di risoluzione delle CCP. La proposta di regolamento della Commissione europea sarà la guida di questo capitolo, poiché attraverso l'analisi della proposta comprenderemo le caratteristiche peculiari del regime di risoluzione di cui l'Unione europea si doterà prossimamente.

Il funzionamento ininterrotto delle infrastrutture finanziarie di mercato (IFM), come i sistemi di compensazione e di regolamento dei pagamenti, è primordiale per il sistema finanziario, per il Mercato unico dell'Unione Europea e per l'economia in generale. Disporre di un regime di risoluzione europeo permetterà di proteggere i servizi essenziali, garantire il buon fine della politica monetaria della Banca Centrale e quindi dell'Unione Monetaria, ed eviterà in futuro salvataggi pubblici nel caso del d in fallimento, molto improbabile, ma plausibile, di una tale infrastruttura.

Il cantiere della creazione di un regime europeo di risoluzione delle IFM e in particolar modo delle CCP si iscrive nel quadro degli impegni presi dal G20 di stabilire dei regimi di risoluzione efficaci per le istituzioni d'importanza sistemica come lo sono le banche, le Assicurazioni, le Infrastrutture finanziarie di mercato e notoriamente le CCP.

Le Infrastrutture finanziarie di mercato formano l'ossatura del sistema finanziario, poiché forniscono servizi essenziali di compensazione e di regolamento dei pagamenti ai loro partecipanti, che sono a loro volta delle grandi istituzioni finanziarie. Le IMF procurano le infrastrutture necessarie che permettono ai consumatori e alle imprese di acquistare beni, servizi, e di procedere all'acquisto di titoli e di gestire i rischi in modo efficiente e sicuro. Alcune di queste infrastrutture rivestono un'importanza cruciale per la stabilità finanziaria e il buon funzionamento dell'economia. Se una di queste IMF si trova nell'incapacità di fornire i servizi per cui è stata creata, questo comprometterebbe il funzionamento dei servizi finanziari e metterebbe in pericolo lo svolgimento delle operazioni delle altre istituzioni finanziarie e potrebbe impedire ai consumatori, generalmente intesi, si effettuare o di ricevere i pagamenti a tempo debito.

Benché il fallimento di una CCP sia quasi improbabile, per il solo fatto che da tale fallimento delibererebbero delle gravi conseguenze, al fine di attenuare queste ultime l'Unione Europea ha deciso di conformarsi agli impegni del G20 e di creare un regime europeo di risanamento e di risoluzione delle CCP in liea con i principi internazionali elaborati dalla IOSCO e dal FSB. Alcune giurisdizioni hanno già provveduto, come nel caso dell'Australia, creando un regime specifico per l'insieme delle IMF, altri paesi, come gli stati Uniti e Singapore hanno optato per un regime applicabile sia alle banche che alle IFM. La proposta legislativa della Commissione europea è intesa a recepire nel diritto dell'UE le norme internazionali adottate in questo settore, creando un regime di risoluzione specifico per le CCP, altri ancora, come la Nuova Zelanda hanno creato dei meccanismi di risoluzione che costituiscono un'estensione del dispositivo di supervisione delle IFM.

L'analisi muove innanzitutto da alcune considerazioni sui fallimenti che hanno interessato nelle ultime decadi le CCP. In verità un numero molto esiguo, se paragonato a quello delle banche. Ma da essi si possono ricavare pratiche utili per evitare che certi errori possano ripetersi. Dopodiché metteremo in evidenza le motivazioni alla base della necessità ma anche opportunità di creare un quadro regolamentare europeo sulla risoluzione delle CCP. Nel corso della trattazione di questo ultimo anello della ricerca

dopo avere analizzato le caratteristiche della proposta della Commissione, e ancora prima i documenti prodotti a livello internazionale da FSB e IOSCO, cui essa si ispira, si metteranno in evidenza le diversità fra regime di risoluzione delle banche e regime di risoluzione delle CCP, ma anche i risvolti a cui possono portare le interconnessioni fra CCP e banche, focalizzando l'attenzione su uno dei più probabili scenari di perdita di valore dovuto al fallimento di uno o più membri compensatori, di tale portata da indurre in fallimento la CCP. Saranno analizzati specifici aspetti riguardanti le ragioni di un coerente e consistente quadro giuridico europeo per la risoluzione delle CCP, le differenze fra regimi di risoluzione di queste ultime e quelle delle banche, un'analisi dell'articolazione del risanamento e della risoluzione per come proposti dalla Commissione nella proposta di regolamento che istituisce un quadro di risoluzione delle CCP e infine, gli apporti dei co-legislatori al compromesso finale, raggiunto a fine giugno 2020.

7.1 La necessità di un regime di risoluzione europeo

Le infrastrutture finanziarie di mercato ben disegnate e utilizzate contribuiscono alla stabilità finanziaria, poiché sostengono il funzionamento ininterrotto dei sistemi di pagamento e dei mercati finanziari, che è molto importane soprattutto in periodi di forti tensioni sui mercati finanziari. Le controparti centrali, fra le IFM, in quanto intermediari fondamentali nelle transazioni finanziarie, poiché garantiscono innanzitutto il rispetto di tutte le obbligazioni, la gestione del rischio di controparte, anche nel caso di fallimento di un partecipante diretto evitando che nel caso di una perturbazione sui mercati, tale da fare schizzare in alto il rischio di controparte, il loro ruolo è fondamentale per evitare che da un eventuale fallimento di uno o più partecipanti diretti possa discendere un rischio sistemico per l'intero sistema finanziario. La capacità delle CCP di ridurre l'incertezza nei periodi di tensioni finanziarie, sarà possibile grazie a dei meccanismi gestione di fallimenti trasparenti e solidi. Particolarmente necessari soprattutto per le CCP d'importanza sistemica. Sono

questi i motivi fondamentali per cui è necessario predisporre un regime europeo di risanamento e di risoluzione delle CCP. L'utilizzazione sempre più frequente della compensazione centrale, unitamente all'obbligo di compensazioni delle transazioni in derivati OTC standardizzati determina un aumento sensibile del volume delle operazioni compensate e conduce le controparti centrali a dover assumere delle esposizioni estremamente elevate, per tale motivo è importante che le IFM e le CCP nello specifico dispongano di solidi meccanismi di controllo dei rischi che permettano loro di esercitare le loro attività in tutta sicurezza, sia in tempi normali che in periodi di forti tensioni finanziarie oppure operative. Anche se la probabilità di un fallimento di una CCP è molto bassa. Fin qui sono stati davvero pochi i casi di fallimento che si sono prodotti, dal 1974 solamente tre casi si sono verificati a livello globale[387] . Diverse possono essere le cause che possono indurre al fallimento di una CCP: 1) le misure di gestione dei rischi messe in atto o il suo piano di risanamento non si sono rivelati all'altezza e non hanno permesso alla CCP di continuare l'attività; 2) il fallimento di uno o più partecipanti diretti di una certa importanza per la CCP, in un lasso di tempo molto breve l'uno dall'altro; 3) una forte perdita di fiducia nella CCP da parte dei partecipanti diretti (o dei clienti indiretti); 4) un grave problema operativo che non può essere superato attraverso l'applicazione di meccanismi di continuità delle attività; o infine 5) il fallimento della società madre.

Se una CCP ad un certo punto non è più in grado di proseguire la sua attività per uno o più motivi e non esiste alcun regime di risoluzione specifico in vigore, si potrà avere la scelta solo fra due soluzioni poco attraenti in definitiva: la dissoluzione della CCP nel quadro delle procedure di insolvenza nazionale o l'intervento pubblico dello Stato.

Le procedure fallimentari per quanto disponibili non sono concepite per preservare la stabilità del sistema finanziario allorquando un'istituzione d'importanza sistemica si trova in una situazione di fallimento, sostanzialmente portate a massimizzare il valore degli azionisti, ma non quella della CCP in quanto tale, essendo esse concepite per

[387] Bignon, V., Vuillemey G., "*The failure of a CCP: Empirical Evidence*, 2017.

entità (imprese e non infrastrutture finanziarie di mercato) aventi altri obiettivi specifici, e difficilmente arrivano a impedire l'interruzione delle funzioni e dei servizi essenziali., che invece è alla base di un regime di risoluzione sia esso previsto per una banca che una CCP. Il risultato di questa situazione viene trasmesso ai partecipanti dei mercati e le conseguenze del fallimento della CCP sul sistema finanziario e sull'economia sarebbero inevitabilmente amplificate. Può essere che lo Stato decida di intervenire, sotto diverse forme (essenzialmente attraverso una garanzia pubblica o il salvataggio finanziato con il bilancio pubblico o una combinazione di entrambi), nell'ambito dell'Unione europea questo intervento è condizionato alle regole sugli Aiuti di Stato. Questo implica di dover tener conto dei tempi del negoziato con le competenti autorità europee.

In altri termini, in assenza di un regime di risoluzione, le CCP e i loro partecipanti diretti avrebbero meno incentivi a gestire i loro rischi e particolarmente quello di controparte in modo adeguato, che sarebbe alla base di un'alea morale e potrebbe comportare dei costi importanti per i contribuenti.

I Piani di risanamento sono già contemplati in EMIR, tuttavia è necessario ripensarli in modo che prevedano nuove opportunità per fare fronte alla gestione del rischio da parte della CCP: contributi in forma supplementare dei proprietari della CCP, pagamenti ridotti delle plusvalenze dei margini di variazione, appelli di liquidità supplementare, riattribuzione o resiliazione dei contratti, possibile sostegno finanziario da parte della società madre della CCP.

Come ricordato da P. Tucker[388] in un suo intervento: la regolamentazione e la supervisione non possono essere basate unicamente sulla riduzione al minimo della probabilità che una CCP conosca delle difficoltà. Sarebbe come ripetere l'errore commesso fino alla vigilia della crisi finanziaria. Per tale motivo, sostiene P. Tucker, è di fondamentale importanza che ogni CCP prepari e si doti di un piano di risanamento esaustivo che assicuri la continuità delle funzioni critiche della CCP, nel caso in cui il

[388] Tucker, P., "*Central counterparties in evolving capital markets: safety, recovery and resolution*", p.: 183, in: Banque de France - Financial Stability Review, 179-184 N.17. April 2013.

fallimento contestuale di alcuni partecipanti diretti vada oltre le capacità di difesa abituali della CCP.

Di qui la necessità di intervenire contestualmente sia al riguardo di una fase di risanamento più consistente con le situazioni di difficoltà che si possono realizzare in seno alle IMF, sia con un regime di risoluzione effettivo delle IMF e in particolar modo delle CCP.

Nel caso in cui la CCP non disponga delle risorse necessarie ad assorbire le perdite finanziarie, la risoluzione diviene una eventualità poco probabile: Per tale motivo è necessario un nuovo quadro europeo che tenga insieme risanamento e risoluzione e relativi strumenti e preveda procedure per metterli in atto e assicurare una ordinata risoluzione delle CCP quando si dovessero verificare le cause che dovessero portare a una tale decisione da parte delle autorità di risoluzione. Prevedendo poteri particolarmente dettagliati.

Un fallimento disordinato di una IFM può generare rischi sistemici con effetti negativi su tutto il sistema finanziario, poiché potrebbe provocare l'interruzione del funzionamento efficiente dei sistemi finanziari e la loro robustezza. Pertanto, assicurare la continuità delle funzioni critiche delle IFM e delle CCP deve già essere al centro dei piani di risanamento che le CCP devono predisporre e del regime di risoluzione che sarà applicato ad esse.

7.2. Studi sui fallimenti delle Controparti Centrali

Diversamente dalle banche, le CCP annoverano rari casi di fallimenti, verificatesi negli ultimi cinquant'anni:

- *Caisse de Liquidation des Affaires et marchandises, 1974*: La Cassa di Liquidazione fallisce a causa di una inadempienza improvvisa sugli appelli ai Margini, nel mentre i prezzi a termine dello zucchero, scendevano vorticosamente.

- *Kuala Lumpur Commodity Clearing House*, 1983: il fallimento della Camera di compensazione delle materie prime è stato dovuto alla caduta dei contratti a termine sull'olio di palma.

- *Hong Kong Futures Guarantee Corporation*, 1987: a seguito del crac delle borse mondiali, la camera di compensazione della borsa locale per i contratti a termine (e la sua società di garanzia) fallì e rimase chiusa per quattro giorni, prima un salvataggio pubblico (*bail-out*) della CCP pari a un bilione di HK$[389].

- *Brazil's BM&F CCP*, 1999: a seguito della svalutazione della moneta locale, due membri compensatori fallirono e la CCP non riuscì a sopravvivere al default.

Il caso francese è molto importante ed essendo il primo fallimento nella storia di una Controparte Centrale ha fatto scuola.

La *Caisse de Liquidation des Affaires et Marchandises (*CLAM). La CLAM è stata per lungo tempo l'unica Controparte Centrale francese operante nella Borsa Merci, un mercato molto attivo sui Futures sullo zucchero. All'origine della crisi che portò al fallimento si situava l'aumento per sei volte consecutive del prezzo dello zucchero a livello mondiale fra il 1973 e il 1974. Allorquando il collasso dei prezzi dello zucchero indusse la Controparte Centrale a richiamare i margini a ripetizione, senza tuttavia potere evitare il fallimento e prim'ancora quello dei partecipanti diretti.

Le cause che determinarono il fallimento della CLAM furono essenzialmente tre:

-La prima riguarda la composizione dei clienti- investitori, formata essenzialmente da piccoli investitori, che erano poco sofisticati e per niente inclini alla diversificazione degli investimenti, diversamente dai loro omologhi della Borsa di Londra e di New York[390].

[389] Davison Report (1988) per ulteriori dettagli.
[390] Bignon, V., Vuillemey G., "*The failure of a CCP: Empirical Evidence*, 2017, p. 2.

- La seconda causa era ascrivibile alle modalità di gestione del rischio basate esclusivamente su margini iniziali e variazioni di margini e soprattutto sulla mancanza di limiti alla crescita delle posizioni che i membri compensatori potevano assumere.

- Infine la terza riguardava l'assunzione eccessiva del rischio all'approccio al fallimento (*risk-shiftig*).

Gli autori ritengono che i requisiti di margini fossero ben gestiti, tuttavia era il sistema più complessivo di gestione del rischio che non fu in grado di prevenire la crescita di una singola posizione, quella che poi ha determinato il fallimento della Controparte Centrale, poiché uno mei membri partecipati aveva raggiunto nel giorno del suo fallimento il 56% del totale delle esposizioni in atto.

Nonostante la casistica dei fallimenti delle CCP sia molto contenuta[391], rispetto alle analoghe vicende nel mondo bancario, sostanzialmente essa mette in evidenza che i primi tre episodi presentano degli elementi in comune. In primo luogo, tutte e tre le CCP erano specializzate nella compensazione di contratti derivati a lungo termine. In secondo luogo nel corso delle settimane precedenti all'evento del fallimento fu registrata una insolita volatilità nei prezzi delle attività sottostati. Infine, la mancata risposta dei membri compensatori all'appello della CCP a margini supplementari, determinò il fallimento della CCP.

Sul finire degli anni '80, questa volta negli Stati Uniti, in concomitanza con eventi di stress su altri mercati, tra cui quello dell'*equity* che riportò il fallimento, due importanti Controparti centrali americane, la *Chicago Mercantile Exchange (CME)* e la *Options Clearing Corporation (OCC)* furono attraversate da difficoltà nel ricevere margini aggiuntivi richiesti ai loro membri, e necessari per far fronte alle difficoltà del momento. Tuttavia, entrambe le CCP uscirono indenni dalle turbolenze.

In tempi più vicini, nel 2013 una CCP coreana, a causa di un errore di un suo piccolo broker-dealer, il fondo di garanzia da solo non fu sufficiente ad assorbire le perdite.

[391] BIS, "CCP failures: a rare but present danger", BIS Quarterly Review, 16 December 2018.

Grazie all'intervento dei restanti membri *non insolventi* le perdite ammontanti a più di 40 milioni$ furono ripianate e il fondo di garanzia ricostituito.

Infine il caso che interessò la CCP svedese del Gruppo *Nasdaq Clearing AB* nel 2018, facente capo al medesimo gruppo americano, la quale risentì enormemente della mancata corresponsione dei Margini da parte di un piccolo *trader* Eiar Aas, attivo sul mercato dei derivati energetici, che non corrispose in toto i Margini ai quali era stato richiamato dalla CCP svedese, per effetto delle forti variazioni nei prezzi registrati sul mercato delle emissioni di carbone, a tal punto da fare precipitare il valore delle sue posizioni. Eiar Aas non fu in grado di corrispondere i margini alla CCP e il giorno dopo fallì. La CCP nel tentativo di rispondere a questo forte evento ha cercato di vendere le posizioni, ma le perdite erano ben più alte e la gestione della situazione ha richiesto oltre al ricorso al l'uso del collaterale del membro insolvente, anche il ricorso al fondo di garanzia è stato necessario il ricorso ai contributi degli altri membri non insolvente della CCP, e infine il ricorso ad un altro strato del fondo di garanzia della CCP, disegnato in maniera tale da coprire tutti i servizi offerti dalla CCP.

In un'ottica essenzialmente preventiva occorre mettere in conto la possibilità che scenari avversi a livello mondiale possano comportare conseguenze anche sull'attività delle CCP e particolarmente di quelle sistemiche anche in relazione al fallimento di un partecipante diretto importante, segnatamente una banca sistemica. Poiché gli effetti di un eventuale fallimento di una CCP non sarebbero confinabili ai soli mercati locali o regionali.

7.3 La gestione delle crisi delle infrastrutture finanziarie di mercato

La produzione di nuove regole a livello globale e a livello dell'Unione europea, a seguito della crisi finanziaria, include diversi elementi. Un primo filone di riforme è stato focalizzato sulla prevenzione delle crisi, con lo scopo di prevenire seri problemi derivanti dal settore finanziario. Questa produzione, da un lato ha interessato il miglioramento della supervisione del settore finanziario a livello macroprudenziale, il

rafforzamento della resilienza delle istituzioni creditizie e delle imprese d'investimento (Basilea III). E dall'altra la necessità di regolare settori abbondantemente sotto regolati, con il fine di ridurre la opacità di transazioni finanziarie e dei derivati OTC in modo particolare. Di cui ci siamo occupati nei capitoli precedenti, nei quali sono stati messi in rilievo i progressi fin qui registrati nel mercato dei derivati.

Un secondo filone di riforme ha riguardato il rafforzamento dei meccanismi per prevenire le crisi (gestioni delle crisi, intervento precoce, regimi di risanamento e di risoluzione). Queste iniziative hanno avuto lo scopo di mettere a disposizione delle autorità strumenti e poteri per poter intervenire laddove queste crisi si originano ad uno stadio precoce con l'obiettivo di minimizzare le esternalità derivanti dalla crisi e particolarmente l'interruzione delle funzioni critiche, dei servizi critici parte del core business di queste entità finanziarie, il propagarsi del contagio verso altri settori e attori di mercato. Con l'obiettivo finale di minimizzare l'intervento pubblico e quindi del bilancio statale per assorbire gli effetti del fallimento di queste istituzioni finanziarie.

Questo è avvenuto sia nel settore bancario, con il contributo fondamentale del Comitato di Basilea (Accordo di **Basilea III**) e dell'FSB (***Key Attributes for an effective recovery and resolution regimes),*** il cui ambito di applicazione si estende alle istituzioni finanziarie, comprese le IFM. Quanto nel settore delle Infrastrutture finanziarie di mercato, particolarmente attraverso l'azione del FSB che qualche anno dopo ha prodotto per le CCP degli orientamenti specifici (***Guidance on Central Counterparty Resolution and Resolution Planning)***. Si è trattato di un processo parallelo che con l'avanzare degli anni ha dimostrato di condurre a importanti risultati nel settore bancario innanzitutto. Più lungo e tortuoso si è rivelato quello che ha interessato le Infrastrutture finanziarie di mercato.

Nel settore bancario, l'azione internazionale condotta dal Comitato di Basilea, nel settore dei requisiti di capitale e della supervisione delle banche, si è intrecciata con quella condotta a livello europeo dalla Commissione europea, che con una sua

Comunicazione[392] interlocutoria gettava le basi per un compiuto ragionamento sulla gestione delle crisi, che poi avrebbe aperto la strada a vere e proprie proposte legislative (BRRD, SRM Regulation), ormai parte integrante dell'ordinamento comunitario. Nondimeno, per quanto riguarda le Infrastrutture finanziarie di Mercato, il grosso lavoro coordinato a livello internazionale dal FSB, quanto meno a livello europeo non si è evoluto, almeno fin qui, nella completa trasposizione nel diritto europeo dei regimi di risanamento e di risoluzione delle CCP in modo particolare.

Al riguardo della gestione delle crisi nel sistema finanziario, da un punto di vista teorico si è sviluppato parallelamente alla crisi una nuova teoria secondo cui un sistema finanziario stabile, un sistema finanziario integrato e l'autonomia finanziaria nazionale sono incompatibili, poiché solo due dei tre obiettivi possono essere combinati tra di loro, ma non tutti e tre conosciuto come "Trilemma finanziario"[393]. Questo riferimento teorico ha lo scopo di mettere in rilievo quanto sia fondamentale per l'UE proseguire sul terreno della integrazione dei mercati con politiche settoriali nel settore finanziario europeo allo scopo di perseguire coerentemente la stabilità del sistema finanziario europeo. Politiche nazionali nel settore finanziario, particolarmente in settori critici aprono lo spazio a nuove crisi. Infatti, se taluni ambiti strategici o settori del sistema finanziario, chiamati a svolgere funzioni critiche, continuano a rimanere unicamente nel perimetro della regolamentazione nazionale, il rischio in cui si incorre è quello di minare la stabilità finanziaria. Ecco perché c'è bisogno di speciali regimi europei di risanamento e soprattutto di risoluzione anche nel campo delle Infrastrutture finanziarie di Mercato e delle CCP.

Con il continuo e progressivo spostamento verso la compensazione centrale di derivati OTC e con esso l'aumentare dell'importanza del ruolo della CCP nel sistema finanziario è aumentata la concentrazione del rischio, e quindi di molti rischi in una manciata di Controparti centrali globali. La compensazione centrale, in quanto attività

[392] Commissione Europea, "Un quadro dell'UE per la gestione delle crisi nel settore finanziario" COM (2010) 579 definitivo del 20.10.2010.
[393] Schoenmaker, D., "*Central Banks and Financial Authorities in Europe. What Prospects*", 2005.

altamente concentrata, è riuscita a resistere alla crisi e soprattutto le CCP si sono mostrate resilienti durante il periodo di crisi. Nondimeno, il recentissimo caso della Nasdaq Clearing AB in Svezia, in cui la CCP ha dovuto trasferire le perdite ai suoi membri, sottolinea l'importanza di ulteriori passi in avanti per una effettiva resilienza delle CCP in contesti di crisi. È imperativo che le CCP agiscano da ammortizzatori piuttosto che da amplificatori di rischio, poiché il loro ruolo principale consiste nella concentrazione e successiva trasformazione del rischio (Cont, 2017). Conseguentemente, è urgente un quadro giuridico europeo chiaro che stabilisca cosa fare quando si verifica il fallimento di uno o più partecipanti diretti di una certa importanza, come fare, secondo quali procedure specifiche e con quale tempistica. Gli strumenti per crearlo in definitiva c'erano: i principi internazionali, gli orientamenti, la proposta di regolamento della Commissione del 2016 volta a creare un quadro giuridico per il risanamento e risoluzione delle CCP che a quei principi e orientamenti si allineava. Mancava la giusta dose di volontà politica (visto il raggiungimento dell'accordo interistituzionale solo a fine giugno 2020) di trasporli nel diritto europeo con regole certe e processi altrettanto chiari, perché il regime di risoluzione delle CCP è importante tanto quanto altre riforme del passato recente, perché altrimenti mancherebbe un tassello molto importante a quel mosaico che è la regolamentazione del settore finanziario costruito negli ultimi dieci anni nell'Unione Europea.

In ragione dell'obbligo di compensazione centrale dei derivati OTC, le Controparti centrali hanno dovuto gestire una porzione sempre più grande di rischi finanziari derivati dalle operazioni messe in atto dagli operatori economici su prodotti derivati OTC, conseguentemente la robustezza delle CCP riveste un'importanza crescente in una prospettiva di stabilità finanziaria. In questo contesto i ministri delle Finanze e i governatori delle Banche centrali dei paesi membri del G20 hanno invitato nel febbraio 2015 il Consiglio di stabilità finanziaria e mettere a punto congiuntamente all'organizzazione internazionale delle Commissioni delle Borse valori e il Comitato di Basilea suo controllo bancario, un piano di lavoro volto a rafforzare la resilienza, i dispositivi di risanamento e la risolvibilità delle Controparti centrali.

Quanto fatto di recente a proposito della regolamentazione UE-CCP e la sua interazione con i Paesi terzi, in relazione alla Brexit, costituisce un grande passo in avanti ma non è sufficiente Davanti alla necessità acclarata di dotare l'UE di questi regimi di risoluzione delle CCP, l'immobilismo spesso derivante dalle divisioni fra gli Stati membri deve fare riflettere sugli eventuali costi della non azione dell'UE. Efficienza rispetto a quel che si sta cercando di regolamentare, e il conseguente impatto della nuova regolamentazione e la sicurezza intesa come capacità di resistere alle crisi e avere gli strumenti necessari per gestire uno shock di mercato devono andare di pari passo e soprattutto fare riflettere sulla necessità di proseguire questo cammino.

Il rischio di una ulteriore frammentazione del sistema finanziario, in particolare per effetto della Brexit (poiché essa inevitabilmente ridisegnerà il paesaggio finanziario europeo) esiste ed è fondato, qualora invece si ritiene importante evitare questa frammentazione, un modo per farlo consisterebbe nel concentrarsi sull'armonizzazione e sull'attuazione globale dei principi concordati per le IMF per facilitare gli accordi di interoperabilità, se ben regolamentata; istituire una governance per gli standard delle operazioni post-negoziazione, compreso la segnalazione dei dati in forma aggregata ai Repertori di Dati.

La stabilità del sistema finanziario implica un regime che fornisca certezza giuridica e operativa e responsabilità per operatori del mercato e organismi di vigilanza. Questo regime mette in atto strumenti per prevenire crisi e facilita la condivisione e l'aggregazione dei dati per la sicurezza regolamentare e dei dati finalità. La semplicità dovrebbe essere ottenuta razionalizzando le strutture, i processi e regolamentazione attraverso l'adozione di norme a livello globale da trasporre nelle varie giurisdizioni. Per l'Unione europea l'unico modo è quello di farlo a livello europeo per salvaguardare l'unitarietà del Mercato interno.

La gestione delle crisi delle Infrastrutture di Mercato e delle CCP in particolare, richiede di tener conto di una serie di fattori e azioni in modo da prevenire le crisi nel futuro, attraverso un miglioramento e un rafforzamento della governance di queste

infrastrutture, particolarmente quando esse hanno una dimensione transfrontaliera o addirittura globale.

La necessità di avere una buona governance nel contesto del sistema finanziario ha spinto regolatori e legislatori ad elaborare principi e un nuovo quadro giuridico attento alla gestione di possibili situazioni di crisi, in modo tale da fornire gli strumenti da utilizzare innanzitutto allo scopo di prevenire le crisi in futuro e di gestirle in modo ordinato quando esse si dovessero produrre. Si tratta di una necessità che è maturata solo recentemente a seguito della recente crisi finanziaria, allo scopo di migliorare la governance quale elemento chiave per il buon finanziamento del sistema finanziario. Coerentemente con questo nuovo schema sono state intraprese una serie di iniziative a livello internazionale che attingendo da esperienze passate e da recenti fenomeni di crisi, i regolatori internazionali hanno sviluppato e successivamente affinato una serie di principi regolatori volti a restituire ai legislatori, quasi con meticolosità certosina, elementi utili per disegnare una ampia legislazione atta a prevenire e gestire le crisi nel sistema finanziario.

7.4. Le misure chiave a livello internazionale sulla risoluzione delle istituzioni finanziarie incluse le Infrastrutture finanziarie di mercato

Nel ripercorrere i momenti salienti di questo processo di riforma, nel solco degli impegni del G20 di Pittsburgh del 2009 e di Cannes del 2011, il Consiglio di Stabilità Finanziaria (FSB) aveva individuato quattro garanzie che avrebbero permesso di creare un ambiente idoneo e sicuro in grado di garantire la compensazione dei derivati OTC, una di queste garanzie riguardava per l'appunto la creazione di regimi di risoluzione efficaci delle CCP. Conseguentemente, tutte le IFM devono essere sottoposte a regimi di risanamento e di risoluzione. Conformemente a questo approccio, i Principi Fondamentali per le Infrastrutture Finanziarie di Mercato richiedono che le IFM dispongano di strategie, di regole e di procedure efficaci per permettere loro di superare le crisi finanziarie.

Nel contesto della gestione e della risoluzione delle crisi delle istituzioni finanziarie comprese le infrastrutture finanziarie di mercato, la pubblicazione principale rimane la ***Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions,*** originariamente pubblicata nell'ottobre 2011 ma successivamente aggiornata nell'ottobre 2014. Gli attributi chiave sono lo standard internazionale per i regimi di risoluzione. Fanno parte di una serie di misure politiche, approvate dal G20 nel novembre 2011, volte ad affrontare il problema delle imprese che sono "troppo grandi per fallire".

L'obiettivo dei ***Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions[394]",*** è quello di rendere possibile la risoluzione ordinata di qualsiasi istituto finanziario senza gravi perturbazioni sistemiche o esponendo i contribuenti al rischio di perdite, tutelando le funzioni dell'impresa che sono fondamentali per il mercato finanziario o l'economia reale e garantendo che le perdite siano a carico degli azionisti e dei creditori dell'impresa in fallimento, in quanto sarebbero in stato di insolvenza.

Con essi l'FSB richiedeva, inoltre, che le giurisdizioni predisponessero dei regimi che avrebbero potuto permettere la risoluzione di una IFM senza provocare perturbazioni al sistema nel suo complesso e senza l'intervento del settore pubblico per ripianare le perdite. Questo significava che le autorità dotate del potere di risoluzione avrebbero dovuto essere dotate altresì di poteri propri volti ad assicurare lo svolgimento delle funzioni critiche delle IFM e dei servizi ad esse collegate, allo scopo di preservare la stabilità del sistema finanziario.

Negli anni successivi l'FSB ha pubblicato una serie di rapporti per integrare gli attributi chiave. Questi includono una serie di revisioni tra pari (*peer review)* intese a valutare l'attuazione tempestiva e coerente degli attributi chiave in tutte le giurisdizioni dell'FSB. Il 18 marzo 2016 l'FSB ha pubblicato la sua seconda revisione tematica sui regimi di risoluzione, nelle cui conclusioni, tra l'altro, veniva in evidenza l'esistenza di differenze significative tra le giurisdizioni per quanto riguardava le condizioni per

[394] FSB, "*Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*", 15 October 2014.

l'uso dei poteri di risoluzione e il loro livello di dettaglio, e i progressi in termini di messa in atto di processi di pianificazione del risanamento, rispetto alla pianificazione della risoluzione o alle valutazioni della possibilità di risoluzione.

Il 1° febbraio 2017, l'FSB ha pubblicato per consultazione un progetto di orientamento sulla risoluzione e la pianificazione della risoluzione della CCP[395]. Il progetto di orientamento definisce un quadro per la risoluzione delle infrastrutture dei mercati finanziari e, una volta ultimato, assisterà le autorità e le giurisdizioni nell'attuazione di regimi di risoluzione efficaci e nello sviluppo di strategie e piani di risoluzione credibili per le controparti centrali.

Il 21 giugno 2018, l'FSB ha pubblicato una guida intitolata Elementi di strategia di finanziamento di un piano di risoluzione implementabile. I presenti orientamenti riguardano l'elaborazione di un piano di finanziamento della risoluzione per le istituzioni di rilevanza sistemica(G-SIB) e riguardano:

- La capacità delle imprese di sostenere il monitoraggio, la rendicontazione e la stima del fabbisogno di finanziamento nella risoluzione e nell'esecuzione della strategia di finanziamento;
- L'elaborazione di piani di finanziamento di risoluzione da parte delle autorità
- affidamento sulle attività aziendali e sui finanziamenti privati come fonte privilegiata di finanziamento nella risoluzione;
- L'accesso ai meccanismi temporanei di finanziamento indiretto del settore pubblico e alle strutture ordinarie delle banche centrali, e
- La condivisione delle informazioni e il coordinamento tra le autorità.

Nel 2012 la IOCV-IOSCO pubblicò un documento finalizzato ad una consultazione pubblica dal titolo “Risanamento e risoluzione delle Infrastrutture finanziarie di mercato”.

[395] FSB, “draft Guidance on CCP Resolution and Resolution Planning “, 1st February 2017.

I documenti del FSB e dell'IOCV-IOSCO a livello internazionale rappresentano i documenti in cui sono contenuti gli elementi centrali da cui partire per introdurre un regime di risoluzione per le IFM. Ad essi se ne aggiunsero altri e contenevano ulteriori indicazioni specifiche per le Controparti Centrali. Queste indicazioni sono state recepite dalla Commissione nella stesura della proposta di regolamento. Ad iniziare dal "*Work Plan*"[396] appositamente pensato per le CCP, con il quale è stato chiesto al FSB di elaborare con CPMI, IOSCO e BCBS un piano di lavoro coordinato per promuovere la resilienza, la pianificazione del recupero e la possibilità di risoluzione delle CCP.

Gli elementi chiave del piano di lavoro congiunto che avrebbe dovuto schematizzare il lavoro che era stato fatto e soprattutto quello che restava da fare, comprendono:

- Valutare le misure esistenti per la resilienza della CCP, comprese la capacità di assorbimento delle perdite, la liquidità e le prove di stress;
- La realizzazione di un inventario dei meccanismi di recupero delle CCP esistenti, compresi gli strumenti di assegnazione delle perdite, e l'esame della necessità di norme più granulari;
- Riesaminare i regimi di risoluzione delle CCP esistenti e gli accordi di pianificazione della risoluzione e valutare se vi sia la necessità di norme più granulari o di risorse di capitale prefinanziate e di liquidità supplementari nella risoluzione; e
- Analizzare le interconnessioni fra CCP e banche che sono partecipanti diretti e possono costituire un potenziale canale di trasmissione del rischio.

Nel fare il punto sulla questione ancora aperta riguardante la creazione di un quadro giuridico a livello europeo relativo al risanamento e alla risoluzione delle Controparti centrali, terremo conto della proposta di regolamento della Commissione[397] ove sono enucleati i principi fondamentali che il quadro effettivo alla base del risanamento e della (eventuale) ordinata risoluzione dovrebbe avere: sicurezza, equità, coerenza a

[396] https://www.fsb.org/wp-content/uploads/Joint-CCP-Workplan-for-2015-For-Publication.pdf

[397] Commissione europea, "Proposta di regolamento relativo a un quadro di risanamento e risoluzione delle controparti centrali e recante modifica dei regolamenti (UE) n. 1095/2010, (UE) n. 648/2012 e (UE) 2015/2365 COM (2016) 856 28.11.2016.

livello internazionale del quadro normativo, trasparenza, flessibilità, importanza degli incentivi, struttura.

7.5.1 Resilienza, Risanamento e Risoluzione delle CCP le tre "R" alla base della proposta di regolamento della Commissione europea

La necessità di dotare l'UE di un quadro europeo di risanamento e di risoluzione è basata su alcune ragioni di fondo. Per quanto le CCP si siano dimostrate resilienti nel corso della crisi finanziaria, per il solo fatto di gestire il rischio di un portafoglio di negoziazioni abbinato (*matched book)* e fare affidamento all'appartenenza dei titolari di questi portafogli alla CCP, e a cui potrà sulla base degli accordi di compensazione la CCP può chiedere innanzitutto i margini e la condivisione delle perdite, tuttavia occorrerà attrezzare l'UE adeguatamente per fare fronte a uno scenario in cui in presenza di uno o più partecipanti diretti divenuti nel frattempo insolventi, le disponibilità del Default *Waterfall* si sono esaurite e il capitale proprio della CCP, non è sufficiente. Uno scenario di questo tipo non auspicabile ma quanto mai verosimile nel caso di CCP con una operatività transfrontaliera o sistemiche, richiede strumenti, procedure, una chiara distribuzione dei ruoli fra le autorità di risoluzione allo scopo di assicurare, quando ogni altra soluzione finanziaria è preclusa o non più sufficiente, l'ordinata risoluzione della CCP assicurando la continuità nello svolgimento delle funzioni critiche e dei servizi connessi alla compensazione centrale.

In parallelo ai lavori della CPMI-IOSCO e del FSB, per ciò che riguardava gli attributi chiave della Risoluzione e i rapporti successivi di cui al paragrafo dedicato all'attività svolta dagli organismi di normazione internazionale, la Commissione europea lanciò a sua volta una consultazione pubblica sul risanamento e risoluzione delle istituzioni finanziarie non bancarie comprese le IFM. Con questa consultazione pubblica la Commissione lanciava formalmente il percorso verso un nuovo regime europeo per la risoluzione delle CCP, che sarebbe culminato nella proposta legislativa pubblicata nel novembre 2016.

La proposta riflette l'importanza di disporre di un'unica serie di norme per gestire il risanamento e la e risoluzione delle CCP. Assegna chiaramente i ruoli e le responsabilità delle autorità coinvolti nella gestione delle crisi di una CCP.

A grandi linee, la proposta della Commissione si inserisce nel prolungamento dei lavori delle istanze internazionali. All'interno dell'Unione europea e nonostante l'entrata in vigore del regolamento EMIR, le CCP continuano a utilizzare metodologie diverse per quanto riguarda i fondi propri, i fondi di garanzia in caso di inadempimento e la politica in materia di garanzie reali ammesse alle operazioni. Sussiste inoltre una profonda eterogeneità in quanto alcune CCP hanno lo status di ente creditizio (LCH Clearnet SA in Francia, Euro Clearing e European Commidity Clearing in Germania) e sono soggette al quadro regolamentare e prudenziale bancario, mentre altre sono considerate infrastrutture di mercato (CME Clearing Europe e ICI Clear Europe nel Regno Unito o euro CCP N.V. nei Paesi Bassi) e non devono applicare le stesse regole dei loro concorrenti. Così, a complemento di questa proposta e nel quadro del recente pacchetto di revisione della regolamentazione bancaria, la Commissione europea propone di escludere le CCP titolari di un'autorizzazione bancaria dal campo di applicazione della direttiva sulla risoluzione degli istituti di credito (BRRD) e di sottoporli d'ora in poi D'ora in poi tutte le CCP autorizzate all'interno dell'Unione europea saranno soggette ad un regime unico per quanto riguarda il futuro quadro di risanamento e di risoluzione. Dinanzi a situazione eterogena intervenire a livello europeo per regolamentare un'attività di natura transfrontaliera e internazionale è diventato una necessità non più rinviabile, poiché il mantenimento di quadri nazionali di risanamento e di risoluzione eterogenei non consente di prevedere efficacemente il risanamento o la risoluzione delle CCP.

Gli elementi chiave della proposta sono:

• **Prevenzione e preparazione**: autorità di vigilanza e di risoluzione (in

coordinamento con il collegio di risoluzione istituito ai sensi del regolamento proposto)

sono tenuti, rispettivamente, a valutare i piani di risanamento che devono essere redatti dalle CCP e elaborare piani di risoluzione per ciascuna CCP che definiscano le modalità per affrontare qualsiasi forma di difficoltà finanziarie che supererebbero la gestione prudenziale e prudenziale della CCP in caso di inadempimento risorse. Se le autorità di risoluzione, in coordinamento con il collegio di risoluzione, individuare gli ostacoli alla possibilità di risoluzione, possono, caso per caso, richiedere alla CCP di

adotta le misure appropriate, comprese le modifiche al suo piano di ricostituzione, al suo funzionamento o alla struttura giuridica o alle sue risorse prefinanziate per l'assorbimento delle perdite al fine di assicurare che la CCP possono essere risolti con gli strumenti disponibili in modo da non minacciare stabilità e non comporta costi per i contribuenti.

• **Intervento precoce**: le autorità di vigilanza hanno il potere di intervenire nella fase iniziale, ad es. prima che i problemi diventino critici e la situazione finanziaria

si deteriori irreparabilmente quando una CCP viola o sta per violare i requisiti prudenziali nell'ambito dell'EMIR. Tali poteri integrerebbero quelli già previsti in EMIR, costituendo specifiche opzioni di vigilanza in queste circostanze. Tra l'altro, le autorità competenti potrebbero imporre alla CCP di intraprendere azioni specifiche previste nel suo piano di risanamento per apportare modifiche alla sua strategia aziendale o giuridica o struttura operativa.

• **Risoluzione:** Il quadro prevede una serie di strumenti di risoluzione credibili. Questi strumenti dovrebbero garantire che le funzioni e i servizi essenziali di compensazione siano mantenuti senza la necessità di salvare una CCP in difficoltà e che gli azionisti detengano una parte adeguata le perdite.

La proposta di regolamento della Commissione europea adotta un approccio minimo per quanto riguarda la cooperazione con i paesi terzi. Non è previsto un regime di equivalenza, ma la conclusione di accordi internazionali di cooperazione tra autorità di risoluzione o, in mancanza, il riconoscimento da parte delle autorità di risoluzione nazionali delle procedure di risoluzione dei paesi terzi. La proposta conferisce alle

autorità nazionali il diritto di rifiutare tale riconoscimento o l'esecuzione di una procedura di risoluzione di un paese terzo, in particolare in caso di incidenze negative sulla stabilità finanziaria o sull'equilibrio di bilancio.

7.5.2. Reazioni alla proposta di regolamento della Commissione

Ancora prima della pubblicazione della proposta legislativa della Commissione europea, nell'Unione europea si sviluppò un ampio dibattito sulla necessità di un regime europeo di risoluzione e su come avrebbe dovuto essere costruito. Tra gli addetti ai lavori e fra accademici c'era un generale consenso sulla necessità che le autorità di risoluzione dovessero poter disporre di un ampio ventaglio di competenze conferite loro da un quadro regolamentare chiaro, cui devono corrispondere strumenti altrettanto chiari, per potere agire con quella tempestività che in queste situazioni è la richiesta. Considerato l'elevato volume di attività trattate dalle CCP e particolarmente da quelle sistemiche sarebbe stato necessario che le autorità incaricate della risoluzione fossero dotate del potere di prendere il controllo della CCP che si trovava in una situazione non più sostenibile, e per la quale non esisteva più la prospettiva di un ragionevole risanamento.

Una delle prime istituzioni ad esprimere il parere sulla proposta della Commissione fu la BCE, che nel corso del 2017 adottò un parere frattempo la BCE, tra le varie istituzioni interessate alla consultazione, pubblicò un parere[398] (il primo in ordine cronologico su questa materia), nel quale esprimeva il sostegno all'azione della Commissione mettendo in luce anche le riserve che aveva in merito. La BCE sosteneva fermamente l'iniziativa della Commissione di istituire un quadro specifico dell'Unione per il recupero e la risoluzione delle controparti centrali. Concordava, inoltre, con l'orientamento principale della proposta di regolamento, ma definiva anche i settori in cui sarebbe stato auspicabile apportare ulteriori miglioramenti. In primo luogo, in

[398] Banca Centrale Europea, Parere della Banca centrale europea del 20 settembre 2017 sulla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ad un quadro per il recupero e la risoluzione delle controparti centrali e che modifica il regolamento (UE) n. 1095/2010, (UE) n. 648/2012 e (UE) 2015/2365, 25 settembre 2017.

ragione delle specificità delle IMF e della loro natura differente dalle banche, sarebbe stato necessario mettere in atto un regime europeo di risanamento e di risoluzione europeo distinto da quello delle banche. In secondo luogo questo regime specifico per entità finanziarie non bancarie avrebbe dovuto coprire tutte le IMF, in linea con i principi elaborati dal FSB. In terzo luogo, al fine di garantire la coerenza internazionale dei requisiti per il risanamento e risoluzione delle IMF il futuro regime europeo si sarebbe dovuto allineare alle norme internazionali dell'OICV-IOSCO. Il quarto luogo, l'UE avrebbe dovuto mettere in campo rapidamente un nuovo regime che tenesse conto delle molteplici autorità da coinvolgere e coordinare nel processo di risoluzione, date le dimensioni sistemiche di molte IFM e CCP in modo particolare, nel caso di un fallimento di una di queste che avrebbe potuto generare conseguenze pericolose su molti sistemi finanziari contemporaneamente. Per fare fronte a questa specifica criticità la BCE proponeva la creazione di un'unica autorità di risoluzione europea, in particolare per le CCP, i Depositari Centrali di Titoli e i Sistemi di Pagamento di una certa grandezza. Infine, fermo restando la necessità di dotare l'UE di un regime europeo di risoluzione delle IMF, in ragione del differente profilo di rischio delle stesse, sarebbe stato di fondamentale importanza tener conto delle specificità esistenti fra IMF nella predisposizione dei relativi regimi di risoluzione. La BCE, infine, esprimeva la necessità di stabilire una netta distinzione fra regime di risoluzione e regole di insolvenza. I primi possono sia sostituire la legge nazionale sull'insolvenza sia completarla come tappa intermedia necessaria per evitare l'insolvenza. L'insolvenza diversamente dalla risoluzione che mantiene in vita la IMF e garantisce la continuità delle funzioni essenziali, l'insolvenza al contrario mette fine all'esistenza della IFM. La BCE, infine, auspicava nel suo parere un procedimento legislativo rapido a livello UE e un altrettanto rapido procedimento di implementazione da parte degli Stati membri.

Anche l'ESMA nell'aprile 2017[399] ha emesso un parere sulla proposta della Commissione europea per il regolamento dell'UE sul risanamento e risoluzione della CCP, proponendo (i) di introdurre ulteriori requisiti per quanto riguardava i piani di risanamento delle ANR; (ii) considerare un meccanismo di mediazione più efficace; e (iii) considerare le implicazioni che il ruolo dell'ESMA ha sul suo bilancio. L'interesse dell'ESMA rispetto alla proposta era motivata dal ruolo che la proposta medesima attribuiva all'ESMA in questo regolamento e in particolare a proposito dei seguenti compiti: (i) sviluppare 5 norme tecniche di regolamentazione (RTS) e 2 orientamenti, (ii) partecipare a collegi di risoluzione (insieme all'EBA), (iii) esercitare la mediazione vincolante e prendere decisioni quando il collegio di vigilanza o il collegio di risoluzione non raggiunge un parere congiunto su determinate questioni, (iv) riceve determinate notifiche e pubblica sul suo sito web l'elenco delle autorità di risoluzione e delle eventuali azioni di risoluzione e (v) fornisce, in seguito alla risoluzione di una CCP, un parere sulla sospensione dell'obbligo di compensazione (e sull'ulteriore proroga di tale sospensione). S. Maijoor[400], Presidente dell'ESMA nel corso di un intervento pubblico l'anno successivo ribadiva l'importanza di CCP solide e resilienti.

La resilienza, il risanamento e la risoluzione della CCP sono tre "R" essenziali per le CCP, strettamente interconnesse: da un lato, forti meccanismi di resilienza possono ridurre la probabilità di necessità di recupero e risoluzione. Mentre, d'altro canto, gli accordi di risanamento e risoluzione dovrebbero mantenere gli incentivi per garantire la resilienza nella situazione abituale di business.

Nel luglio 2017, il Comitato europeo per il rischio sistemico (ESRB)[401] rese noto un parere in cui accoglieva favorevolmente la discussione in corso nell'Unione europea sul regime di risanamento e risoluzione per le controparti centrali, ed evidenziava i settori in cui la proposta della Commissione, potrebbe essere perfezionata in modo da

[399] ESMA, Opinion on: European Commission's Proposal for EU Regulation on CCP Recovery and Resolution, 6 April 2017.
[400] Maijoor, S., "*Resilience, Recovery and Resolution: three essential Rs for CCPs*", ILF Conference "Resolution in Europe: The Unresolved Questions" – Monday 23 April 2018 -Goethe University, Frankfurt am Main.
[401] ESRB, "Opinion on a central counterparty recovery and resolution framework", 5 July 2017.

affrontare meglio i potenziali problemi di stabilità finanziaria. Evidenziando nel parere una serie di settori in cui le disposizioni della proposta dovrebbero essere modificate o ampliate al fine di affrontare meglio le considerazioni macroprudenziali. L'ESRB ulteriormente sugli aspetti più propriamente macroprudenziali del regime di risanamento e risoluzione delle controparti centrali. E formula i seguenti suggerimenti: 1) Armonizzare ulteriormente le azioni di recupero nel diritto derivato; 2) Rafforzare, se necessario, il mandato per la stabilità finanziaria delle autorità di vigilanza della CCP; 3) Rafforzare la pianificazione della risoluzione mediante una valutazione d'impatto e un'analisi le risorse finanziarie esistenti; 4) Includere ulteriori strumenti di risoluzione e chiarire l'uso degli strumenti proposti; 5) Rafforzare la cooperazione transfrontaliera e la cooperazione con le autorità di risoluzione delle crisi bancarie; 6) Chiarire ulteriormente le condizioni per la sospensione degli obblighi di compensazione e l'uso del pubblico sostegno finanziario.

Il dibattito iniziato ancora prima della pubblicazione della proposta di regolamento della Commissione, aveva registrato, fra gli altri, l'intervento di accademici, tra cui D. Duffie[402] il quale in un suo paper sostiene che i processi di risanamento e di risoluzione condividono delle caratteristiche. Le distinzioni tra di loro si basano in larga misura sul fatto che la perdita l'allocazione è realizzata contrattualmente o tramite una più specifica procedura esterna di insolvenza amministrata che prevale sui contratti.

Le procedure di risoluzione devono essere concepite in modo da ridurre al minimo il totale dei costi di emergenza previsti per tutti gli operatori del mercato, inclusi i partecipanti diretti, CCP operatori, operatori di mercato indipendenti e contribuenti che potrebbero derivare dai costi di ricaduta del fallimento.

Le procedure di risoluzione dovrebbero essere trasparenti e ragionevolmente prevedibili, in modo che i rischi correlati possano essere gestiti meglio e prezzo dei contratti, migliorando gli incentivi ex ante per ridurre i costi. Quando i partecipanti

[402] Duffie, D., Resolution of Failing Central Counterparties, 17 December, 2014 in: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2558226&download=yes

diretti sono in grado di prevedere correttamente l'aumento delle perdite future attese associati alle loro esposizioni verso una CCP indebolita, hanno un incentivo a ridurre le loro esposizioni verso la CCP inserendo posizioni compensate presso tale CCP. Se c'è sufficiente prevedibilità, questo processo può sfruttare le forze di mercato per ridurre l'importo del danno sistemico che si verificherebbe se e quando la CCP fallisce effettivamente.

Le alternative alla liquidazione di una CCP insolvente suggerite erano le seguenti:

1. Riorganizzare la CCP mediante una combinazione di nuovi apporti di capitale e la ristrutturazione dei suoi obblighi di compensazione. Il debito della CCP solitamente non è elevato.

2. Trasferire gli obblighi di compensazione della CCP, se necessario dopo una ristrutturazione, ad un'altra CCP esistente o a una "CCP ponte".

Qualche anno prima P. Tucker, all'epoca vice governatore della Banca d'Inghilterra, suggeriva, che nel caso in cui la ripartizione delle perdite non sia stata ancora integralmente applicata, sarebbe auspicabile che l'intervento dell'autorità di risoluzione intervenga per portare avanti questo processo[403]. P. Tucker nello stesso intervento sosteneva la necessità di prevedere fra gli strumenti di risoluzione l'istituzione ponte, cui trasferire temporaneamente tutto o in parte gli impegni e le attività associate a un servizio di compensazione particolare di una CCP, in attesa di trovare un acquirente sul mercato, e ciò senza dover attendere l'accordo delle controparti, dei creditori, aderenti, proprietari della CCP o gestori della stessa. Un altro approccio e in definitiva strumento doveva consistere nel deprezzamento delle passività della CCP allo scopo di riportare le stesse a un livello tale da permettere alla CCP di ritornare solvibile e sostenibile. Secondo Tucker, le passività di una CCP sono differenti da quella di una banca, poiché trattasi di margini iniziali e di margini di variazione, e non di depositi e impieghi, ma in definitiva il principio alla base è lo

[403] Tucker, P., "Central counterparties in evolving capital markets: safety, recovery and resolution", p. 184, in: Banque de France, Financial Stability Review, N. 17 April 2013.

stesso. Per tale motivo Tucker si dice favorevole a includere tra gli strumenti di risoluzione anche quello del salvataggio interno (*bail-in)*) applicato anche alle CCP, poiché permetterebbe alle stesse di riprendere le attività. Le situazioni in cui possono venire a trovarsi dalle CCP possono essere diverse, per tale motivo la natura degli strumenti di risoluzione applicati in un caso particolare dipendono molto dalle circostanze. Qualunque essi siano, gli ostacoli alla risoluzione devono essere eliminati, poiché una liquidazione massiva e tempestiva della CCP potrebbe apportare conseguenze all'intero sistema finanziario.

Premesso che la risoluzione ordinata della CCP è un evento che può materializzarsi soltanto quando tutte le altre salvaguardie, inclusa la risoluzione bancaria (del partecipante diretto insolvente rispetto agli obblighi di compensazione), è fallita e la continuazione delle funzioni critiche richiede di mantenerla in vita evitando un fallimento disordinato che implicherebbe l'interruzione improvvisa delle sue funzioni, che potrebbe comportare conseguenze disastrose per la stabilità del sistema finanziario nel suo insieme. L'ordinata risoluzione di una CCP è da intendere, dunque, un evento eccezionale, rispetto all'insolvenza che è e rimane la procedura ordinaria.

7.5.3. I regimi di risoluzione delle CCP vigenti in alcuni Stati membri

Secondo la valutazione d'impatto della Commissione europea, che ha accompagnato la proposta di regolamento della Commissione, nessuno Stato membro ha ancora istituito un regime nazionale completo per il risanamento e la risoluzione delle CCP. Solo il Regno Unito, l'Italia, la Francia e la Germania hanno regimi parziali.

Il Regno Unito tra il 2011 e il 2013 ha introdotto una serie di modifiche alla legislazione esistente che stabiliscono misure per risanare e risolvere le CCP stabilite nel paese. Secondo quanto stabilisce questo regime di risoluzione, gli obiettivi della risoluzione sono: 1) preservare la continuità dei servizi essenziali della CCP; 2) proteggere le risorse pubbliche; 3) evitare, nella misura del possibile, interferenze con i diritti di proprietà; 4) proteggere e migliorare la stabilità dei sistemi finanziari del Regno Unito

e proteggere e rafforzare la fiducia del pubblico nei sistemi finanziari del paese. In questo quadro, le CCP sono tenute a stabilire piani di risanamento e meccanismi di assegnazione delle perdite da attivare una volta esaurite le risorse di default previste dal regolamento EMIR. L'autorità di vigilanza della CCP, - la *Bank of England* - è stata dotata di poteri d'intervento, per più ampie ragioni di stabilità finanziaria, che potrebbe essere utilizzato, ad esempio, per indirizzare la CCP a non utilizzare le sue allocazioni di perdite per cancellare tutti i contratti in un unico servizio. Inoltre, in caso di risoluzione di una CCP, all'autorità di risoluzione della Banca d'Inghilterra – sarebbe fornito il potere di vendere parte o tutta l'attività della CCP e per creare un'istituzione di ponte.

Il Tesoro (ministero delle Finanze britannico) può emettere un ordine di compensazione, in circostanze eccezionali, al fine di salvaguardare gli interessi finanziari del Regno Unito. L'esercizio di qualsiasi potere di risoluzione è considerato come l'ultima risorsa, ma può essere effettuata prima dell'insolvenza. Prima di esercitare tali poteri, l'autorità di risoluzione dovrebbe verificare che: (a) una CCP stia fallendo, o probabilmente stia per fallire, e (b) non è ragionevolmente probabile che l'azione o per quanto riguarda, la CCP– consentirà alla CCP di mantenere la continuità di tutti i servizi critici di compensazione che fornisce. Il Tesoro dovrebbe inoltre valutare l'esistenza di un interesse pubblico a porre la CCP in risoluzione piuttosto che in stato di insolvenza. Il regime di recupero e risoluzione delle controparti centrali del Regno Unito è in linea con gli attributi chiave dell'FSB (vedi preparazione della proposta'); tuttavia, per essere pienamente conforme, dovrebbero essere attuate misure di assorbimento delle perdite finanziarie.

Nel 2007 l'Italia ha esteso alle controparti centrali il proprio quadro di risoluzione delle IMF. Ora comprende un'amministrazione speciale, volta a preservare la continuità operativa della CCP, sostanzialmente la Cassa di Compensazione e di Garanzia, e indirettamente la LCH con sede legale in Francia, un Regime di liquidazione. La CCP può essere soggetta all'amministrazione speciale in caso di gravi irregolarità nella gestione della CCP oppure nel caso si dovessero verificare gravi carenze di capitale.

D'altra parte la CCP, potrebbe essere posta sotto l'amministrazione speciale se l'autorizzazione è stata revocata dalla competente autorità di vigilanza –la Banca d'Italia– o dai giudici che hanno dichiarato la CCP insolvente, e conseguentemente l'autorizzazione è stata revocata dalla competente autorità di vigilanza – dalla Banca d'Italia – o dai giudici hanno dichiarato la CCP insolvente.

Nell'ambito di tale regime, l'operatività della CCP sarebbe congelata, tutti i pagamenti della CCP sarebbero sospesi, e i contratti sarebbero chiusi. La Banca d'Italia può consentire operazioni cui dare continuità su base temporanea. In entrambi i casi, la Banca d'Italia – come autorità di risoluzione designata– avrebbe un'ampia discrezionalità nel poter utilizzare i suoi poteri. Potrebbe, per esempio, dirigere le attività dell'amministratore speciale nominato nell'ambito della anninistrazione speciale e richiedere che qualsiasi iniziativa presa dal liquidatore ottenga il suo previo consenso. Altri poteri includono la capacità di applicare eventuali meccanismi di assegnazione delle posizioni precedentemente poste in essere dalla Cassa di Compensazione & Garanzia.

In Francia e Germania, le controparti centrali sono tenute ad avere una licenza bancaria. In Francia, particolarmente l'autorità di supervisione delle CCP è l'ACPR –*Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution*- ai sensi del regolamento EMIR, le competenze sono condivise con la Banque de France e l'Autorità dei Mercati Francese –AMF-; ai sensi della CRD4/CRR la competenza è condivisa con la BCE, per le CCP che hanno sede in Francia. Inoltre, l'ACPR è incaricata di approvare gli accordi delle CCP a seguito della consultazione con la Banque de France e l'AMF e del Collegio di supervisione EMIR e infine dell'adeguatezza delle risorse finanziarie delle CCP (requisiti prudenziali) e dei requisiti di capitale.

In Francia allo stato attuale cinque Infrastrutture Finanziarie di Mercato hanno una licenza bancaria, di cui due CCP (LCH-Clearnet SA e Eurex Clearing). Soltanto la LCH Clearnet SA oltrepassa la soglia di significatività quindi è soggetta alla supervisione diretta della BCE ai sensi della CRD4/CRR. Tuttavia la BCE esercita una

supervisione indiretta di tutte le IFM, trattasi in pratica di una supervisione condivisa con le autorità nazionali. La BCE è qualificata ai sensi di EMIR a partecipare ai collegi di supervisione che concernono i partecipanti diretti (che corrispondono a istituti di credito o imprese finanziarie d'importanza significativa e per questo ricadenti sotto la supervisione diretta della BCE).

Le CCP sottoposte alla regolamentazione delle autorità francesi hanno i poteri previsti dalla BRRD. Tuttavia, poiché non tutti gli strumenti BRRD sarebbero adatti alla risoluzione delle CCP, il regime non sarebbe efficace per rispondere alle reali esigenze di una eventuale risoluzione.

7.6. Specificità dei regimi di risoluzione delle Controparti Centrali rispetto a quelli delle banche

Già in altri capitoli precedenti sono venuti in evidenza fondamentali differenze fra le banche e le CCP, e visto che ci accingiamo ad esaminare l'ultima parte della ricerca che verte sui regimi di risanamento e di risoluzione delle CCP, in questo specifico paragrafo faremo un po' il punto della situazione su queste similitudini ma anche gradi differenze.

Nel quarto capitolo viene posto l'accento sulla supervisione delle CCP e sulle similitudini e differenze esistenti con le banche in riferimento ai legami e alle interconnessioni esistenti fra CCP e banche.

Come vedremo fra le CCP e le banche esiste una forte correlazione, poiché la robustezza delle CCP è strettamente correlata a quella delle banche e viceversa.

Da un lato, la solidità della CCP è fondamentale per le banche in ragione del fatto che un ritardo o una discontinuità nell'esecuzione degli obblighi di pagamento e di consegna verso i suoi membri compensatori può essere all'origine di ben più gravi problemi. Del resto le banche fanno affidamento a loro volta, alle CCP grandi volumi

di collaterale di eccellente qualità e inoltre si rivolgono alla CCP per dei servizi supplementari quali il prestito di titoli o servizi post-trading.

Dall'altro lato, anche la robustezza delle banche è di fondamentale importanza per le CCP in ragione del fatto che sono membri ovvero rientrano fra i clienti più importanti e una loro eventuale insolvenza genererebbe conseguenze sulle CCP, con un effetto domino.

Tuttavia, le CCP non sono delle banche, poiché pur se strettamente connesse con le banche, esse giocano un ruolo differente nei mercati finanziari in quanto, diversamente dalle banche, le CCP si fanno carico di ridurre le esposizioni al rischio dei membri compensatori, tra cui importanti banche. Le CCP differiscono dalle banche per almeno tre grandi regioni: obiettivi e natura del business, il bilancio e la maniera di gestire il rischio.

Infine analizzeremo queste differenze con riferimento specifico ai regimi di risanamento e soprattutto di risoluzione applicabili, mettendo in rilievo le specificità delle CCP verificheremo quelli che possono convergere con quelli applicabili alle banche e quelli che invece non sono appropriati per le CCP.

Autorità nazionali competenti, regolatori, industria finanziaria che delle CCP sono utilizzatori e spesso anche partecipanti diretti, le rispettive associazioni operanti a livello europeo, inclusa quelle delle Controparti Centrali (EACH) concordano con la Commissione europea sulla necessità di un regolamento specifico che riguardi i regimi di risanamento e di risoluzione delle CCP, dopodiché le posizioni iniziano a differenziarsi fino a divergere allorquando si toccano aspetti specifici di questo regime europeo. Le distanze non esistono solo nelle posizioni fra industria e regolatori, ma anche fra talune autorità competenti nazionali e queste ultime sono in parte legate al quadro che abbiamo descritto nel paragrafo precedente: i rispettivi regimi nazionali di risoluzione, che hanno anticipato quello europeo, come spesso accade e pertanto non va inteso come un limite assoluto, piuttosto che contribuire ad accelerare sulla strada di un regime europeo nella pratica contribuisce a dilatare i tempi della determinazione

(il ritardo accumulato fin qui nel dibattito in seno al Consiglio ne costituisce una dimostrazione.

L'associazione europea delle CCP (EACH)[404] ha accolto molto favorevolmente la proposta della Commissione, poiché coerente con i principi internazionali adottati da CPMI-IOSCO (*Principles for Financial Market Infrastructures)* e con la legislazione europea EMIR, e a più riprese ha contribuito a esprimere le proprie posizioni focalizzando molto l'attenzione su due punti specifici: 1) sulla esistenza di un robusto regime di gestione dei rischi creato con il regolamento EMIR e arricchito da altre regolamentazioni attinenti, che contribuisce a minimizzare le perdite derivanti da un fallimento di uno o più membri significativi o da eventi differenti dal fallimento di un membro e 2) sulle differenze esistenti fra banche e CCP allo scopo di richiamare l'attenzione del legislatore sulla necessità di un quadro giuridico appropriato per le CCP, distinguendo fra strumenti già esistenti che svolgono la medesima funzione di altri previsti dal regime di risoluzione bancario europeo, e mettendo in rilievo le specifiche esigenze delle CCP.

In tal senso, EACH sostiene, la legislazione esistente già prevede taluni strumenti per quanto essi abbiano un nome diverso. È il caso del *default waterfall* che svolgerebbe le stesse funzioni delle disposizioni introdotte dalla BRRD2 sulla Capacità di assorbimento totale delle perdite (*Total-Loss Absorbing Capacity* – TLAC) previsto dalla BRRD2 per le istituzioni bancarie sistemiche. Le CCP non sono banche e quindi non è opportuno applicare ad esse concetti quali TLAC o MREL, poiché si andrebbe a modificare le struttura degli incentivi sull'allocazione delle perdite previsti negli attuali accordi di una CCP. Inoltre la struttura del capitale della CCP non include debito, e sarebbe pertanto un'idea inopportuna obbligare le CCP a uno strumento come il *bail-in*, poiché andrebbe a cambiare le caratteristiche positive che stanno alla base del *default waterfull* che ha reso le CCP stabili e resilienti nel tempo, introdurre la leva finanziaria nella governance e nella gestione del rischio di una CCP inoltre

[404] *European Association of CCP Clearing Houses Aisbl* (EACH), con sede a Bruxelles, è stata fondata nel 1992 e raggruppa 19 CCP europee operanti in 15 Stati membri differenti.

aumenterebbe i costi della compensazione centrale. Similarmente essa ha espresso la contrarietà alla creazione di un fondo europeo di risoluzione, alimentato dai contributi delle Controparti Centrali la cui gestione sarebbe affidata ad un'autorità europea, sulla scia di quanto fatto per le gli istituti creditizi e le imprese di investimento con la creazione del secondo pilastro dell'Unione bancaria, il *Single Resolution Mechanism* – SRM. Perché fondamentalmente non adeguato alle CCP, al loro modello di business, al modello di gestione del rischio, ampiamente inteso, pensato e contenuto nella infrastruttura creata per rendere possibile che i derivati OTC siano sempre più standardizzati e compensati centralmente. Già il fondo di garanzia interno parte integrante degli accordi di compensazione fra CCP e partecipati diretti e pilastro della gestione del rischio CCP agisce da meccanismo di mutualizzazione delle perdite che derivano dalla gestione del membro insolvente. Un fondo di risoluzione unico per le CCP potrebbe disincentivare le CCP a sviluppare e mantenere un adeguato meccanismo di gestione del rischio basato su specifiche procedure e incentivi Questi ultimi sarebbero sostanzialmente modificati nel caso di una previsione della ricapitalizzazione addizionale del fondo, che altro non sarebbe che un nuovo fondo di garanzia che determinerebbe un cambiamento nel controllo della Controparte Centrale[405].

Sulla stessa lunghezza d'onda, sia pure da un altro angolo visuale, e nel rispetto delle funzioni e quindi delle responsabilità, anche la posizione di talune autorità competenti nazionali. I regimi di risoluzione bancaria esistenti, che nella BRRD hanno il quadro giuridico relativo agli strumenti, secondo alcuni non sarebbero applicabili alla risoluzione delle CCP poiché nel caso specifico di queste ultime non si può applicare lo strumento del bail-in, poiché il capitale proprio della CCP è concepito come garanzia più che come risorsa e altri strumenti ancora sarebbero poco adatti per essere applicati. Altre regole relative alla allocazione delle perdite e di cessazione ordinata dell'attività (*wind down*) sono già presenti nei regimi nazionali (Francia ad esempio) ed applicabili. Così come sarebbero da evitare misure e strumenti pensati per le banche e previste

[405] EACH: An effective recovery ad resolution regime for CCPs Additional subjects to be considered, June 2015.

nella BRDD e nell'SRM, rispettivamente riguardanti il TLAC-MREL che sono giudicate inadeguate rispetto al business model tipico delle CCP, e l'introduzione di un Fondo europeo di risoluzione per le CCP, per ragioni tecniche, pratiche e anche politiche, poiché la creazione di un tale fondo implicherebbe individuare un'istituzione finanziaria europea che possa svolgere la funzione di prestatore di ultima istanza. Questa scelta, quantomeno nei Paesi membri dell'Eurozona significherebbe il coinvolgimento della BCE[406]. Per le CCP sarebbe il caso di andare più lontano dai regimi di risoluzione bancaria poiché molte di esse hanno un carattere sistemico, e per le CCP europee sarebbe opportuno focalizzarsi sull'attività transfrontaliera e su azioni di risoluzione che tengano conto di questa specificità e creare un quadro giuridico che sia basato su "*level playing field*" di modo che sia preservata una sana concorrenza tra le CCP con attività transfrontaliera[407].

Molte delle istanze espresse da autorità competenti nazionali che hanno focalizzato l'attenzione sulle questioni transfrontaliere sono state accolte nella proposta di regolamento della Commissione che si ispira agli Orientamenti della IOSCO.

Sia i "***Key Attributes"*** della OICV-IOSCO che la proposta di regolamento della Commissione focalizzano l'attenzione sulla necessità di una (maggiore) cooperazione fra differenti autorità (supervisione bancaria, autorità di mercato, autorità di risoluzione, banche centrali).

Anche l'industria bancaria europea attraverso la sua federazione europea (EBF), nel rispondere alla consultazione pubblica della Commissione prima della pubblicazione della proposta di regolamento non ha mancato di salutare positivamente l'introduzione di un regime europeo di risanamento e di risoluzione per le CCP, che secondo l'EBF dovrebbe essere flessibile e tener conto dei differenti modelli di business, di profili di

[406] Introdurre la previsione di un prestatore di ultima istanza è in contrasto con la posizione secondo cui la supervisione delle CCP, quantomeno di quelle con attività transfrontaliere, deve rimanere fondamentalmente un affare delle autorità nazionali coordinate dall'ESMA, in altri termini prevedere un'istituzione finanziaria con poteri di prestatore di ultima istanza porrebbe un problema di supervisione da accentrare nella BCE, similarmente con quanto avviene con le banche significative sotto la supervisione diretta dell'SSM).

[407] Blache, D., "Are CCP the new "To big to Fail", Intervention to: Risk Minds International Main Conference Amsterdam, 6th December 2017.

rischio delle CCP e della gestione del rischio che caratterizzano le CCP europee, un maggiore equilibrio fra partecipanti diretti e azionisti delle CCP, e una maggiore attenzione per i diritti e le obbligazioni dei clienti dei partecipanti diretti.

Nell'aprile del 2017 l'EBF ha reso noto le sue priorità[408] rispetto alla legislazione in itinere, di cui alcuni punti salienti: 1) gli scenari di risanamento e risoluzione avrebbero dovuto riflettere la diversità dei prodotti compensati, il livello di liquidità, tipologia dei partecipanti del mercato, i metodi di negoziazione in modo da allineare appropriati regimi di risoluzione, co il fine ultimo di evitare il fallimento della CCP. 2) Il successo delle procedure di risanamento e di risoluzione sarebbe dipeso dalla capacità di adattare i rispettivi regimi previsti alle specifiche CCP, rispettando obiettivi, criteri e strumenti previsti da questi regimi. 3) Una chiara distinzione fra perdite da insolvenza e perdite no dovute a insolvenza, con lo scopo ultimo che la regolamentazione deve chiarire che i partecipanti diretti non dovrebbero contribuire attraverso il *default waterfall* alle perdite incorse in uno scenario caratterizzato da non insolvenza. 4) Un intervento tempestivo da parte di un'autorità di risoluzione è giustificato solo a condizione che le misure di risanamento condotte dal regolamento non abbiano successo, le perdite siano insostenibili o possano esaurire le risorse finanziarie della CCP, o le condizioni estreme del mercato lo impongono. L'intervento dell'autorità di risoluzione dovrebbe essere soggetto ad adeguate salvaguardie, ad esempio garantendo che lo scenario di risoluzione adottato tenga debitamente conto degli interessi di tutte le parti interessate, tutte le perdite sono soggette ad adeguati massimali e il principio *No Creditor Worse Off* è rispettato. 5) Infine, il regime di risoluzione avrebbe dovuto fornire un quadro chiaro dettagliando le modalità di intervento delle autorità di vigilanza, in caso di difficoltà della CCP, come dovrebbero consultarsi, cooperare e coordinarsi a livello internazionale al fine di attenuare le perturbazioni dei mercati finanziari.

[408] EBF, https://www.ebf.eu/market-securities/central-counter-parties-recovery-and-resolution-ebf-comments-on-ec-proposal/ .

7.7.1 Articolazione del risanamento e della Risoluzione

Con l'avanzare della produzione di standard internazionali, successivamente trasposti nella legislazione europea si fa sempre più strada l'opinione secondo cui è importare che le CCP possano contare su piani di risanamento dettagliati e adeguati alle esigenze di intermediari sempre più importanti dal punto di vista della gestione del rischio sistemico. I quali prevedano appropriati strumenti di risanamento allo scopo di permettere loro di continuare a garantire lo svolgimento di funzioni critiche e quindi di servizi ai membri solventi della CCP, anche in uno scenario di crisi severa, senza il ricorso ai poteri di risoluzione da parte delle autorità competenti.

Perché ciò si realizzi è fondamentale che la stabilità della CCP sia garantita. Ciò dipende in primo luogo dall'introduzione e implementazione di un robusto quadro giuridico riguardante la gestione dei rischi che si creano all'interno delle CCP. Tutto ciò nell'Unione europea è già previsto dal Regolamento EMIR.

Le misure di risanamento intervengono ad integrazione del default waterfall, quando questo ha esaurito la sua missione e disponibilità e tuttavia le perdite risultati dall'inadempimento di uno o più partecipanti diretti non sono state completamente assorbite. In questo caso la CCP può adottare misure straordinarie allo scopo di ripianare le perdite e mantenere la continuità delle operazioni di compensazione. Queste misure sono conosciute come piano di risanamento. Cont[409] individua le seguenti misure: 1) Margini di variazione con scarti di garanzia, durante la fase di risanamento la CCP continua a raccogliere margini di variazione dai membri con una situazione di profitti e perdite negativa ma non li trasferisce interamente alle loro controparti, trattenendo una parte per la ricostituzione delle risorse; 2) Annullamento dei contratti (*tear-up of contracts*) in alcuni casi la CCP può decidere di chiudere (es. liquidare) alcune posizioni dei membri della CCP; 3) "scarti di garanzia iniziali": alcune proposte includono l'uso del margine iniziale dei membri non inadempienti come fonte di fondi per il recupero della CCP. Sull'uso di questi ultimi come risorsa di

[409] Cont, R., "The end of waterfall: default resources of central counterparties", Norge Bank Research, 16| 2015

liquidità esistono pareri discordanti, poiché benché depositati presso la CCP, possono essere utilizzati solo per coprire le perdite di questo membro. In ciò risiede la principale differenza fra margini iniziali e contributi al fondo di garanzia.

L'avvio di una fase di risanamento segnala la mancanza o l'insufficiente liquidità per la CCP. Le CCP sistematicamente importanti in questi casi possono rivolgersi alla Banca centrale e chiedere la liquidità di emergenza (*ELA).* Se la CCP e i suoi membri sono registrati in giurisdizioni diverse, può essere nell'interesse delle banche centrali delle giurisdizioni dei membri della compensazione contribuire indirettamente alla ricostituzione delle risorse di liquidità della CCP durante la fase di recupero fornendo linee di liquidità ai membri della compensazione registrati nella loro giurisdizione.

Qualora le risorse della CCP siano esaurite e le misure di risanamento non hanno sortito gli effetti desiderati e la CCP non ha abbastanza risorse per assicurare la continuità dei servizi di compensazione, CCP può divenire insolvente e dare corso ad una procedura di insolvenza oppure di risoluzione nel caso in cui il mantenimento in vita dell'entità potrebbe rivelarsi impraticabile. Le autorità di risoluzione possono anche scegliere di attivare la risoluzione prima della fine del processo di risanamento, se ritengono che le disposizioni in materia di risanamento possano danneggiare i partecipanti diretti (non insolventi) o per motivi di stabilità finanziaria.

Cont(2017) nel dibattito sul quando dare corso alla risoluzione sostiene che ai fini della stabilità finanziaria una CCP non debba essere mantenuta in vita ad ogni costo, e preservare la continuità delle sue funzioni, risponde allo scopo di evitare l'instabilità finanziaria e salvaguardare il sistema finanziario. In alcuni scenari, la risoluzione di una CCP, sebbene non nell'interesse della CCP o dei suoi partecipanti diretti, può essere la soluzione migliore per la stabilità finanziaria rispetto al perseguimento di un piano di risanamento. L'autorità di risoluzione dovrebbe quindi avere il diritto di prevalere sugli accordi contrattuali e interrompere il processo di risanamento. La decisione dell'autorità di risoluzione dovrebbe basarsi su una valutazione delle perdite a livello di sistema in diversi scenari, comprese le ricadute sugli enti non membri

attraverso esposizioni dirette, la partecipazione comune tra le CCP, gli accordi a margine incrociato tra CCP o il rischio di vendite in caso di insolvenza.

Le CCP già con le regole vigenti sono state messe in condizione di potere di mettere in atto efficienti e dettagliati piani di risanamento come pure possono contare su accordi contrattuali e di specifiche procedure allo scopo di gestire conflitti d'interesse fra gli stakeholder.

Nel disegno di un piano di risanamento, è di fondamentale importanza coinvolgere gli stakeholder e in generale tutte le parti in causa che hanno un interesse nel supportare le perdite, al fine di garantire la continuità delle funzioni critiche della CCP e in ultima analisi il buon fine della compensazione da parte della CCP.

La CCP è tenuta a elaborare un piano di risanamento al fine di superare le difficoltà finanziarie. Il piano dovrebbe contemplare sia l'ipotesi di inadempimento di partecipanti diretti (ossia gli eventi di inadempimento) sia il materializzarsi di altri rischi e perdite. Le esatte situazioni in cui si dovrebbe attivare il piano non sarebbero stabilite per legge; piuttosto, è imposto alla CCP di definire indicatori adeguati che segnalino ai partecipanti diretti e alle autorità il verificarsi dell'evento attivatore. Il piano non dovrebbe presupporre alcun sostegno finanziario pubblico straordinario, ma dovrebbe indicare come possa essere ottenuto l'eventuale accesso a meccanismi della banca centrale a condizioni standard.

In conformità con gli orientamenti del CPMI/IOSCO, il piano dovrebbe essere completo, efficace, trasparente e misurabile e dovrebbe prevedere incentivi adeguati e minimizzare gli effetti negativi per tutti i portatori di interessi e per il sistema finanziario in generale. La CCP è libera di stabilire la gamma appropriata di opzioni e di strumenti di risanamento, fra cui strumenti per ribilanciare il portafoglio della CCP attraverso la rottura dei contratti, così che il contratto sia sciolto e gli utili e le perdite siano cristallizzate, e attraverso accordi volontari, come l'indizione di aste con i restanti partecipanti diretti perché si assumano volontariamente posizioni, o strumenti per raccogliere risorse supplementari ordinando ai partecipanti diretti di fornirle fino a un

massimale ("**richieste di liquidità**") e applicando uno scarto di garanzia ai pagamenti dovuti ai partecipanti diretti per l'ottenimento di un utile economico su un contratto in derivati ("**scarto di garanzia sul margine di variazione**"). Le CCP possono introdurre nel piano di risanamento **ulteriori opzioni** specifiche purché siano specificate nel piano di risanamento, così da accrescerne l'efficacia. Le modalità concordate tra la CCP e i suoi partecipanti diretti che, in caso di attivazione, saranno quindi vincolanti per il partecipante diretto o lo impegneranno ad agire in conformità al regolamento operativo prestabilito a prescindere dalla giurisdizione in cui è basato.

Il partecipante diretto è tenuto a informare esaurientemente il cliente sul modo in cui prevede di trasmettergli le perdite o i costi derivanti dal fatto che la CCP abbia attivato strumenti di risanamento.

L'autorità competente della CCP deve verificare il piano di risanamento, associando al processo il collegio istituito a norma dell'EMIR (articolo 48: "Procedure in caso di inadempimento") dati i possibili effetti del piano sui partecipanti diretti e su altri portatori di interessi. La valutazione dell'adeguatezza del piano, ad esempio, dovrebbe essere oggetto di una decisione congiunta del collegio.

7.7.2 La Risoluzione delle Controparti Centrali

Coeuré (2018) individua alcune possibili soluzioni per accrescere la capacità di risoluzione di una CCP: 1) la prima consisterebbe nell'aumentare l'importo del capitale regolamentare detenuto dalle CCP e nell'accantonare esplicitamente una quota di tale capitale quale mezzo per ricapitalizzare una nuova entità in uno scenario di risoluzione. Tuttavia non sarebbe opportuno fare affidamento unicamente alle CCP, per aumentare il loro capitale regolamentare. Le CCP dovrebbero fornire un contributo proporzionale al processo di risoluzione, ma non dovrebbero sostenere tutti i costi. 2) Una seconda opzione politica potrebbe essere quella di utilizzare la riduzione iniziale dei margini come mezzo per finanziare il processo di risoluzione e istituire una nuova CCP. Se da un lato fornirebbe alle CCP risorse significative, mutualizzate nell'insieme dei

partecipanti diretti, e potrebbe fornire una base per il rilancio di una CCP redditizia con un certo grado di certezza sulla ripartizione delle perdite. Questa soluzione implicherebbe anche un cambiamento significativo nel modo in cui i partecipanti diretti comprendono le loro passività nei confronti della CCP– in effetti, in alcune giurisdizioni, il margine iniziale non può essere utilizzato in una situazione di inadempimento. Sarebbe difficile prevedere i potenziali effetti pro-ciclici derivanti da questo strumento, nonché gli effetti sugli incentivi per i membri a partecipare alla compensazione centrale. 3) Una terza opzione consisterebbe nell'istituire un fondo di risoluzione incrociato tra CCP, molto simile alla *Federal Deposit Insurance Corporation* o al meccanismo di risoluzione unico recentemente istituito per le banche in Europa. Tale soluzione implicherebbe la soluzione di un problema molto importante rappresentato dal fondo di risoluzione, che dovrebbe essere transnazionale, dovrebbe essere finanziato dall'industria così come avviene per le banche e la cui mutualizzazione richiederebbe tempo. Tuttavia, secondo Coeuré potrebbe anche essere finanziato da altre parti interessate beneficiari (direttamente o indirettamente) dei servizi di gestione del rischio forniti dalle CCP. Una soluzione, tuttavia, scarsamente sostenuta e verso cui la contrarietà dell'industria era del tutto palese. Infine, 4) Un'ultima opzione sarebbe potuta consistere nell'istituire per ciascuna CCP un proprio fondo di ricapitalizzazione dedicato, finanziato principalmente dai partecipanti diretti, con un contributo proporzionale della CCP stessa. Il ricorso a questo fondo di ricapitalizzazione creerebbe certamente molte sfide. L'autorità di risoluzione deve essere in grado di individuare alcuni servizi di compensazione ancora vitali, che devono essere isolati dalle perdite che colpiscono i servizi di compensazione non redditizi. Tuttavia, qualora si vuole andare nella direzione di nuovi requisiti per la risoluzione delle CCP, secondo Coeuré questa potrebbe essere una strada promettente da esplorare[410].

[410] Coeuré, (B.), Panel intervention by Benoit Coeuré, Member of the Executive Board of the ECB, at the ILF Conference on « Resolution in the Europe: the unresolved questions », Frankfurt am Main, 23 April 2018.

Uno degli aspetti più importanti della risoluzione riguarda la risolvibilità della entità che si vuole risolvere, ovvero se le sue attività redditizie possono essere separate da quelle non redditizie e trasferite ad un'altra CCP. In effetti, il successo di un processo di risoluzione dipenderà non solo dal fatto che la CCP disponga di risorse adeguate, fatto molto importante, ma anche dal fatto che sia effettivamente risolvibile. Ciò dipenderà in larga misura dal funzionamento e dalla governance della CCP da risolvere, ad esempio, se le sue attività di compensazione redditizie sono isolate dalle perdite da quelle non redditizie mediante silos separati per la gestione degli inadempimenti. Dipenderà anche se le posizioni della CCP soggette a risoluzione possano essere trasferite con successo ad un altro soggetto in modo sicuro e tempestivo, tramite un collegamento di interoperabilità o altri mezzi. Un ulteriore aspetto da valutare in questo caso riguarda i mezzi per facilitare la portabilità delle posizioni attraverso giurisdizioni.

Un'altra questione da considerare è la misura secondo cui le autorità di risoluzione dovrebbero essere in grado di imporre una sospensione temporanea dei diritti di risoluzione anticipata per i partecipanti alla CCP, che di norma può essere attivata al momento dell'ingresso della CCP nella risoluzione. L'entrata in risoluzione è strettamente collegata alla risoluzione di alcuni scenari: il primo riguarda lo scenario cosiddetto "*default losses*" in cui sono due grandi CCP di natura sistemica e globale a fallire, uno scenario estremo che per grandezza di numeri sarebbe destinato a fallire, in contrapposizione scenari "*non default losses*", i cui più eventi concomitanti si realizzano nello stesso arco di tempo e riguardano oltre a problemi che possono riguardare da vicino le attività di una o più CCP (perdite derivanti da di investimenti di margini, carenza di liquidità dovuta all'inadempimento di un partecipante diretto, rischi operativi non più adeguatamente gestiti) e dal fallimento di piattaforme di custodia e di regolamento dei contratti, fallimento di una banca di regolamento oppure da azioni provocate da eventi terze parti.

Un altro problema riguarda gli obiettivi che possono giustificare l'intervento dell'autorità di risoluzione. I Principi fondamentali per le Infrastrutture di mercato

stabiliscono in un allegato che un regime di risoluzione deve perseguire i seguenti obiettivi: 1) garantire la stabilità finanziaria; 2) garantire la continuità delle funzioni critiche della IFM, attraverso il ristabilimento della sua capacità di svolgere le funzioni in modo continuativo in regime di continuità aziendale assicurando l'esecuzione delle sue funzioni attraverso un'altra entità o in accordo con la liquidazione ordinata della infrastruttura di mercato in risoluzione, e infine 3) senza il contributo pubblico alle perdite.

7.7.3. Piani di Risoluzione e valutazione della risolvibilità

Innanzitutto la competenza a predisporre i piani di risoluzione è riconosciuta all'autorità di risoluzione, che è tenuta a predisporre un piano di risoluzione da attivare in caso di dissesto della CCP per ristrutturarla e assicurare la continuità delle sue funzioni essenziali. Il piano di risoluzione dovrebbe contemplare: sia gli eventi di inadempimento, 2) sia altre ipotesi (eventi diversi dall'inadempimento), e di base non può prevedere alcun sostegno finanziario pubblico straordinario oltre all'accesso a meccanismi della banca centrale a condizioni standard. Il piano dovrebbe definire i poteri e gli strumenti di risoluzione che l'autorità eserciterebbe o attiverebbe quando la CCP presenta i presupposti per la risoluzione, sempre intervenendo in modo proporzionato e tenendo pienamente conto del modello aziendale, della quota di mercato e della rilevanza sistemica della CCP, sia nella giurisdizione in cui è stabilita sia negli altri Stati membri e nei paesi terzi. Il piano non è vincolante, ma l'autorità dovrebbe motivare adeguatamente qualsiasi scostamento da esso al momento della risoluzione[411].

Preliminare all'attivazione dei poteri di risoluzione è la valutazione della risolvibilità della CCP unitamente alla eliminazione degli impedimenti che la ostacolano. L'autorità di risoluzione dovrebbe avere di conseguenza il potere di ordinare alla CCP,

[411] Commissione europea, "Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo a un quadro di risanamento e risoluzione delle controparti centrali e recante modifica dei regolamenti (UE) n. 1095/2010, (UE) n. 648/2012 e (UE) 2015/2365, COM (2016) 856 definitivo, del 28.11.2016.

ad esempio, di modificare determinate pratiche di condotta degli affari ovvero la struttura giuridica o operativa, di rivedere gli accordi infragruppo che potrebbero ostacolare la risoluzione o di incrementare, in singoli casi, le risorse prefinanziate atte ad assorbire le perdite.

Perché la risoluzione possa essere attivata è necessario che la CCP si verifichi la situazione in cui la CCP è in dissesto o a rischio di dissesto, e soprattutto quando nessun'alternativa del settore privato è in grado di evitarne il dissesto e se questo metterebbe a repentaglio l'interesse pubblico e la stabilità finanziaria. In linea con gli orientamenti del documento "***Key Attributes of Effective Resolution Regimes***" (caratteristiche essenziali dei regimi efficaci di risoluzione) dell'FSB, la CCP potrebbe essere posta in risoluzione anche se, pur non sussistendo tutti i presupposti citati, l'applicazione di ulteriori provvedimenti di risanamento da parte della CCP potrebbe sì evitarne il dissesto, ma rischierebbe di compromettere la stabilità finanziaria. Ad eccezione di situazioni estremamente specifiche, la CCP dovrebbe essere quindi considerata in dissesto o a rischio di dissesto se necessita di sostegno finanziario pubblico straordinario.

7.7.4. Strumenti e poteri di risoluzione

La proposta della Commissione (art.27) prevede questi strumenti di risoluzione:

- **Strumenti di allocazione delle posizioni e delle perdite**, che possono essere attivati allo scopo di coprire le perdite della CCP, previa valutazione delle stesse, rimettere la CCP in condizione di adempiere gli obblighi di pagamento in scadenza, sostenere la cessione dell'attività della CCP a un terzo solvente tramite lo strumento della vendita dell'impresa. Nell'ambito di questo strumento, il PE nella sua posizione ha inserito anche il ribilanciamento di un portafoglio e il ribilanciamento di un portafoglio fornendo alla CCP fondi per fare fronte ad un'offerta d'asta che consenta alla CCP di allocare le posizioni inadempienti o effettuare pagamenti per i contratti cessati (art 29).

- **Strumento della riduzione e conversione**, l'autorità di risoluzione può cessare tutti o parte dei contratti seguenti: a) contratti dei partecipanti diretti inadempienti; b) contratti del servizio di compensazione o della classe di attività interessati; c) contratti della CCP in risoluzione.
- Strumento della vendita dell'attività dell'impresa, l'autorità di risoluzione può procedere alla vendita, ad un ente terzo diverso dall'ente ponte: le partecipazioni della CCP in risoluzione, le attività, i diritti, obblighi o passività della CCP in risoluzione.
- **Strumento della CCP-ponte**, l'autorità di risoluzione può cedere a una CCP-ponte: partecipazioni emesse dalla CCP in risoluzione, 2) attività, diritti e obblighi o passività della CCP in risoluzione
- Altro strumento conforme agli articoli 21-23 della proposta di regolamento, si tratta di altre modalità di finanziamento alternativo che prevedono l'intervento pubblico attraverso l'attivazione di strumenti pubblici di stabilizzazione finanziaria, il cui ricorso è possibile soltanto se esistono alcuni presupposti di fondo: il sostegno finanziario è necessario per conseguire gli obiettivi della risoluzione; costituisce una soluzione di ultima istanza dopo aver valutato l'utilizzo di tutti gli altri strumenti, il sostegno finanziario pubblico è conforme alla disciplina comunitaria sugli aiuti di Stato e con la preventiva autorizzazione della Commissione europea. Tra di essi si riscontriamo: 1) lo strumento pubblico di sostegno al capitale (art. 46); e 2) lo strumento della proprietà pubblica temporanea. L'autorità di risoluzione, attiva questi strumenti solitamente in caso di crisi sistemica.
- **Strumento pubblico di sostegno al capitale**: ai fini della ricapitalizzazione della CCP;
- **Strumento della proprietà pubblica temporanea:** la CCP piò essere assoggettata a proprietà pubblica in via temporanea con lo scopo di cedere uno o più ordini di trasferimento di partecipazioni a un cessionario che può essere u soggetto designato dallo Stato membro oppure una società interamente di proprietà dello Stato membro.

La proposta della Commissione riconosce all'autorità di risoluzione poteri generali necessari per l'attivazione efficace degli strumenti di risoluzione e poteri accessori tra cui: dichiarare estinti i diritti ad acquisire ulteriori partecipazioni, prevedere che l'acquirente della CCP-ponte sia trattato alla stregua della CCP in risoluzione per tutti i suoi diritti ed obblighi.

7. 8. Elementi distintivi della Posizione del Parlamento europeo

Il Parlamento europeo, ha prestato sin dall'inizio molta attenzione alla creazione di un quadro europeo per il risanamento e la risoluzione delle Controparti Centrali, e grazie ad una visione pressoché omogenea fra i gruppi politici, la commissione parlamentare ECON, competente nel merito, aveva adottato, con una vastissima maggioranza che rasentava l'unanimità, la relazione già il 24 gennaio 2018. Il PE sarebbe stato pronto ad iniziare i negoziati, ma nel Consiglio vi erano forti divergenze e il testo del PE all'epoca era quanto mai distante. Con l'approssimarsi della fine dell'VIII legislatura del PE, la coordinatrice in Commissione ECON del Gruppo S&D, in una lettera alla presidenza dell'UE pro-tempore a fine ottobre 2018 chiedeva ai ministri competenti della Presidenza Austriaca dell'UE di considerare l'urgenza di alcuni dossier che al momento registravano una situazione di stallo, a causa delle divisioni presenti nel Consiglio, e tra questi rientrava per l'appunto il regolamento sulla creazione di un quadro per il risanamento e risoluzione delle CCP, e di fare del meglio per pervenire ad un accordo in seno al Consiglio per poter iniziare i negoziati con il Parlamento europeo. "*L'innovazione del mercato e la Brexit richiedono una rapida revisione del quadro generale per il post-trading. Le controparti centrali di compensazione (CCP) registrano una percentuale più elevata di operazioni rispetto alle controparti finanziarie. Di conseguenza, in queste entità finanziarie di concentrano sempre più i rischi di credito, di liquidità e operativi; e sono diventate, per tali motivi, potenziali fonti di rischio sistemico. Il Regolamento sul risanamento e la risoluzione delle controparti centrali affronta specificamente questo rischio. In questa materia, EMIR*

2.2 e la modifica dell'articolo 22 dello statuto della BCE sono aspetti fondamentali del quadro di riferimento per le CCP, i paesi terzi e il ruolo della BCE"[412].

La modifica dell'articolo 22 dello Statuto della BCE, che avrebbe dato alla Banca Centrale Europea poteri sufficienti per prevenire e gestire eventuali crisi future in questa importantissima area delle infrastrutture di mercato al di fuori e all'interno dell'Unione, ha riscontrato l'opposizione ferma di alcuni Stati membri all'interno del Consiglio e ciò ha impedito all'UE di dotare la BCE di questi poteri, come la stessa aveva richiesto con parere molto circostanziato. Nel PE la maggioranza dei parlamentari erano nettamente in favore di un rafforzamento dei poteri della BCE sulle CCP all'interno dell'Unione e con i paesi terzi.

Dato questo ritiro, il PE ha deciso di approvare rapidamente la regolamentazione europea delle infrastrutture di mercato (EMIR) 2.2 senza modifiche sostanziali al fine di rafforzare gli strumenti a disposizione dell'UE nel quadro normativo e di vigilanza delle CCP dell'UE e dei paesi terzi.

Nel corso della plenaria di marzo 2019, in prossimità della fine della legislatura il PE adottò la posizione[413] e il mandato per il negoziato con il Consiglio.

La posizione del Parlamento europeo definita in prima lettura secondo la procedura legislativa ordinaria ha modificato la proposta della Commissione come segue:.

Autorità e collegi di risoluzione. Gli Stati membri in cui è stabilita una CCP dovrebbero designare e quelli in cui non è stabilita una CCP potrebbero designare un'autorità di risoluzione autorizzata ad applicare gli strumenti di risoluzione e ad

---

[412] Beres, P. Letter to Austrian Presidencey of the EU, 28 October 2018, consultabile al seguente link: http://www.pervencheberes.fr/wp-content/uploads/2018/10/ECON-priorities-SD-25.10.18-VF-002.pdf

[413] Parlamento Europeo, P8_TA(2019)0300 Quadro per il risanamento e la risoluzione delle controparti centrali ***I

Risoluzione legislativa del Parlamento europeo del 27 marzo 2019 sulla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo a un quadro di risanamento e risoluzione delle controparti centrali e recante modifica dei regolamenti (UE) n. 1095/2010, (UE) n. 648/2012 e (UE) 2015/2365 (COM(2016)0856 – C8-0484/2016 – 2016/0365(COD)) Consultabile al seguente link: : https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-8-2019-0300_IT.html .

esercitare i poteri di risoluzione definiti nel regolamento. Qualora un'autorità di risoluzione designata abbia altre funzioni, dovrebbe essere garantita l'effettiva indipendenza operativa di tale autorità di risoluzione. Le autorità competenti, le autorità di risoluzione e l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) coopererebbero per elaborare, pianificare e, per quanto possibile, applicare le decisioni di risoluzione. L'ESMA valuterebbe l'effetto complessivo degli schemi di risanamento e di risoluzione delle CCP sulla stabilità finanziaria in tutta l'Unione mediante prove di stress e prove di stress periodiche.

Pianificazione del risanamento. Le CCP dovrebbero elaborare e mantenere aggiornato un piano in cui siano riportati:

- una sintesi degli elementi essenziali del piano e una sintesi della capacità di risanamento globale;
- un piano di comunicazione e informazione che descriva il modo in cui la CCP intende gestire eventuali reazioni negative del mercato intervenendo nel modo più trasparente possibile;
- una gamma completa di misure, relative al capitale, alla ripartizione delle perdite o alla liquidità, necessarie per mantenere o ripristinare la redditività e la situazione finanziaria della CCP;
- condizioni e procedure per garantire la rapida attuazione delle misure di risanamento e un'ampia gamma di opzioni di risanamento, compreso un calendario stimato per l'attuazione di ciascun aspetto del piano;
- un censimento delle funzioni critiche;
- una descrizione dettagliata di come la pianificazione del risanamento è integrata nella struttura di governance della CCP;
- disposizioni e misure per garantire che la CCP abbia accesso sufficiente alle fonti di finanziamento di emergenza;
- disposizioni e misure per i) ridurre i rischi, ii) ristrutturare i contratti, i diritti, le attività e le passività, iii) ristrutturare le linee di business, iv) garantire un accesso

permanente alle infrastrutture dei mercati finanziari, v) assicurare la continuità dei processi operativi della controparte centrale, compresi l'infrastruttura e i servizi informatici.

I piani di risanamento dovrebbero prevedere una serie di scenari estremi, comprendenti sia le situazioni di stress sistemico che le situazioni di stress specifiche della CCP, tenendo conto delle possibili ripercussioni di un contagio nazionale e transfrontaliero in caso di crisi, nonché delle crisi simultanee in diversi mercati importanti.

Piani di risoluzione

- L'autorità di risoluzione della controparte centrale, previa consultazione dell'autorità competente e dell'AESFEM e in coordinamento con il collegio di risoluzione, dovrebbe elaborare un piano di risoluzione per ciascuna controparte centrale.
- Tali piani dovrebbero tener conto dell'inadempimento della CCP dovuto all'inadempimento, a un evento diverso dall'inadempimento, all'instabilità finanziaria generale o ad eventi di portata sistemica e non dovrebbero basarsi su alcun sostegno finanziario pubblico. I piani dovrebbero distinguere chiaramente gli scenari in funzione delle circostanze.
- L'autorità di risoluzione avrebbe il potere di rivedere o modificare le norme di funzionamento della controparte centrale, comprese le modalità di partecipazione, qualora tali modifiche siano necessarie per rimuovere gli ostacoli alla possibilità di risoluzione.

Intervento precoce. Qualora una CCP violi o rischi, in un prossimo futuro, di violare i requisiti del regolamento (UE) 648/2012, o rappresenti un rischio per la stabilità finanziaria del sistema finanziario mondiale o del sistema finanziario dell'Unione, le autorità competenti disporrebbero di poteri specifici per intervenire nelle attività delle controparti centrali prima che raggiungano la soglia di inadempimento.

I diritti di intervento precoce dovrebbero includere:

- il potere di limitare o vietare qualsiasi remunerazione dei fondi propri e dei titoli registrati come fondi propri, per quanto possibile e senza innescare alcun default, compresi i dividendi e i riacquisti da parte della CCP;
- consentire di limitare, vietare o congelare il pagamento di una remunerazione variabile a norma della direttiva 2013/36/UE, nonché di prestazioni pensionistiche discrezionali e indennità di licenziamento.
- Sanzioni amministrative e altre misure amministrative
- Fatto salvo il diritto degli Stati membri di prevedere e imporre sanzioni penali, gli Stati membri dovrebbero stabilire norme relative alle sanzioni amministrative e ad altre misure amministrative applicabili in caso di violazione delle disposizioni del regolamento.
- I poteri di infliggere sanzioni amministrative sarebbero attribuiti alle autorità di risoluzione o, se distinte, alle autorità competenti, in funzione del tipo di infrazione.
- Gli Stati membri dovrebbero garantire che le autorità di risoluzione e le autorità competenti pubblichino sul loro sito web ufficiale almeno le sanzioni amministrative da esse irrogate in caso di violazione delle disposizioni del regolamento quando le sanzioni non sono stati oggetto di ricorso o quando i mezzi di ricorso sono stati esauriti.

Sulla base di questa posizione fortemente sostenuta da tutto il PE, veniva conferito il mandato a negoziare con il Consiglio, che è iniziato soltanto nella seconda metà di gennaio 2020, quasi subito bloccato dall'emergenza dovuta alla pandemia del COVID-19. Con la ripresa dei lavori, sia pure ancora in modo inconsueto e con l'impegno della presidenza croata di addivenire ad un compromesso fra i co-legislatori, questo è stato finalmente raggiunto il 23 giugno 2020. Al momento, non è ancora disponibile il testo finale. Nondimeno i punti chiave di questo accordo, allo stato attuale di massima, sono chiari e verranno enucleati a margine del capitolo.

7.9. "*Il General Approach*" del Consiglio dell'Unione Europea

Il 4 Dicembre 2019, dopo lunghi e serrati negoziati fra gli Stati membri, il Coreper (Comitato dei Rappresentanti Permanenti dell'UE) ha approvato la posizione del Consiglio su una proposta di quadro per consentire alle stanze di compensazione e alle loro autorità di prepararsi alle difficoltà finanziarie e farvi fronte, e invitato la presidenza di turno finlandese, e a seguire quella croata dell'UE ad avviare quanto prima i negoziati con il Parlamento europeo.

Il Consiglio nella sua posizione conferma l'importanza di dotare l'UE di un quadro giuridico europeo mirante a fornire alle autorità nazionali strumenti adeguati a gestire le crisi e le situazioni che comportano il dissesto delle controparti centrali (CCP). Queste norme, pur con le specificità del caso, si basano sugli stessi principi del quadro di risanamento e risoluzione applicabile alle banche, e nello specifico mirano a preservare le funzioni essenziali delle stanze di compensazione, mantenere la stabilità finanziaria ed evitare che i contribuenti sostengano i costi associati alla ristrutturazione e alla risoluzione delle stanze di compensazione in dissesto.

Il Consiglio condivide l'approccio di fondo della Commissione alla base della proposta di regolamento e rispetto alla necessità di tenere conto della natura mondiale e sistemica delle CCP, di molte di esse. Prevede uno stretto coordinamento tra le autorità nazionali nell'ambito dei "**collegi di risoluzione**" al fine di garantire che le azioni di risoluzione siano applicate in modo coerente, tenendo conto dell'impatto sulle parti interessate e sulla stabilità finanziaria.

La posizione del Consiglio definisce un approccio in 3 fasi[414]:

- innanzitutto, il quadro sarà basato sulla **prevenzione** e sulla **preparazione**. Le CCP e le autorità di risoluzione sono tenute a elaborare piani di risanamento e di

[414] EU Council: Presidency compromise text for a mandate for negotiations with the European Parliament on: Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on a framework for the recovery and resolution of central counterparties, Brussels, 27 November 2019, il testo è stato formalmente adottato il 4 Dicembre 2019 dal COREPER del Consiglio dell'Unione Europea, disponibile al seguente link: https://www.consilium.europa.eu/media/41614/st14540-ad01-en19.pdf.

risoluzione che permettano a una CCP di sormontare le difficoltà finanziarie che superano le risorse di cui dispone. Se le autorità di risoluzione individuano ostacoli alla risolvibilità nel corso del processo di pianificazione, possono imporre a una CCP di adottare le misure opportune;

- le autorità di vigilanza hanno la possibilità di **intervenire in una fase precoce**, ossia prima che i problemi diventino critici e la situazione finanziaria si deteriori irrimediabilmente. Per esempio, possono imporre alla CCP di prevedere azioni specifiche nel suo piano di risanamento o di apportare modifiche alla sua strategia aziendale o alla sua struttura giuridica o operativa;
- infine, nell'improbabile caso di un dissesto di una CCP, le autorità nazionali possono utilizzare **strumenti di risoluzione**, che includono il ricorso alla riduzione delle partecipazioni, richieste di liquidità ai partecipanti diretti, la vendita della CCP o di rami della sua attività o la creazione di una CCP-ponte. Se in alcuni casi limitati può essere fornito, in ultima istanza, un sostegno pubblico straordinario, l'obiettivo delle azioni di risoluzione è ridurre al minimo la misura in cui il costo del dissesto della CCP è a carico dei contribuenti, garantendo al contempo che gli azionisti sostengano una quota adeguata delle perdite.

Tenuto conto degli importanti cambiamenti che il regolamento comporterà per l’industria delle controparti centrali, il Consiglio propone che il nuovo quadro si applichi due anni dopo la data di entrata in vigore del regolamento, in modo da consentire l'adozione di tutte le misure di attuazione nei tempi richiesti e permettere ai partecipanti al mercato di adottare le misure necessarie per conformarsi alle nuove norme.

7.10. Lineamenti del nuovo quadro europeo di risoluzione delle CCP (giugno 2020)

Sulla base del compromesso raggiunto tra i co-legislatori (giugno 2020), ecco una prima valutazione del contenuto, fermo restando che non disponiamo del testo finale poiché allo stato attuale il testo è in forma di bozza[415], di seguito qualche utile informazione sui restanti passaggi prima dell'approvazione finale da parte del PE in seduta plenaria (autunno 2020) e del Consiglio al primo Consiglio dell'UE utile. Dopodiché verrà pubblicato nella Gazzetta ufficiale e dopo venti giorni entrerà in vigore, secondo il calendario precisato nel testo.

Iniziando proprio dal calendario, a parte la formale entrata in vigore del regolamento dopo venti giorni dalla pubblicazione in Gazzetta Ufficiale delle Comunità Europee, il compromesso prevede che l'effettiva applicazione dopo 18 mesi dalla entrata in vigore del regolamento, in modo da consentire ai partecipanti al mercato di adeguarsi alle nuove norme. Inoltre, alle sedi di negoziazione e alle CCP che offrono attività di negoziazione e di compensazione di derivati negoziati in borsa è stato concesso un anno supplementare per iniziare ad applicare le regole in materia di libero accesso nel quadro della MiFIR.

L'accordo sul nuovo Regolamento volto a creare un quadro europeo per la gestione delle crisi e la risoluzione delle CCP si inserisce in un ampio ventaglio di riforme della regolazione finanziaria che hanno di recente interessato il Regolamento EMIR, colmando quel vuoto che si era venuto a creare allorquando era stato creato il meccanismo di risoluzione per le istituzioni bancarie e le imprese d'investimento (con il Regolamento SMR e la BRRD).

[415] Solitamente in questi casi bisogna attendere qualche settimana poiché il testo deve essere revisionato dai giuristi linguisti., o può necessitare ancora di negoziati tecnici per arrivare ad un testo che rispetti concordanze, soprattutto quando si tratta di testi molto tecnici. Una volta superato questo controllo, il testo del compromesso dovrà essere approvato dalla commissione ECON sotto forma di un unico emendamento presentato dal Presidente della Commissione, competente nel fondo. Dopodiché il testo è pronto per la plenaria, che teoricamente consente ancora di apportare modifiche attraverso emendamenti da parte dei gruppi politici oppure da un certo numero di deputati e secondo delle soglie precise. Solitamente il testo, frutto dei negoziati interistituzionali, non viene sottoposto ad emendamenti dai gruppi politici che hanno sostenuto il compromesso. Questo vanifica l'esito finale degli emendamenti.

A distanza di circa quattro anni dalla presentazione della proposta di regolamento da parte della Commissione europea, un altro importante tassello si aggiunge alla legislazione finanziaria dell'Unione europea, che crea un quadro europeo armonizzato di regole riguardanti la gestione delle crisi delle Controparti centrali e la risoluzione.

Il nuovo regolamento prende in considerazione la natura sistemica delle CCP introducendo strumenti e poteri di risoluzione e permetterà un'importante e stretto coordinamento fra le autorità nazionali nell'ambito dei "collegi nazionali di risoluzione" e l'autorità di risoluzione.

Nel momento in cui questa ricerca viene portata a termine, non sono pubblici i documenti relativi all'accordo, disponiamo di poche fonti riconducibili essenzialmente a comunicati stampa delle istituzioni e poco altro.

Da quanto emerge dai documenti questo compromesso è stato raggiunto su tre punti principali che rispecchiano ad un tempo le difficoltà per raggiungere l'accordo e l'importanza del risultato finale. Prima di analizzare gli elementi qualificanti e innovativi del nuovo regolamento, è utile fare il punto della situazione sugli strumenti e risorse previste dal regolamento EMIR nella sua versione iniziale del 2012. EMIR non aveva affrontato il tema della creazione di un quadro europeo per la risoluzione delle CCP, ma nel regolamento erano già presenti regole riguardanti l'assorbimento delle perdite e un meccanismo "***default waterfall***" che le CCP nel frattempo hanno implementato.

Brevemente ricordiamo che elementi essenziali di questo meccanismo erano:

- I contributi del partecipanti diretti insolventi della CCP sotto forma di margini iniziali;
- I contributi del partecipante insolvente al fondo di garanzia;
- le risorse proprie della CCP (*Skin-In-The-Game*);
- contributi prefinanziati di fondi aggiuntivi da parte di membri non insolventi,
- contributi addizionali di fondi forniti da partecipanti diretti non inadempienti; (strumenti di recupero), capitale e capitale di CCP rimanenti;

- Risorse proprie e capitale proprio della CCP rimanente.

Questo meccanismo che si basava essenzialmente sui seguenti elementi:

- Tre tipi di risorse finanziarie:
  1) risorse riconducibili al partecipante diretto;
  2) risorse prefinanziate; e
  3) risorse mutualizzate;
- Condivisone di perdite prefinanziate (risorse mutualizzate) e condivisione di perdite non prefinanziate

Questo meccanismo, pur importante, è basato su una partecipazione impegnativa alle perdite della CCP per la parte restante delle stesse non coperte dai margini del partecipante diretto inadempiente.
Gli strumenti di risanamento, e soprattutto le risorse finanziarie per affrontare il default di un membro della CCP, per quanto previsti e riconducibili ai fondi aggiuntivi forniti dai membri della CCP non inadempienti, e per quanto importanti, non erano sufficienti.

Questo meccanismo ha condotto, come abbiamo visto, all'esistenza di regimi di risoluzione nazionali differenti da uno Stato membro ad un altro, o addirittura mancanti, come in molti Stati membri.

Ciò di cui fino ad ora l'Unione europea era sprovvisto riguardava la mancanza di un approccio integrato alla risoluzione delle CCP, basato su:

- Preparazione e prevenzione;
- Intervento precoce;
- Poteri e strumenti di risoluzione e quindi di una autorità di risoluzione europea competente a gestire la risoluzione.

L'accordo raggiunto fra i co-legislatori si basa sui seguenti elementi principali:

1) un sistema armonizzato di **gestione del rischio**, volto a consentire alle controparti centrali in difficoltà di continuare a prestare servizi di compensazione riducendo

al minimo il rischio di un intervento pubblico per doverle salvare e preservando la stabilità finanziaria.

Riduzione delle probabilità di dissesto delle CCP attraverso la introduzione di **efficaci incentivi** per una corretta gestione dei rischi; come ad esempio l'introduzione, su proposta del PE di vietare o restringere la distribuzione dei dividendi, i riacquisti e le remunerazioni variabili durante la fase di risanamento e in caso di intervento precoce, nell'ambito di un quadro regolamentare che l'ESMA dovrà predisporre, nei mesi a venire.

La natura sistemica delle CCP per la prima volta viene presa in considerazione, prevedendo uno stretto collegamento fra le autorità nazionali nell'ambito di "**collegi di risoluzione",** per permettere l'applicazione coerente **delle misure di risoluzione,** tenendo conto dei portatori d'interesse e della stabilità finanziaria.

2) Approccio integrato al risanamento e alla risoluzione delle CCP è basato su tre fasi:

- in primo luogo, **prevenzione e preparazione**: le CCP e le autorità di risoluzione dovranno elaborare piani di risanamento e di risoluzione che permettano alle CCP di superare le difficoltà finanziarie che vanno al di là delle risorse di cui dispongono. Se le autorità di risoluzione individuano ostacoli alla risolvibilità nel corso del processo di pianificazione della stessa, possono imporre a una CCP di adottare le misure opportune;
- in secondo luogo, le CCP possono adottare **piani di risanamento** conformemente ad alcuni indicatori di sostenibilità economica e sulla base del piano di risanamento predisposto. Questi comprendono richieste di liquidità ai partecipanti diretti non inadempienti, la riduzione del valore delle garanzie fornite quotidianamente alla CCP (i cosiddetti scarti di garanzia applicati agli utili derivanti dal margine di variazione) e l'utilizzo delle risorse proprie delle CCP. Inoltre, le autorità di vigilanza avranno la possibilità di **intervenire in una fase precoce**, ossia prima che i problemi diventino critici e la

situazione finanziaria si deteriori irrimediabilmente. Per esempio, potranno imporre alla CCP di prevedere azioni specifiche nel suo piano di risanamento o di apportare modifiche alla sua strategia aziendale o alla sua struttura giuridica o operativa

- infine, in **caso di dissesto** di una CCP, le autorità nazionali dello Stato dove è stabilita la CCP dovranno designare una o più autorità di risoluzione (banche centrali nazionali, ministeri competenti) che decidano che una **CCP è in dissesto o potrebbe fallire** e hanno il potere di applicare una combinazione degli **strumenti di risoluzione**. Quanto agli strumenti di risoluzione, le autorità di risoluzione avranno a disposizione un elenco di strumenti di risoluzione ben definito (come sostenuto fortemente dal PE) che include: richiesta di appelli in contanti (contributi aggiuntivi) ai membri non inadempienti due volte più grande del fondo di garanzia in caso di inadempimento , la (parziale) risoluzione dei contratti delle CCP, scarti di garanzia applicati agli utili derivanti dal margine di variazione, la riduzione del valore degli strumenti di capitale delle CCP, richieste di liquidità ai partecipanti diretti, la vendita della CCP o di rami della sua attività o la creazione di una CCP-ponte. Se in alcuni casi limitati può essere fornito, in ultima istanza, un sostegno pubblico straordinario, l'obiettivo delle azioni di risoluzione è ridurre al minimo la misura in cui il costo del dissesto della CCP è a carico dei contribuenti, garantendo al contempo che gli azionisti sostengano una quota adeguata delle perdite e che i fondi dei contribuenti siano recuperati nella misura del possibile.
- L'accordo comprende la creazione un nuovo meccanismo che rafforza le risorse non prefinanziate SiTG (*Skin-in-The-Game*), si tratta di una ***Second-Skin-In-The Game*** SSiTG prefinanziata nel livello 1, con un intervallo per l'importo della SSITG, da inquadrare nell'ambito di un mandato dell'ESMA, con i seguenti chiarimenti: che l'importo sarà calcolato sulla base del requisito patrimoniale basato sul rischio della

CCP, un elemento di proporzionalità che incide solo sulle piccolissime CCP locali,

- Si terrà conto di tale proporzionalità consentendo alle CCP di utilizzare la riserva di capitale del 10% (già investita in strumenti liquidi) per conformarsi al requisito di prefinanziamento (o parte di esso, a seconda delle dimensioni della SSITG che si applica a una specifica CCP).

3) I negoziatori hanno convenuto di distinguere tra un "***default event***" quando uno o più partecipanti diretti non adempiono ai loro obblighi finanziari e un **"*non-default event***" come un fallimento aziendale che comporta perdite. Essi chiedono alle controparti centrali di **elaborare piani completi** ed efficaci per trattare entrambi i casi. L'obiettivo principale di un piano di risanamento è che la CCP continui a svolgere le funzioni essenziali e a fornire servizi di compensazione senza alcun sostegno finanziario pubblico.
4) La risoluzione dovrebbe mirare a non far subire agli azionisti, creditori, partecipanti diretti e i clienti diretti della CCP perdite maggiori di quelle che avrebbero subito in caso di non intervento e insolvenza della CCP - sulla base del rispetto del principio "***No Creditor Worse Off***".
5) Maggiore tutela dei clienti indiretti. Inoltre, è stato convenuto che gli accordi contrattuali che consentono ai partecipanti diretti di trasferire le perdite sui loro clienti in caso di risoluzione dovrebbero includere anche, su una base equivalente e proporzionata, il diritto dei clienti a qualsiasi compensazione ricevuta dai partecipanti diretti. Tali disposizioni dovrebbero applicarsi anche ai clienti indiretti.

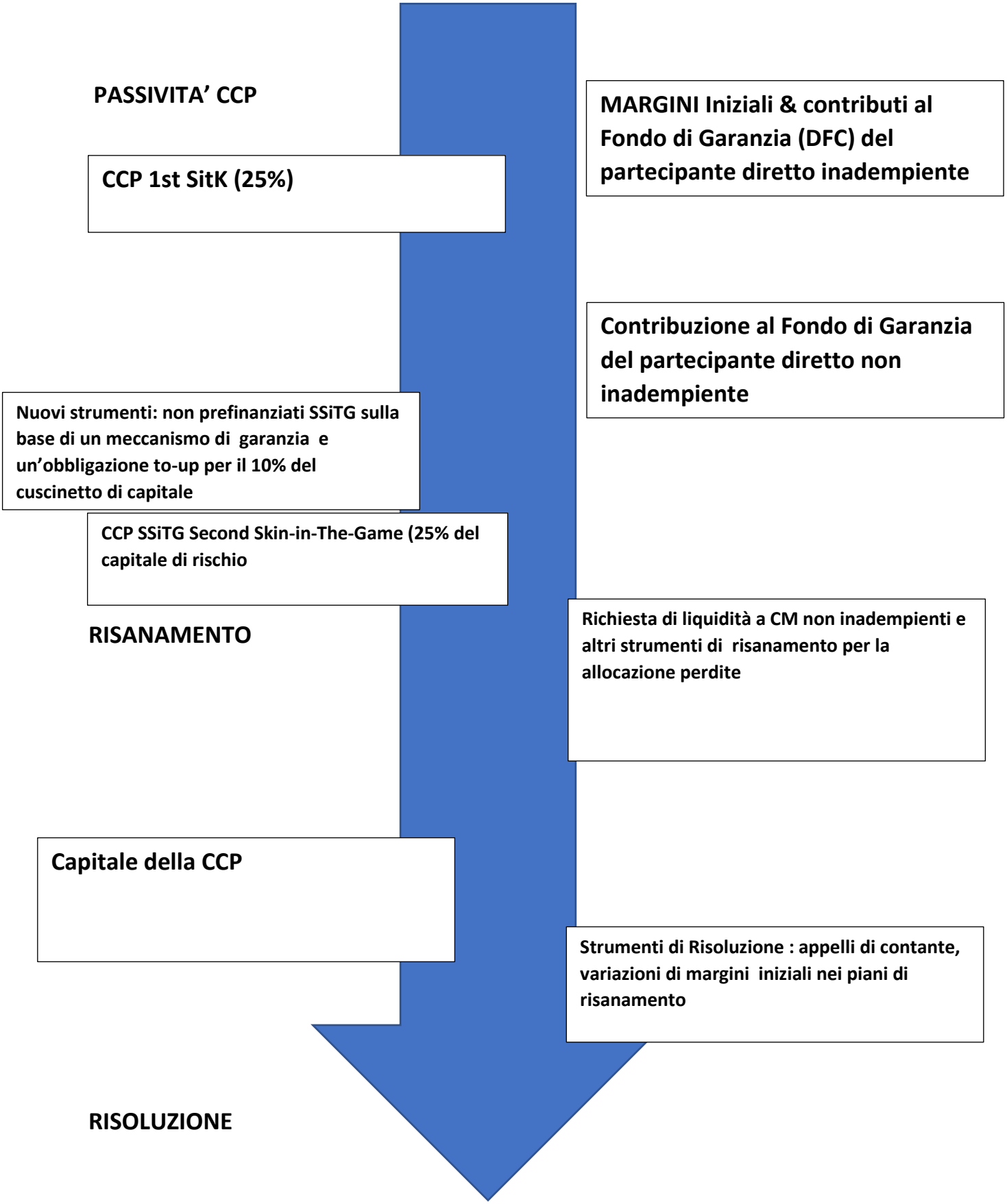
Inoltre, riguardo del rafforzamento dell'esistente ***Skin-in-The-Game*** non prefinanziato, attraverso una ***Second Skin-in-The Game*** i co-legislatori hanno deciso di introdurla per garantire che il capitale della CCP o i profitti futuri siano utilizzati responsabilmente per sostenere i costi in risoluzione nell'importo del 25% del capitale di base di rischio della CCP, e ciò per tenere conto delle problematiche relative alle

CCP più piccole, i cui requisiti di capitale basati sul rischio sono bassi rispetto al requisito di capitale iniziale di 7,5 milioni di EUR.

L'introduzione di nuovi ed efficaci incentivi per una corretta gestione del rischio per gli azionisti della CCP e la loro gestione, sono stati oggetto di contrasti con il Consiglio. Il Consiglio era contrario all'aumento dei requisiti patrimoniali delle controparti centrali, poiché avrebbe potuto apportare un potenziale danno alla competitività delle CCP UE, e nel lungo termine aumentare la dipendenza dell'UE dalle controparti centrali di paesi terzi e possibilmente anche dai membri di compensazione di paesi terzi per facilitare l'accesso alle banche dell'UE e ai loro clienti a servizi di compensazione. Ciò è dovuto al fatto che la seconda va oltre gli standard internazionali PFIM.
Nella rappresentazione grafica che segue è stato stilizzato un ipotetico default con relativo processo di risanamento e di risoluzione in cui si mettono in evidenza i nuovi strumenti e particolarmente come funzionerà nel processo di assorbimento delle perdite nella fase del risanamento il primo e il secondo (che è una novità) *Skin-in-The-Game*.

Da una prima valutazione è possibile affermare che pur con ritardo un altro importante tassello si aggiunge alla regolazione finanziaria europea, il quadro europeo per la risoluzione delle CCP renderà le controparti centrali più sicure e dotate di strumenti per gestire il rischio sistemico che potrebbe derivare dal loro eventuale dissesto.

IPOTETICO DEFAULT & PROCESSO DI RISANAMENTO E RISOLUZIONE



Conclusioni

Fino agli anni Novanta del secolo scorso, l'UE ha sostanzialmente mostrato una mancanza di capacità regolatoria dei mercati finanziari, ciò a causa dell'atteggiamento degli Stati membri principali, fondamentalmente riconducibile ad un atteggiamento protezionistico della propria industria finanziaria. Si dovette attendere la riforma proposta del gruppo di lavoro della Commissione guidato dal barone Lamfalussy, e l'adozione delle cosiddette "Quattro Direttive Lamfalussy" perché l'approccio dell'UE muovesse verso una nuova direzione.

Guardando indietro nel tempo e osservando quello che in più di un decennio, dallo scoppio della crisi ad oggi, è stato fatto a livello europeo, per cercare delle vie d'uscita dalla stessa, plausibili con il modello sociale ed economico, a distanza di dieci anni si può affermare che essa ha sviluppato sufficienti anticorpi, fatti di tanti piccoli tasselli (i vari pezzi della regolamentazione finanziaria) che hanno irrobustito il suo sistema economico e finanziario più ampiamente inteso, per resistere ad eventuali nuovi urti provenienti dall'esterno o eventi che dovessero insorgere al suo interno nel futuro.

Molto è ancora da fare, soprattutto sotto il profilo della regolamentazione, della supervisione e della capacità di gestire crisi globali, per renderla definitivamente permeabile rispetto a scenari avversi ma plausibili soprattutto in settori dove le barriere fisiche sono state ampiamente superate e quelle tecnologiche hanno bisogno più che mai di essere regolamentate e governate a livello globale. Motivo per cui l'Unione Europea deve sempre più attrezzarsi sotto il profilo regolamentare e di quello che si definisce *soft power* per parlare con una sola voce nei consessi internazionali, laddove si avviano processi regolamentari importanti. Come lo è stato nel 2009 nell'ambito del forum dei leader del G20 (creato agli albori del nuovo millennio proprio per fare pronte alle crisi finanziarie, favorire la sovranazionalità economica e la concertazione fra economie sviluppate ed economie in via di sviluppo) per i derivati OTC.

La dimensione sovranazionale della crisi finanziaria del 2008-2009 e il suo estendersi oltre gli Stati Uniti ha mostrato l'elevata interconnessione fra i sistemi finanziari

appartenenti a giurisdizioni e aree del mondo differenti, da ciò è sorto un dibattito politico a livello sovranazionale e la reazione dei regolatori internazionali che ne è scaturita è stata disegnata dai principi generali adottati dal G20 di Pittsburgh del 2009, sulla base di un *Consensus* tra i leader del G20, destinato a essere successivamente sviluppato a livello internazionale dal *Financial Stability Board*.

Il quadro regolatorio che ne è scaturito ha finito con l'istituzionalizzare le IFM in quanto riconosciute di estrema importanza ai fini della stabilità finanziaria e soprattutto renderle più resilienti.

Questo processo di istituzionalizzazione e di regolamentazione che ha interessato le IFM ha contribuito senza dubbio dapprima ad una espansione dei Mercati dei derivati e nel contempo ad uno spostamento progressivo e sempre più importante della negoziazione dai Mercati privati non regolamentati o scarsamente regolati, e per questo motivo opachi o tendenzialmente tali quali sono i Mercati OTC, a una contestuale migrazione e quindi espansione delle negoziazioni verso i Mercati pubblici, siano essi quelli regolamentati che le nuove piattaforme di negoziazione che si sono affermate negli ultimo vent'anni.

La conseguenza principale di questo progressivo e significativo spostamento è consistita in una espansione dei mercati regolamentati degli strumenti finanziari e dei derivati, e in una diminuzione di quelli privati essenzialmente basati sulla negoziazione bilaterale. Questo dato molto significativo ha contribuito a ridurre la frammentazione dei mercati finanziari, senza tuttavia eradicarla.

Come ben evidenziato nel recente rapporto del FSB sulla frammentazione del Mercato[416], incardinato particolarmente nelle aree del trading e della compensazione dei derivati OTC che attraversano i confini nazionali, e della gestione del capitale e della liquidità da parte di banche transfrontaliere, ha messo in evidenza che su questo versante c'è ancora molto da fare. Il rapporto identifica diverse aree per futuri interventi e menziona alcuni esempi di attività dove le pratiche di supervisione e le politiche di

[416] FSB, "*Report on Market Fragmentation*", 4, June 2019

regolamentazione possono dar luogo a frammentazione del mercato. Specificando che non è da intendersi alla stregua di un rapporto che tenta di valutare il significato della frammentazione del mercato in specifiche aeree. Esso piuttosto ha come obiettivo di discutere in termini generali i potenziali collegamenti fra frammentazione del mercato e stabilità finanziaria i differenti aree. La frammentazione può essere dovuta a una serie di ragioni incluso le differenti regolamentazioni nazionali e le pratiche di supervisione. Queste differenze possono, inoltre, essere associate a tempi diversi di implementazione di standard internazionali che possono, a loro volta, disincentivare i partecipanti del mercato ad assumere posizioni in attività transfrontaliere.

Le misure adottate per fare fronte alla crisi hanno sostenuto l'integrazione finanziaria a livello globale. Le varie misure prese sono andate nella direzione di una diminuzione del rischio sistemico e di un rafforzamento della resilienza del sistema finanziario, incluso risorse atte ad assorbire eventi di stress che oltrepassano i confini nazionali. Alcuni tipi di frammentazioni del mercato sono una conseguenza di misure per accrescere la resilienza a livello domestico. Altre sono piuttosto il riflesso di differenze tra giurisdizioni nelle pratiche di supervisione, che riflettono scelte nazionali. Altri ancora possono contribuire a ridurre la resilienza tanto a livello nazionale che interazionale. Questo può essere il caso in cui la frammentazione limita le opportunità di una diversificazione transfrontaliera e di gestione del rischio, che compromette la liquidità di mercato o impedisce che capitali e liquidità affluiscano laddove ce ne è bisogno in periodi di stress, in particolar modo.

La frammentazione può ridurre l'efficienza degli investimenti transfrontalieri e accrescere i costi, con la conseguenza per gli investitori di essere confrontati a una inefficiente allocazione delle risorse.

Il rapporto mette in rilevo approcci e meccanismi che possono contribuire ad accrescere l'efficacia e l'efficienza della cooperazione internazionale ed aiutare a mitigare gli effetti negativi della frammentazione[417] del mercato sulla stabilità

[417]Come ribadito nel rapporto del FSB "*Report on Market Fragmentation*" (June 2019) non esiste una definizione univoca, comunemente accettata di frammentazione del mercato. Il termine è generalmente usato in riferimento alla

finanziaria, cercando di individuare nuove aree di intervento, piuttosto che emettere in discussione standard già vigenti. Un'importante indicazione da perseguire ei prossimi anni.

Nonostante la riforma del mercato dei derivati OTC e il grande sforzo compiuto a livello internazionale, quindi europeo, con l'elaborazione di un quadro mondiale della regolamentazione delle Controparti Centrali, che ha tradotto in strumenti e politiche appropriate i principi e gli orientamenti elaborati a livello internazionale dalle principali istituzioni finanziarie (G20, CPMO-IOSCO, FSB) riguardanti la definizione di misure di mitigazione dei rischi, persistono tuttora vulnerabilità strutturali ancora rilevanti, che vanno a sommarsi alla concentrazione del rischio sistemico in poche decine di CCP.

Nello specifico le revisioni che hanno interessato di recente l'infrastruttura di mercato creata con il regolamento EMIR nel 2012 (successivamente implementato), possono essere considerate un punto di partenza, di certo non un arrivo. La compensazione centrale obbligatoria per i derivati standardizzati e con essa la centralità delle tecniche di mitigazione dei rischi e più in generale il quadro che regola gestione dei rischi all'interno delle controparti centrali, l'implementazione dei principi generali che riguardano i margini per i derivati non compensati centralmente da una CCP, costituiscono degli avanzamenti molto importanti, per quanto non sufficienti per rendere queste infrastrutture di mercato ancora più resilienti dinanzi a crisi che coinvolgano partecipanti diretti di una certa grandezza.

E saranno ancora più resilienti ora che potranno contare sul quadro giuridico relativo al risanamento e alla risoluzione delle CCP. Questi regimi europei sono una necessità tenendo conto del fatto che il mercato delle CCP nell'Unione Europea, rimane contraddistinto da CCP aventi grandezza mediamente al di sotto dei colossi americani, fermo restando che comunque l'operatività nel territorio europeo di CCP di origine extra europea attraverso il riconoscimento dell'equivalenza è già consentita. Con

frammentazione geografica dei mercati o per tipo di prodotti o per partecipanti al mercato. Nel rapporto viene discussa unicamente la frammentazione geografica fra diverse aree geografiche.

l'approssimarsi della Brexit l'Unione europea si è attrezzata per rispondere alle sfide che essa pone al riguardo delle CCP dei Paesi terzi (tale sarebbe il Regno Unito dopo l'uscita dall'Unione Europea) e con politiche di *relocation* delle attività che consentiranno di gestire situazioni pratiche come quella che riguarda ad esempio la LCH ltd, con sede legale a Londra, e altre ancora che potrebbero verificarsi.

Molto dipenderà dall'implementazione del regolamento EMIR2.2 riguardante le controparti centrali dei paesi terzi per come recentemente modificato[418] e il regolamento, già entrato in vigore, riguardante le modifiche inerenti il regolamento n.648/2012 EMIR (EMIR REFIT)[419].

In altri termini, esiste oggi un problema costituito dalla presenza nel mercato europeo di Controparti centrali sistemiche che richiedono maggiore attenzione da parte del legislatore, dei regolatori, dei supervisori e in prospettiva delle autorità di risoluzione.

Le CCP fra le varie Infrastrutture di mercato operanti nel post-trading, nel corso della crisi hanno dimostrato di essere resilienti. Tuttavia non è da escludere che si debba fare fronte in futuro a nuove crisi che possano coinvolgere le CCP o che queste possano nascere all'interno delle per effetto del progressivo accumulo di rischi al loro interno potranno ritrovarsi anch'esse in situazioni di crisi. Questo spiega la necessità di implementare i principi internazionali sui regimi di risanamento e di risoluzione pienamente, in tempo utile e soprattutto in modo coerente e consistente con tali principi, e nel rispetto del principio di proporzionalità che impone il mercato delle controparti centrali in quanto strutture di dimensioni molto diverse. L'Unione europea

[418] L'11 ottobre 2019 il Consiglio del l'UE (Consiglio) ha pubblicato una nota informativa relativa al l'approvazione da parte del Comitato dei rappresentanti permanenti (COREPER) della posizione in prima lettura del Parlamento europeo sulla proposta di regolamento che modifica il regime di vigilanza del regolamento EMIR per le controparti centrali dell'UE e dei paesi terzi (EMIR 2.2).
La nota invita inoltre il Consiglio ad approvare il testo del Parlamento quale definito nel PE-CONS 88/19 come punto A. A una prossima riunione, con l'astensione del Lussemburgo e il voto contrario del Regno Unito; e di decidere le dichiarazioni contenute nell'addendum nel verbale della riunione. Se il Consiglio approverà la posizione del Parlamento, l'atto legislativo sarà adottato. Esso sarà quindi pubblicato nella Gazzetta ufficiale dell'UE ed entrerà in vigore.

[419] REGOLAMENTO (UE) 2019/834 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO
Del 20 maggio 2019 che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 per quanto riguarda l'obbligo di compensazione, la sospensione dell'obbligo di compensazione, gli obblighi di segnalazione, le tecniche di Attenuazione del rischio per i contratti derivati OTC non compensati mediante controparte centrale, la registrazione e la vigilanza dei repertori di dati sulle negoziazioni e i requisiti dei repertori di dati sulle negoziazioni.

lo ha fatto a distanza di quattro anni dalla proposta di regolamento da parte della Commissione. Questo comporterà benefici per l'economia reale e contribuirà alla stabilizzazione del sistema finanziario. L'implementazione delle riforme post crisi comporta chiarezza e certezza e potrà offrire una chiara roadmap per supervisori, entità finanziarie e partecipanti al mercato e contribuire a restaurare la fiducia, servirà inoltre a minimizzare potenziali distorsioni della concorrenza transfrontaliera.

Tuttavia, esse pongono un problema di concentrazione del rischio, oltre che di gestione del rischio della CCP. La compensazione centrale, un'attività altamente concentrata, è stata promossa attraverso la progettazione, basata sulla resilienza delle CCP durante il periodo di crisi. Tuttavia, il recente caso della *Nasdaq Clearing AB* in Svezia, in cui la CCP ha dovuto trasferire le perdite ai suoi membri, sottolinea l'importanza di ulteriori ricerche sulla resilienza della CCP. Con il continuo spostamento verso la compensazione centrale, è imperativo che le CCP agiscano da ammortizzatori piuttosto che da amplificatori del rischio.

Il dibattito sugli aspetti negativi della concentrazione del rischio nelle CCP, è solo una parte di un problema più ampio che attiene alla gestione del rischio e segnatamente se esse lo trasferiscono oppure lo eliminano.

Il principio del trasferimento del rischio, per come identificato da Roe (2013), pur avendo lui a mente prevalentemente la situazione degli Stati Uniti prima e dopo la crisi e gli interventi legislativi operati attraverso il *Dood-Frank Wall Street Reform Act*, può essere applicato anche al resto del mondo poiché basato su di un'attenta analisi dell'eccesso della fiducia nelle controparti centrali basata sulle maggiori esperienze al mondo, inclusa l'UE. Anche studiosi europei, partendo da un'analisi delle riforme attuate a livello internazionale e nell'Unione europea e di come queste abbiano interessato i rischi che si formano nel sistema finanziario, hanno dimostrato che la compensazione centrale non elimina il rischio di controparte, il rischio più importante cui una CCP è confrontata, piuttosto la CCP trasforma il rischio di liquidità (R.Cont,

2017), poiché nella fase di risanamento le CCP con gli appelli ai margini sono chiamate a gestire la liquidità e a svolgere la funzione di intermediari della liquidità.

Il completamento del quadro regolamentare con la creazione di un quadro europeo di risoluzione delle CCP è fondamentale poiché il ruolo delle CCP è destinato ad aumentare nel tempo, in concomitanza dei molteplici cambiamenti a cui stiamo assistendo.

L'alternativa alla regolamentazione e ad una sana gestione dei rischi insiti nella compensazione centrale e quindi il ritorno una situazione senza l'obbligatorietà della compensazione centrale obbligatoria per i derivati OTC standardizzati è rischiosa e sarebbe oltretutto un ritorno al passato, al mondo pre-crisi caratterizzato da opacità, inefficienza sotto il profilo dell'allocazione del collaterale, e non in favore dell'aggregazione del rischio che invece la compensazione centrale permette.

Il quadro relativo alla gestione del rischio all'interno delle CCP nell'Unione europea è stato concepito come strumento per garantire incentivi giusti per tutti gli stakeholder affinché le CCP potessero gestire i loro rischi e le loro posizioni in modo prudente.

Quanto ai regolatori, spetterà a loro fare in modo che la solidità delle CCP sia garantita e assicurata e nel contempo coerente con i principi internazionali, su base globale. A iniziare dai Principi Generali per Infrastrutture finanziarie di Mercato e dagli Orientamenti su Risanamento e Risoluzione, la cui implementazione nell'UE deve essere coerente, rigorosa, per rendere le CCP più solide e robuste, e consistente con la supervisione bancaria allo scopo di non lasciare spazi ad arbitraggi regolamentari o distorsioni della concorrenza.

Un ruolo importante spetterà alle autorità di supervisione e di risoluzione rispetto alle CCP sistemiche nella gestione delle fasi di risanamento e di risoluzione, esse hanno una grande responsabilità rispetto a cosa devono fare e a cosa è necessario fare in situazioni di crisi che riguardi una CCP o più in generale allorquando si attraversano situazioni di crisi più generale di fronte al rischio della propagazione del contagio. E nel caso specifico delle CCP spetterà alle autorità competenti davanti ad una situazione

di crisi se e quando applicare procedure di risoluzione, fermo restando che la risoluzione rimane una procedura eccezionale. Di qui la centralità dei piani di risanamento e quindi dell'importanza della predisposizione da parte della CCP di piani di risanamento completi in tutte le loro prescrizioni (nel rispetto delle discrezioni che sono riconosciute già dalla normativa vigente agli estensori) e efficienti. Ciò significherà davanti a una situazione mutata, nel caso in cui il piano di risanamento si dovesse rivelare insufficiente, poiché le condizioni esterne o quelle interne di dover riflettere se è necessario risolvere la CCP. Il risanamento non è da intendere come una fase fine a sé stessa ma finalizzata a preservare la stabilità finanziaria, da questa prospettiva la risoluzione può essere preferibile al risanamento quando l'applicazione di un piano di risanamento si ritiene porti a risultati indesiderabili, come nel caso in cui strumenti di allocazione delle perdite possano determinare una sovraesposizione di alcuni gruppi di partecipanti, siano essi banche individuali oppure investitori istituzionali. Altre volte, la risoluzione può essa stessa divenire una necessità, allorquando i partecipanti non intendono usare la CCP per altro tempo ancora e decidono che sia preferibile la liquidazione della CCP.

Bibliografia

Acharya (V.), Bisin (A.) 2014 "Counterparty risk externality: Centralized versus over-the-counter markets ", Journal of Economic Theory, p.145-182.

Aigrain, J., « Les Contreparties Centrales, instruments de stabilité et d'atténuation du risque », in : « Les produit dérivé de gré au gré : nouvelles règles, nouveaux acteurs, nouveau risques », Banque de France, Revue de la Stabilité financière N. 17 Avril 2013.

Anderson, R.W., and Mckay, K., "*Derivatives Markets*", in Freixas, X., Hartmann, P. and Mayer, C., "Handbook of European Financial Markets and Institutions", Oxford University Press, London, 2008.

Bach D., & Newman, L. (2007) The European regulatory state and global public policy: micro-institutions, macro-influence, Journal of European Public Policy, 14:6, 827-846.

Baer, H. L., France, V. G., Moser, J. T. « Opportunity Cost and Prudentiality. An Analysis of Futures Clearinghouse Behaviour » Policy Working Paper 1340 The World Bank Policy Research Department Finance and Private Sector Development, August 1994.

Banca Centrale Europea, Parere della Banca centrale europea del 20 settembre 2017 sulla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ad un quadro per il recupero e la risoluzione delle controparti centrali e che modifica il regolamento (UE) n. 1095/2010, (UE) n. 648/2012 e (UE) 2015/2365, 25 settembre 2017

Banque de France, Financial Stability Review, April 2013, OTC Derivatives New Rules, New Actors, New Risks.

Banque de France, Revue de la Stabilité financière N. 17 Avril 2013, Les produit dérivé de gré au gré : nouvelles règles, nouveaux acteurs, nouveau risques ».

Banca d'Italia, Rapporto sulla Stabilità finanziaria, N. 2 Novembre 2011.

Banque des Règlements Internationaux (BRI), CBCB (2012) Capital requirements for Bank exposures to central counterparties.

Bank of International Settlement, BIS Working Papers "Macroprudential policy –a literature review By G. Galati and R. Moessner, 2011.

Bank for International Settlements, "*Recommendations for Securities Settlement Systems*" Report in Cooperation with the Committee of Payment and Settlement Systems and the technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, Basel, 2001.

Bank for International Settlement, “Central Bank oversight and settlement systems”, Basel, 2005.

Bank for International Settlements, OICV-IOSCO, Recovery and resolution of financial market infrastructures, Consultative Report, July 2012.

Bank for International Settlements, OICV-IOSCO, Recovery of financial market infrastructures, October 2014.

Bank for International Settlements, FSB, IOSCO, Analysis of Central Clearing Interdependencies, 9 August 2018.

Barnier, M., “Coordination internationale : la condition sine qua non du succès de la réforme des marchés de dérivés négociés de gré à gré », in Banque de France, Revue de la Stabilité financière N. 17 Avril 2013.

Beck, T., Carletti, E., and Goldenstein, I., “Financial Institutions, Markets and Regulation: A Survey”, 2015.

Benston, G. J., “*International Harmonization of Banking Regulations and Cooperation among National Regulators*”, in: Journal of Financial Services Research, 8*,*

Bignon, V., and Vuillemey G., “*The Failure of a Clearinghouse: Empirical Evidence”*, August 2017, WP 638 Banque de France.

BIS, Report on Interbank Netting Schemes of the Central banks of the Group of Ten countries (Lamfalussy Report), in: http://www.bis.org/cpmi/publ/d04.htm

Bliss, R., Papathanassiou, C., “Derivatives clearing, central counterparties and novation: The economic implications”, 8 March 2006, pag. 13

Blog Post, Bruegel.org: “*EBA relocation should support a long-term “twin peaks*” vision, April 2017, disponibile sul sito: www.bruegel.org .

Blundell-Wignall, A., Atkinson, P. Se-Hoon, L.,”Dealing with the Financial Crisis and thinking about the Exit strategy”, in: Financial Markets Trends, OCDE, 2009-1.

Borio, C. “*Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation*? BIS Working paper, n. 128 February, 2003.

Borio, C., “*Implementing a macroprudential framework: Blending holdness and realism*”, BIS, 22 June 2010.

Borio, C., “*Macroprudential policy and the financial cycle: some stylized facts and policy suggestions*”, in: IMF Rethinking Macro Policy II Conference, First steps and Early lessons, 2013 April 16-17.

Bonneau, T., Drummond, F., « Droit des Marchés financiers, 2ème édition, Economica, 2005.

Brunnermeier, M., Crocket, A., Goodhart, C., Persaud, A., Shin, H. (2009): The Fundamental Principles of Financial Regulation. Geneva Reports on the World Economy 11, Centre for Economic Policy Research (CEPR), London.

Capel, J., "*Banks' international liquidity management in the future: What role can financial market infrastructure play?*", Journal of Payments Strategy & Systems, N. 5 (1) March 2011.

Carter, L. Cole, D., "*Central Counterparty Margin Framework*", Bulletin | December Quarter 2017.

Carter, L., Garner, M. "*Skin in the Game – Central Counterparty Risk Controls and Incentives*", Bulletin, June Quarter 2015

Caruana, J., "*Systemic risk: how to deal with it?* BIS, 12 February 2010; consultabile al seguente link: https://www.bis.org/publ/othp08.htm .

Casey, J-P., and Lannoo, K., Report on "Eu Financial Regulation And Supervision Beyond 2005", February, 2005, in: https://www.ceps.eu/ceps-publications/eu-financial-regulation-and-supervision-beyond-2005/

Cerezetti (et altri), "Market liquidity, closeout procedures and initial margin for CCP", The European Journal of Finance, 25 July 2018.

Chamorro-Courtland, C., "*Counterparty Substitution in Central Counterparty (CCP) System"*, Banking &Finance Law Review, 517, 2010

CPSSI-IOSCO, OICV-IOSCO, "*Core Principles for Systematically Important Payment System"*, 2001 in :https://www.bis.org/cpmi/publ/d43.pdf

Coeuré, B., "Central Counterparty recovery ad resolution, Keynote speech at Exchange of ideas Central Clearing – guarantee of stability or new moral hazard?", organised by Eurex Clearing, London, 24 November 2014.

Coeuré, B., "*The known unknown of central clearing"*. Speech at the meeting on global economy and financial system. Hosted by University of Chicago Booth School of Business Initiative on Global Markets" Coral Gables, 2014.

Coeuré, B., "*Ensuring an adequate loss-absorbing capacity of central counterparties*", 10 Avril 2015.

Coeuré, B., Special invited lecture by Benoit Coeuré Member of the Executive Board of the ECB, at the Federal Reserve Bank of Chicago 2015 Symposium on Central Clearing, Chicago, 10 April 2015.

Coeuré, B., Compensation centrale : en exploiter les avantages, en maitriser les risques, in Banque de France Revue de la stabilité financière N. 21 –Avril 2017- L'impact des reformes financières.

Coeuré, B., " Towards a macroprudential framework for central counterparties" Introductory remarks by Benoît Cœuré, Member of the Executive Board of the ECB, at a policy panel discussion on the progress with new macroprudential instruments at the ESRB international conference on macroprudential margins and haircuts, Frankfurt am Main, 6 June 2016.

Coeuré, (B.), Panel intervention by Benoit Coeuré, Member of the Executive Board of the ECB, at the ILF Conference on « Resolution in the Europe: the unresolved questions », Frankfurt am Main, 23 April 2018.

Commissione europea, 77/534/CEE: Raccomandazione della Commissione del 25 luglio 1977, di un codice di condotta europeo concernente le transazioni sui valori mobiliari.

Commissione Europea, Libro Bianco della Commissione "Il Completamento del Mercato Interno" per il Consiglio europeo, (Milano, 28-29 giugno 1985), COM (1985) 310 def, Bruxelles, 14 Giugno 1985.

Comunicazione della Commissione, dell'11 maggio 1999, "Attuazione del quadro di azione per i servizi finanziari: Piano d'azione COM(1999) 232 def.

Commissione Europea, Comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento Europeo "Compensazione e regolamento nell'Union europea -Prospettive future, (COM) 2004 312 Definitivo, Bruxelles, 28.04.2004

Commissione europea, "Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio sui derivati OTC, la compensazione centrale e i repertori di dati sulle negoziazioni", COM (2010) 484 finale, Brussels, 15.09.2010.

Commissione Europea, Comunicazione la Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale, al Comitato delle Regioni e alla Banca Centrale Europea "Un quadro dell'UE per la gestione delle crisi nel settore finanziario, COM (2010) 579 definitivo del 20.10.2010.

Commissione Europea, Proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica il regolamento n. 806/2014 al fine di istituire un sistema europeo di assicurazione dei depositi, COM (2015) 586, Strasburgo, 24.11.2015, finale.

Commissione Europea, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, "Verso il completamento dell'Unione bancaria", Strasburgo, 24.11.2015 (COM) 2015 587 finale.

Commissione Europea, "*Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali"*, COM (2015) 468, 30.10.2015, in: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0468&from=IT

Commissione europea, COM (2016)856, proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo a un quadro di risanamento e di risoluzione delle controparti centrali e recante modifica dei regolamenti (UE) n. 1095/2010 (UE n. 648/2012 e (UE) 2015/2365, 28 novembre 2016.

Commissione Europea, COM (2019) 349 final, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, Consiglio, alla Banca Centrale Europea, Al Comitato Economico e Sociale e al Comitato delle Regioni, "Equivalenza nel settore dei servizi finanziari", Bruxelles, 29.7.2019.

Cont, R., "The end of the waterfall: default resources of central counterparties", Working Paper Norges Bank Research 16 2015.

Cont, R., (2017) Le chambres de compensations et la transformation des risques financiers, in Banque de France Revue de stabilité financière, N.21 – Avril 2017 L'impact des réformes financières.

Cont, R., (2017) "Central Clearing and Risk Transformation", *Norges Bank Working Paper 3/2017*.

Cox, Robert T. and Steigerwald A CCP is a CCP is a CCP, Federal Reserve Bak of Chicago, April 2017.

CPMI-IOSCO Framework for Supervisory stress testing on Central Counterparties (CCPs), April 2018.

CPMI-IOSCO Recovery of Financial Market infrastructures, October 2014 (Revised July 2017).

CPMI-IOSCO Requisiti di margine per i derivati non compensati centralmente, Settembre 2013.

CPMI-IOSCO Principles for Financial market Infrastructures, April 2012.

CPSS-IOSCO, "OTC derivatives: settlement procedures and counterparty risk management", 1998, in http://www.bis.org/cpmi/publ/d27.pdf.

Curien, N., « Economies des reseaux », La Decouverte, Paris, 2005.

De Bellis, M., "*La Regolazione dei Mercati Finanziari*", Giuffré Editore, 2012.

De Bellis, M., “La Riforma della Regolamentazione Finanziaria e della Vigilanza Finanziaria”, in: https://www.academia.edu/17509241/La_riforma_della_regolamentazione_e_della_vigilanza_finanziaria

Diehl, M., Alexandrova-Kabadjova, B., Heuver, R., and Martinez-Jaramillo S., Analyzing the Economics of Financial market Infrastructures, edited by, IGI Global, 2015.

Direttiva 15 Maggio 2014, n.2014/65/UE “Markets in Financial Instruments Directive II”

Domansky, D., Gambacorta L., and Picillo C., “Central clearing: trends and current issues”, BIS Quartely Review, December 2015.

Douady, Goulet, Pradier, Financial Regulation in the EU from Resilience to Growth, Palgrave Mc Millan, 2017.

Dowdn, K .,“ *Competition and Finance. A Reinterpretation of Financial and monetary Economics*”, (London, Mcmillan), 1996.

Duffie, D., Resolution of Failing Central Counterparties, 17 December, 2014 in: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2558226&download=yes

ECB, Financial Stability Review, “*The concept of Systemic Risk*” December 2009.
ECB, Opinion of the European Central Bank of 20 September 2017 on a proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on a framework for the recovery and resolution of central counterparties and amending Regulations (EU) No. 1095/2010, (EU) No. 648/2012, and (EU) 2015/2365.

ECB, Opinion of the European Central Bank of 11 APRIL 2018 on a proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council Amending Regulation (EU) N° 1093/2010 establishing a European Supervisory Authority European Banking Authority) and relates legal acts (CON/2018/19).

ECB, “Collateral, central clearing counterparties and regulation, by Bruno Biais, Florian Heider, and Marie Hoerova, in: Research Bullettin, No. 416 December 2017.
European Commission, “Frequent Asked Questions”, July 2014, in: https://ec.europa.eu/info/files/emir-frequently-asked-questions_en .

ESMA, “OTC Derivatives and Clearing Obligations”, 3 September 2017.

Dallara, H. C., « *Contenir l’extraterritorialité afin de promouvoir la stabilité financière* », Banque de France Revue de Stabilité financière N. 17, Avril 2013.

Economides, N., “The economics of networks”, in: International Journal of Industrial organization, 1996.

EPRS | European Parliamentary Research Service, Review of the European Market Infrastructure Regulation (EMIR) Carla Stamegna and Angelos Delivorias, February 2019.

ESMA, Opinion on: European Commission's Proposal for EU Regulation on CCP Recovery and Resolution, 6 April 2017.

ESRB, "Recommendation of the Systemic Risk Board o Intermediate Objectives and Instruments of Macroprudential Policy", 2013, in: https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/2013/ESRB_2013_1.en.pdf .

ESRB, "Opinion on a central counterparty recovery and resolution framework", 5 July 2017.

EU Council: Presidency compromise text for a mandate for negotiations with the European Parliament on: Proposal for a Regulation of The European Parliament And Of The Council on a framework for the recovery and resolution of central counterparties, Brussels, 27 November 2019.

European Commission, DG Competition, "*Report on Competition Policy* 1996*"*, Brussels, 1997.

European Commission Communication "Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets", COM (2009) 332, Brussels, 3 July 2009
European Commission, "*Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets*", working document, SEC (2009) 905 final.

European Commission (24 September) 2009), "Derivatives and risk allocation", Remarks by Charlie Mc Creevy at the Derivatives Conference Speakers' Dinner.

European Commission, *Communication from the Commission, European Financial Supervision Brussels*, 27.5.2009 (COM (2009) 252 final).

Commission of The European Communities, *Proposal for a Regulation of The European Parliament and of The Council on Community Macro Prudential Oversight of the Financial System and Establishing a European Systemic Risk Board* Brussels, COM (2009) 499/3 and the proposals for establishing a European Banking Authority, European Insurance and Occupational Pensions Authority and a European Securities and Markets Authority.

European Commission: Implementing and Delegated Acts on Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC

derivatives, central counterparties and trade repositories Text with EEA relevance - Equivalence Decisions in: https://ec.europa.eu/info/files/emir-equivalence-decisions_en .

Eurex, “Clearing: Risk based Margining”, Frankfurt a M., /Zurich 2003.

Faruqui U., Huang Wenqian, Takats, E., Clearing risk in OTC derivatives markets: the CCP-bak nexus is Quartely Review, December 2018.

Felloni., G.,” Profilo della Casa di San Giorgio di Genova: una svolta nella storia del credito”, www.lacasadisangiorgio.it .

Ferrarini, G, Saguato, P., “*Regulating Financial Market Infrastructures*”, Law Working Paper N.v 259/2014, June 2014.

Fleming, M., and Garbade, K., “*Explaining Settlement Fails*”, FED New York, Vol. 11, N. 9, September 2005.

FSB, Recovery and Resolution Planning for Systematically Important Financial Institutions: Guidance on identification of Critical Functions ad Critical Shared Services, 16 July 2013.

FSB, Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions, 15 October 2014.

FSB, Essentials Aspects of CCP Resolution Planning Discussion note, 16 August 2016

FSB: “Principles on the temporary Funding Needed to Support the Orderly Resolution of a Global Systemically Important Bank”, 18 August 2016.

FSB: “Operational Continuity in Resolution”, 18 August 2016.

FSB Guidance on Central Counterparty Resolution and Resolution Planning Consultative document, 1 February 2017.

FSB, Financial Stability Board, FSB consults on guidance for CCP resolution and resolution planning, press release, 1 February 2017.

FSB, Chairs’ Report on the Implementation of the Joint Workplan for Strengthening the Resilience, Recovery and Resolvability of Central Counterparties, 5 June 2017.

FSB, Financial Stability Board, Guidance on Central Counterparty Resolution and Planning, 5 July 2017.

FSB, Financial Stability Board, 4Th Annual Report, 1 April 2016 – 31 March 2017, 27 December 2017.

FSB, Report on Market Fragmentation, 4 June 2019.

G7 Finance Ministers, STRENGTHENING THE ARCHITECTURE OF THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM - *Report of G7 Finance Ministers to G7 Heads of State or Government for their meeting in Birmingham May 1998*, in: http://www.g7.utoronto.ca/summit/1998birmingham/g7heads.htm .

G20, "Dichiarazione conclusive del Vertice di Cannes, in: www.g20civil.com/documents/Cannes_Declaration_4_November_2011.pdf .

Giovannini Group, "*Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*", Brussels, 2001.

Giovanoli, M., "*International Monetary Law, Issues for the New Millenium"*, Oxford University Press, 2001.

Gualandri, E., Noera, M., "Rischi sistemici e regolamentazione macroprudenziale", dicembre 2014.

Goodhart., C., "*Some Regulatory Concernes*", Swiss Journal of Economics and Statistics, 1996, 132 (4/2).

Goodhart, C. Hartmann, F., Llewellyn, D., Rojas-Suàrez, L., Weisbrod, S., *"Financial Regulation Why, how and where now? Routledge, 1998.*

Gordon, J., "Central Counterparties Mandatory Clearing and Bilateral Margin Requirements for OTC Derivatives", London, Wiley, 2014.

Groupe of the Wise, Final Report of the Committee of Wise Men on The Regulation of European Security Market", Brussels, 15 February 2001.

Haldane, A. G., Rethinking the financial network, 2009, www.bis.org .

Haldane, A. G., "Macroprudential policies. When and how to use them", IMF Rethinking Macro Policy II Conference, First steps and Early lessons, 2013, April 16-17.

Hanson, Samuel G., Anil K. Kashyap, and Jeremy C. Stein. 2011. "A Macroprudential Approach to Financial Regulation." *Journal of Economic Perspectives*, 25 (1): 3-28.

Hasenpusch, T., *"Clearing Services for Global Markets",* Cambridge University Press, 2009.

Heath, A, Kelly, G, Manning, M., Central counterparty loss allocation ad transmission of financial stress, 2015.

Heath, A., Kelly, G., Manning, M., Markose S., and Shaghaghi A., R., "CCPs and network stability in OTC derivatives markets", Journal of Financial Stability, 2016.

Hermans, L., McGoldrick, P., Schmiedel, H., "Central Counterparties and Systemic Risk", in Macro-prudential Commentaries, Issue N. 6, November 2013.

Huang, W., Faruqui, U. Shirakami, T., Central Counterparty Resolution: The Right Move at the Right Time, October 3, 2018.

Huertas, Thomas F. How deal with the resolution of Financial Market Infrastructures 2nd Interim Report of the Task Force on Implementing Financial Sector Resolution October 2016.

Hughes David and Manning Mark, CCP ad Banks: Different Risks, Different Regulations, Bulletin | December Quarter 2015.

Hunter, W., and Marshall, D., "*Thoughts on Financial Derivatives, Systematic Risk, and Central Banking: A Review of Some Recent Developments"*, · February 1999, Working Papers Series Research Department WP 99-20

IMF Working Paper "Macroprudential and Microprudential Policies: Towards Cohabitation", Jacek Osiński, Katharine Seal, and Lex Hoogduin, June, 2013

Jan Friedrich, Thiemann Matthias, A new governance architecture for European financial markets: Towards a European supervision of CCPs Research Center SAFE, Goethe University Frankfurt White Paper N. 53 | June 2018.

Kaufmann, G., "*Reforming Financial Institutions and Markets in the United States*", Boston, MA: Kluwer Academic.

Konig, E, Intervention By Elke Konig, Chair of the Single Resolution Board, at the Hearing on the Recovery and Resolution of the CCPs in the ECON Committee, European Parliament, 22 March 2017.

Kono, M., « *Vue d'ensemble des travaux conduits à l'échelle internationale pour une réforme des marchés des produits dérivés de gré à gré et défis restant à relever* » in Banque de France Revue de la stabilité financière N. 17 Avril 2013.

Krozner, R., S., , "*Can Financial Markets privatitely regulate Risk*?: *The Development of Derivatives Clearing Houses and Recent Over-the -Counter Innovations*", Working Paper, Chicago, 1999.

Lamadini, M., Recovery and Resolution of CCPs: Obsessing over regulatory symmetry? ECMI, 9 August 2018.

Lannoo, K., The Great Financial Plumbing Form Northern Rock to Banking Union, edited by K. Lannoo, CEPS.

Làstra, R. M., "*Systemic Risk ad Macroprudential Supervision*", in: The Oxford Handbook of Financial Regulation, Edited by Niamh Moloney, Eilís Ferran, and Jennifer Payne, August 2015.

Leaders Statement – The Pittsburgh Summit, G20, 2009, in: http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html

Lee, R., Running the World's Markets: The Governance of Financial infrastructure, by Ruben Lee, Princeton University, 2011.

Legge federale sulle infrastrutture del mercato finanziario e il comportamento sul mercato nel commercio di valori mobiliari e derivati (Legge sull'infrastruttura finanziaria), in: https://www.admin.ch/opc/it/classified-compilation/20141779/index.html .

Lemma, V., "*Soft Law e regolazione finanziaria"*. In Nuova giur. civ. comm., 2006, 11, p.6 00 ss.

Levels, A., and Capel, J., "*Is collateral becoming scarce? Evidence for the Euro area"*, Journal of Financial Market Infrastructures, N. 51(1) March 2012.

Li, S., and Marinč, M., "*Economies of Scale and Scope in Financial Market Infrastructures*", in: Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, September 13, 2017.

Loader, D., "Clearing, Settlement and Custody, p. 215 2nd edition, Oxford /Burlington, 2004.

Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences, Report submitted by the Committee on Global Financial System, Preparation of the Report was overseen by a Coordinating Group chaired by Lex Hoogduin of the Netherlands Bank

Maijor, S., Resilience, Recovery and Resolution: three essential Rs for CCPs, ILF Conference "Resolution in Europe: The Unresolved Questions" – Monday 23 April 2018 Goethe University, Frankfurt am Main.

Markose, S. M., Giansante, S., and Shaghaghi, A.R., *"A systemic Risk assessment of OTC derivatives reforms and skin-in-the-game for CCPs"*, in Financial Stability Review, vol. 21, Apr. 2017 pages 111-126.

Masera, R., "*The Basel III global regulator framework: a critical review*", in Rivista trimestrale di Diritto dell'Economia, Scritti Fondazione Capriglione, n. 3/2011.

Merkin, C., et de Saint-Mars, B., « La garantie de bonne fin de la chambre de compensation du marché des valeurs mobilières, Rue de la Bourse RDB, mars-avril 1992.

Mishkin, F., « *Monnaie, banque et marché financier* », traduction et adaptation française de C. Bordes, D. Lacoue-Labarthe, N. Leboisne et J-C. Potineau, Pearson, 2013.

Moloney, N. "EU Securities and Financial Markets Regulation", Third Edition, 2016.

Moloney, N., "THE AGE OF ESMA" Governing EU Financial Markets, p. 296-297, HART, 2018.

Moser, J. T., "Origins of Modern Exchange Clearing House: A history of early Clearing and Settlement Methods at Futures Exchanges", Research Department, Federal Reserve Bank of Chicago, Avril 1994.

Moser, James T., Contracting Innovations ad Evolution of Clearing and Settlement Methods at Futures Exchanges, Working Papers Series, Research Department (WP-98-26) Federal Reserve Bank of Chicago.

Norman, P., "*The Risk Controllers Central Counterparties in Globalised Financial Markets*", Wiley, 2011.

Parlamento Europeo, Commissione Affari economici e monetari, Relazione sulla compensazione e il regolamento nell'Unione europea, adottata dalla Commissione ECON 06-06-2005, Relatrice Pia Noora Kauppi, la risoluzione del PE venne approvata il successivo 6 Giugno 2005 in plenaria, P6_TA (2005)0301 Risoluzione sulla compensazione e il regolamento nell'Unione europea.

Singh, M., Aitken, J., "*The (Sizable) Role of Rehypothecation in the Shadow Banking System",* July 1, 2010, IMF Working Paper No. 10/172.

Singh, M., and Dermot Turing, Central Counterparties Resolution – An Unresolved problem, IMF Working Paper WP/18/65 March, 2018.

OICV-IOSCO, *Issues paper on exchange demutualization*, Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, June, 2001.

OICV-IOSCO, Guidance on the application of the 2004 CPSS-IOSCO Recommendations for Central Counterparties to OTC derivatives CCPs, in : https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD320.pdf .

Papathannassiou, (C.) Central counterparties and derivatives, Kern A. and Dhumale R. (ed) Research handbook on international financial regulation, Routledge, London, 2015.

Parlamento Europeo, Quadro per il risanamento e risoluzione delle controparti centrali, Risoluzione legislativa del Parlamento europeo del 27 marzo 2019 P8_TA (2019) 0268.

Parlamento Europeo, P8_TA-PROV (2018)0288, statuto del sistema europeo delle banche centrali e della Banca centrale europea: sistemi di compensazione e di pagamento Emendamenti del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica l'articolo 22 dello statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea, testo approvato il 4 luglio 2018.

Parlamento Europeo, Costruire un'Unione dei Capitali, Risoluzione legislativa del Parlamento europeo del 9 Luglio 2015 P8_TA (2015) 0300.

Pavlat, V., « On Financial Market Infrastructures », in Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe, Nr. 226-2015.

Pirrong, Craig, "The economics of Central Clearing Theory and Practice", ISDA discussion papers series, Number One, May 2011.

Quaglia, L., "The European Union & Global Financial Regulation", Oxford University Press, London, 2014.

Rapporto De Larosière, *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, Final Report, Brussels, 25 February, 2009, in: https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication14527_en.pdf

Regolamento (UE n. 1092/2010 24 Novembre 2010 del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità degli strumenti

finanziari e dei mercati), modifica la decisone n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/77/CE della Commissione.

Regolamento (UE n. 1093/2010 24 Novembre 2010 del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea), modifica la decisone n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/78/CE della Commissione.

Regolamento (UE n. 1094/2010 24 Novembre 2010 del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea delle Assicurazioni e delle Pensioni aziendali e professionali), modifica la decisone n. 176/2009/CE e abroga la decisione 2009/79/CE della Commissione.

Regolamento (UE) n. 1092/2010 24 Novembre 2010 del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alla vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario nell'Unione europea e che istituisce il Comitato europeo per il rischio sistemico.

REGOLAMENTO (UE) 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 segnalazioni

REGOLAMENTO (UE) 2019/834 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO
Del 20 maggio 2019 che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 per quanto riguarda l'obbligo di compensazione, la sospensione dell'obbligo di compensazione, gli obblighi di segnalazione, le tecniche di attenuazione del rischio per i contratti derivati OTC non compensati mediante controparte centrale, la registrazione e la vigilanza dei repertori di dati sulle negoziazioni e i requisiti dei repertori di dati sulle negoziazioni.

REGOLAMENTO (UE) 2019/2099 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 23 ottobre 2019 recante modifica del regolamento (UE) n. 648/2012 relativamente alle procedure e alle autorità coinvolte nell'autorizzazione delle controparti centrali (CCP) e ai requisiti per il riconoscimento di CCP di paesi terzi

Regolamento (UE) del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 Maggio 2014 n. 600 "*Markets in Financial Instruments Regulation*" MIFIR.

Regolamento Delegato (UE) 2015/2205 DELLA COMMISSIONE del 6 agosto 2015 che integra il regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sull'obbligo di compensazione.

Roe, Mark J., Clearinghouse Overconfidence, 2013.

Roussille, M., "La Compensation multilatérale », Dalloz, 2006

Russo, D., " Les principe relatifs aux infrastructures des marchés définis par le CSPR et l'OIVC : des vecteurs de convergence internationale », pag. 81, in Banque de France, Revue Stabilité Financière, N. 17 Avril 2013

Scott, Hal. S., "Reducing systemic risk through the reform of Capital Regulation", Journal of International Economic Law Vol. No 13. 3 Oxford University Press 2010.

Shin, H., Adrian, T., "*Liquidity ad Leverage*", Journal of Financial Intermediation, 2010.

Steigerwald, R.S., "Financial Market Infrastructure: Selected References. An Introduction to literature on Payment System. Trade Execution Facilities ad Post-Trade Clearing and Settlement Systems, Federal Reserve Bank of Chicago, Financial Group mimeo, 2014.

Tafara, E., and Peterson, R.J., "*A Blueprint for a Cross-Border Access to U.S. Investors: A New International Framework*", Harward International Law Journal, n. 48 (1) 32-68.

Taylor, M., "*Twin Peakes, A Regulatory* Structure *for the New Center*", London Centre for the Studies of Financial Innovation, December, 1995.

Tucker, P.," Clearing Houses as system risk managers" Speech by Paul Tucker Centre for the Study of Financial Innovation (CSFI) Post Trade Fellowship Launch, London, 1 June 2011.

Tucker, P., "*Central Counterparties in evolving capital Market: safety, recovery and resolution*", in: Financial Stability Review, April 2013, OTC Derivatives New Rules, New Actors, New Risks, Banque de France.

Tutino F. (a cura di), Birindelli, G., Ferretti, P., "Basilea 3 Gli impatti sulle banche"

Milano, Egea, 2011.

Unterman, A., "*Regulating Global FMIs: Achieving Stability and Efficiency across Borders*", pagg. 41-70 in: Analyzing the Economics of Financial market Infrastructures, edited by: Diehl, M., Alexandrova-Kabadjova, B., Heuver, R., and Martinez-Jaramillo S., IGI Global, 2015.bliss

Valiante, D., *Shaping Reforms and Business Models for the OTC Derivatives Market: Quo Vadis,* ECMI Research Report No. *5* 2010

Wendt F., "Central Counterparties: Assessing their Too Important to Fail Nature", IMF Working Paper, WP/15/21, 15 January 2015.

Yellen, J., L., Interconnectedness and Systemic risk – lessons from the crisis, San Diego, California, 4 January 2013, in www.bis.org .

Zhou, C., "Why micro-prudential regulations fail? The impact on systemic risk by imposing a capital requirement", De Nederlandsche Bank and Erasmus University Rotterdam August 13, 2011.