

Bruxelles, 23.11.2016
COM(2016) 857 final

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

**a norma dell'articolo 85, paragrafo 1, del regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento
europeo e del Consiglio del 4 luglio 2012 sugli strumenti derivati OTC, le controparti
centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni**

1. INTRODUZIONE

Il regolamento (UE) n. 648/2012 sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni (EMIR) è stato pubblicato nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea (UE) il 27 luglio 2012 ed è entrato in vigore il 16 agosto 2012.

L'EMIR ha rappresentato la risposta all'impegno assunto dai leader del G20 in occasione del vertice di settembre 2009, secondo il quale «al massimo entro la fine del 2012 tutti i contratti derivati OTC standardizzati dovranno essere negoziati in borsa o, se del caso, su piattaforme elettroniche di negoziazione e compensati mediante controparti centrali. I contratti derivati OTC devono essere segnalati ai repertori di dati sulle negoziazioni. I contratti non compensati a livello centrale devono rispettare requisiti patrimoniali più elevati¹».

Molte autorità di regolamentazione dei derivati in tutto il mondo hanno altresì recepito tale impegno nel loro quadro legislativo.

Prima della crisi finanziaria del 2007, le autorità di regolamentazione non avevano informazioni sull'attività dei mercati dei derivati; ciò significava che i rischi potevano passare inosservati fino a quando non si sarebbero concretizzati. Inoltre, il rischio di credito della controparte tra le controparti in operazioni su derivati OTC spesso non era attenuato, con la conseguente materializzazione di perdite qualora una controparte fosse inadempiente prima di far fronte ai propri obblighi. A causa dell'elevato volume delle transazioni tra questi mercati e dell'interconnessione tra i partecipanti al mercato, queste perdite potrebbero rappresentare una minaccia ben più ampia per l'intero sistema finanziario.

L'obiettivo dell'EMIR è dunque promuovere la trasparenza e la standardizzazione nei mercati dei derivati e ridurre il rischio sistemico attraverso l'applicazione dei suoi requisiti di base. Tali requisiti sono i seguenti:

- I. compensazione a livello centrale dei contratti derivati OTC standardizzati;
- II. requisiti di marginazione per i contratti derivati OTC non compensati a livello centrale;
- III. requisiti di attenuazione del rischio operativo per contratti derivati OTC non compensati a livello centrale²;
- IV. segnalazione di tutti i contratti derivati;

¹ <http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html>

² I requisiti di attenuazione del rischio operativo si riferiscono ai requisiti di cui all'articolo 11, paragrafo 1, dell'EMIR di valutare, riconciliare e confermare transazioni di derivati OTC non compensate e comprimere e riconciliare i portafogli.

V. requisiti per le controparti centrali (CCP);

VI. requisiti per i repertori di dati sulle negoziazioni.

Ai sensi dell'articolo 85, paragrafo 1, dell'EMIR, la Commissione europea rivede e redige una relazione generale sull'EMIR e la trasmette al Parlamento europeo e al Consiglio, corredata di eventuali proposte adeguate. Tale revisione tiene conto dell'esigenza di sostenere la priorità della Commissione europea di promozione dell'occupazione e della crescita.

2. CONTRIBUTO DELLE PARTI INTERESSATE

Il regolamento EMIR si applica pressoché a tutti gli utenti di derivati³, ivi comprese le controparti autorizzate in base ai quadri dei servizi finanziari dell'Unione, le controparti non finanziarie («NFC») che hanno sede nell'Unione, nonché le CCP e i repertori di dati sulle negoziazioni. Trattandosi di un regolamento, l'EMIR trova diretta applicazione in tutti gli Stati membri dell'Unione.

Per raccogliere il contributo delle parti interessate ai fini della revisione, la Commissione ha condotto una consultazione pubblica sull'attuazione dell'EMIR⁴. Tale consultazione si è tenuta nel periodo compreso tra il 19 maggio e il 13 agosto 2015 e ha consentito di raccogliere 172 risposte da una vasta gamma di parti interessate provenienti da tutta l'UE, nonché da paesi terzi.

Inoltre, nel contesto dell'invito a presentare contributi⁵ nel quadro dell'iniziativa dell'Unione dei mercati dei capitali che si è svolta tra il 30 settembre 2015 e il 31 gennaio 2016, 278 soggetti hanno sollevato questioni relative alle disposizioni dell'EMIR. Si è deciso di attendere il riscontro a tale iniziativa per avere una rappresentazione equa ed equilibrata dello stato dell'arte relativamente all'attuazione dell'EMIR e alle sfide incontrate, affinché tale rappresentazione possa costituire una base adeguata per la revisione dello stesso regolamento. Una sintesi dettagliata delle risposte alla consultazione sull'attuazione dell'EMIR è riportata nella dichiarazione di feedback.

Alcune relazioni sono state altresì ottenute dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) relativamente a vari aspetti contemplati dall'EMIR, delle quali la Commissione ha tenuto conto.

Infine, nell'ambito della revisione, sono stati forniti contributi specifici da taluni enti e autorità dell'Unione in linea con il mandato della Commissione di procedere alla revisione dell'EMIR ai sensi dell'articolo 85, paragrafo 1:

³ Ai sensi dell'articolo 1, paragrafo 4, possono essere esclusi dall'ambito di applicazione dell'EMIR taluni enti pubblici dell'Unione e di paesi terzi.

⁴ http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/emir-revision/index_en.htm

⁵ http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/financial-regulatory-framework-review/index_en.htm

- a) valutazione da parte del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) dell'esigenza di eventuali misure per facilitare l'accesso delle CCP agli strumenti di liquidità della banca centrale⁶: nella sua valutazione, il SEBC ritiene che sebbene le autorità competenti dovrebbero continuare a esaminare i quadri per la gestione dei rischi di liquidità delle CCP, non dovrebbero essere introdotte all'interno dell'EMIR norme sull'accesso alla liquidità delle banche centrali. Il SEBC ritiene che tali norme potrebbero minare il principio dell'indipendenza delle banche centrali sancito all'articolo 130 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea e creare un rischio morale su larga scala. La Commissione concorda con la valutazione del SEBC;
- b) valutazione da parte dell'ESMA dell'importanza sistemica delle operazioni in derivati OTC di imprese non finanziarie e, in particolare, l'impatto del presente regolamento sull'utilizzo di derivati OTC da parte di imprese non finanziarie⁷: l'ESMA conclude che l'attuale approccio di copertura non consente al momento di raggiungere gli attori di mercato più significativi. L'ESMA suggerisce di rimuovere l'esenzione dalla copertura e di considerare l'introduzione di una sola semplice soglia che consenta di raggiungere i principali attori di mercato in termini di volumi. Sulla base del contributo dell'ESMA, la Commissione concorda che per alcune NFC l'attuazione dell'approccio attuale previsto dall'EMIR potrebbe essere eccessivamente onerosa in considerazione del fatto che potrebbe non riuscire a ridurre in modo affidabile il rischio sistemico. La natura dell'attività di copertura è tuttavia un fattore rilevante, se si considera la rilevanza sistemica delle NFC, in quanto i soggetti che forniscono la copertura non presentano di solito un'alta leva finanziaria e hanno posizioni di segno opposto nel titolo sottostante rispetto ai loro contratti derivati OTC;
- c) valutazione da parte dell'ESMA del funzionamento del quadro di vigilanza per le CCP, compresa l'efficacia dei collegi di vigilanza, le rispettive modalità di voto stabilite dall'articolo 19, paragrafo 3, e il ruolo dell'ESMA, in particolare durante la procedura di autorizzazione per le CCP⁸: l'ESMA individua alcuni casi in cui è opportuno sviluppare approcci comuni, in particolare per quanto attiene all'attuazione dei processi previsti dagli articoli 15 e 49 dell'EMIR. Dal riscontro fornito in seguito alla consultazione è emerso un forte interesse a fornire chiarimenti sull'applicazione di detti articoli. Le autorità europee terranno ulteriormente conto della necessità di garantire convergenza in materia

⁶ Relazione del SEBC sull'esigenza di eventuali misure per facilitare l'accesso delle CCP agli strumenti di liquidità delle banche centrali

⁷ *EMIR Review Report no.1 - Review on the use of OTC derivatives by non-financial counterparties* (Relazione di revisione del regolamento EMIR n. 1 - Revisione dell'uso dei derivati OTC da parte delle controparti non finanziarie)

⁸ *ESMA review of CCP colleges under EMIR* (Revisione da parte dell'ESMA dei collegi per le CCP ai sensi dell'EMIR)

di vigilanza, nonché dei criteri pubblicamente disponibili di applicazione di detti articoli;

- d) relazioni dell'ESMA e del CERS sull'efficacia dei requisiti di marginazione nel limitare la prociclicità e sulla necessità di definire capacità d'intervento aggiuntive in questo settore⁹: entrambe le autorità hanno espresso suggerimenti per migliorare le modalità di trattamento della prociclicità. La Commissione concorda che il suggerimento di aumentare la trasparenza dei requisiti di marginazione, trattandosi di informazioni di cui i partecipanti diretti necessitano per gestire in modo efficace le loro esposizioni e prevedere improvvisi cambiamenti dei margini, ritiene tuttavia che sia prematuro apportare altri cambiamenti se si tiene conto della recente applicazione dei requisiti esistenti in materia di margini e di limitazione della prociclicità, nonché del fatto che da allora non è stata riscontrata una sistematica *défaillance* nell'attuazione delle norme in materia di margini;
- e) relazione dell'ESMA sull'evoluzione delle politiche delle CCP in materia di obblighi di marginazione (collaterale) e di garanzia e la loro adeguatezza rispetto alle attività e ai profili di rischio dei loro utenti¹⁰: l'ESMA conclude che in questa fase non vi è necessità di procedere a una revisione delle disposizioni dell'EMIR in materia di margini di garanzia collaterale e requisiti di garanzia, in quanto il regolamento delegato n. 153/2013 fornisce un livello di dettaglio sufficiente per tali requisiti.

Il contributo delle diverse autorità evidenzia che l'attuazione dell'EMIR consente di raggiungere gli obiettivi originari del regolamento di promuovere la trasparenza e la standardizzazione nei mercati dei derivati e di ridurre il rischio sistemico. Di tale contributo si è tenuto debitamente conto in fase di redazione della presente relazione. Tuttavia, la Commissione evidenzia che in alcuni ambiti sarebbe prematuro introdurre cambiamenti significativi dell'EMIR, se si tiene conto della recente applicazione dei requisiti esistenti e del fatto che fino ad ora non è stata riscontrata una *défaillance* nell'attuazione delle norme pertinenti.

⁹ *ESRB Report on the efficiency of margining requirements to limit pro-cyclicality and the need to define additional intervention capacity in this area* (Relazione del CERS sull'efficacia dei requisiti di marginazione nel limitare la prociclicità e sulla necessità di definire capacità d'intervento aggiuntive in questo settore); *ESMA's EMIR Review Report no.2 - Review on the efficiency of margining requirements to limit procyclicality* (Relazione di revisione del regolamento EMIR n. 2 dell'ESMA - Revisione dell'efficacia dei requisiti di marginazione nel limitare la prociclicità)

¹⁰ *EMIR Review Report no.3 - Segregation and portability requirements* (Relazione di revisione del regolamento EMIR n. 3 - Requisiti di segregazione e portabilità)

3. OGGETTO DELLA RELAZIONE

A norma dell'articolo 85, paragrafo 1, la Commissione è tenuta a redigere una relazione.

È importante evidenziare che taluni requisiti di base previsti dall'EMIR non sono ancora stati attuati o completati. In particolare, gli obblighi di compensazione e i requisiti di marginazione relativamente alle transazioni di derivati OTC non compensate non trovano ancora piena applicazione. In tal senso, non è possibile in questa fase effettuare una revisione completa dell'impatto del regolamento EMIR.

Ciononostante, le parti interessate hanno individuato una serie di questioni relative all'attuazione di quei requisiti che già si applicano (ovvero, la segnalazione ai repertori di dati sulle negoziazioni e i requisiti di attenuazione del rischio operativo), nonché questioni emerse durante la fase di preparazione ai requisiti di compensazione e di marginazione.

In particolare, numerose parti interessate sostengono che taluni partecipanti al mercato dei derivati debbano affrontare sfide significative nell'attuazione dei requisiti, quali la segnalazione e la compensazione di alcune transazioni. Queste sfide sono tali da poter essere considerate sproporzionate rispetto agli obiettivi dell'EMIR e in alcuni casi potrebbero influire in modo eccessivo sulle imprese, dal momento che l'adempimento di tali requisiti risulterebbe costoso rispetto ai vantaggi in termini di trasparenza dei mercati e stabilità finanziaria. Numerosi partecipanti alla consultazione pubblica hanno illustrato le loro risposte facendo un confronto tra i vari approcci alla riforma normativa adottati in altre giurisdizioni.

La presente relazione offre una sintesi degli ambiti in cui le risposte ottenute dalla consultazione e i contributi specifici delle diverse autorità dimostrano la necessità di azioni per garantire il raggiungimento degli obiettivi dell'EMIR in modo più proporzionato, efficiente ed efficace.

4. PRINCIPALI QUESTIONI INDIVIDUATE

Vi è un sostegno generalizzato agli obiettivi dell'EMIR di promozione della trasparenza e della standardizzazione nei mercati dei derivati e riduzione del rischio sistemico attraverso il rispetto dei suoi requisiti di base. Tali requisiti di base – compensazione, requisiti di marginazione, segnalazione, requisiti di attenuazione del rischio operativo e requisiti per repertori di dati sulle negoziazioni e CCP – restano fondamentali per il raggiungimento degli obiettivi dell'EMIR e il mantenimento degli impegni internazionali di riforma normativa.

Si ritiene pertanto che non si debba apportare alcuna modifica essenziale ai requisiti di base dell'EMIR, che sono fondamentali per garantire la trasparenza e attenuare i rischi sistemici nei mercati dei derivati.

Ciononostante, sono stati evidenziati una serie di ambiti in cui sono possibili adeguamenti ai requisiti dell'EMIR senza compromettere gli obiettivi generali del regolamento al fine raggiungere i seguenti scopi:

- i) semplificazione e incremento dell'efficienza dei requisiti; e
- ii) riduzione di costi e oneri sproporzionati.

4.1. Semplificazione e incremento dell'efficienza dei requisiti

I rispondenti alla consultazione, compresi CCP, partecipanti diretti, controparti non finanziarie, piccoli soggetti finanziari e fondi pensione, hanno evidenziato una serie di requisiti che potrebbero essere perfezionati per garantire il regolare funzionamento dei mercati dei derivati o favorire una più facile attuazione dei requisiti da parte dei partecipanti al mercato, senza compromettere gli obiettivi dell'EMIR o introdurre ulteriori fardelli normativi.

4.1.1. Introduzione di un meccanismo di sospensione dell'obbligo di compensazione

ESMA e CERS hanno entrambe sottolineato l'assenza di un meccanismo previsto dal regolamento EMIR che consenta la tempestiva sospensione dell'obbligo di compensazione, suggerendo la necessità di una tale misura per reagire velocemente ai profondi cambiamenti delle condizioni di mercato (ad es., brusco cambiamento dei volumi compensati o della liquidità) e rimuovere o sospendere rapidamente l'obbligo di compensazione qualora la situazione di mercato lo richieda. L'introduzione di un tale meccanismo è stata altresì caldeggiata da numerosi altri rispondenti alla consultazione.

Gli obblighi di compensazione possono essere modificati o rimossi attraverso le norme tecniche di regolamentazione (RTS), tuttavia il processo può richiedere molti mesi. Vi sono inoltre circostanze ipotizzabili, nelle quali un processo accelerato per la sospensione di un obbligo di compensazione potrebbe rendersi necessario per evitare turbative di mercato. La Commissione proporrà pertanto **un meccanismo di sospensione dell'obbligo di compensazione nell'ambito della proposta legislativa sul risanamento e la risoluzione delle controparti centrali a fini di risoluzione e considererà la possibilità di estendere l'ambito di applicazione della sospensione di detto obbligo anche ad altri scopi adeguati.**

4.1.2. Miglioramento della prevedibilità dei requisiti di marginazione.

Numerosi rispondenti alla consultazione, in particolare associazioni di categoria e istituti di credito, hanno evidenziato la difficoltà attuale di prevedere i livelli di marginazione richiesti dalle CCP per le transazioni compensate a livello centrale. Tali soggetti hanno suggerito di risolvere questa difficoltà attraverso una migliore condivisione delle informazioni tra le CCP e i partecipanti diretti. Nelle loro relazioni sulla prociclicità e i requisiti di marginazione ESMA e CERS hanno altresì invocato maggiore trasparenza sulle norme in materia di requisiti di margini e riduzione della prociclicità. **Una migliore condivisione delle informazioni potrebbe rendere la**

conformità ai requisiti di marginazione più efficiente per i partecipanti al mercato, consentendo una migliore gestione delle loro attività.

Analogamente, per quanto riguarda le transazioni *non compensate*, alcuni rispondenti alla consultazione, in particolare gli istituti finanziari, hanno evidenziato l'assenza di un mandato chiaro per l'approvazione dei modelli dei margini iniziali da parte delle autorità. Tale assenza potrebbe causare incertezza tra i partecipanti al mercato relativamente alla possibilità che le autorità considerino i loro calcoli più o meno conformi ai regolamenti. **Un mandato per l'approvazione di modelli dei margini iniziali da parte delle autorità potrebbe favorire la diffusione di un clima di certezze sia tra i partecipanti al mercato, sia tra le autorità.**

4.1.3. Razionalizzazione dei requisiti di segnalazione ai repertori di dati sulle negoziazioni

Il tema della segnalazione ai repertori di dati sulle negoziazioni è stato oggetto di numerose risposte da parte dei partecipanti al mercato e delle autorità. I rispondenti alla consultazione, prevalentemente associazioni di categoria e imprese, ma anche autorità pubbliche, società di consulenza, ONG e un sindacato, hanno suggerito che attualmente spesso le segnalazioni delle due controparti relative alla stessa transazione non sono accuratamente allineate nei repertori di dati. Ciò è in parte dovuto alla mancanza di chiarezza sugli aspetti che debbono essere oggetto della segnalazione e su come questa debba avvenire, nonché alle differenze nei requisiti imposti dai diversi repertori di dati. Inoltre, i rispondenti alla consultazione hanno suggerito la possibilità di semplificare in modo sostanziale i requisiti senza perdere dati fondamentali, in particolare per quanto riguarda gli strumenti derivati negoziati in borsa. In considerazione della difficoltà a trasmettere dati accurati e a garantirne la corrispondenza, i rispondenti alla consultazione hanno altresì messo in discussione che i dati siano affidabili e utilizzabili come dovrebbero. Infine, i rispondenti alla consultazione hanno messo in discussione l'utilità del requisito di segnalare le transazioni in essere prima dell'introduzione dell'obbligo di segnalazione (cosiddetto «*backloading*»). Ciò è dovuto al fatto che tali dati sono particolarmente difficili da segnalare - riguardano derivati i cui contratti sono stati conclusi prima che le controparti fossero in condizione di conoscere quali informazioni dovevano essere tenute e segnalate - e sono ritenuti sempre meno utili, dato che si riferiscono a dati storici considerati non di importanza critica per i regolatori.

Numerosi rispondenti alla consultazione hanno evidenziato i possibili miglioramenti che possono essere apportati a livello di repertori di dati sulle negoziazioni per rendere più efficiente l'aggregazione dei dati stessi, in particolare attraverso l'uso di metodologie comuni da parte dei repertori di dati sulle negoziazioni dell'Unione. L'ESMA ha inoltre suggerito la necessità di un aumento delle sanzioni a carico dei repertori di dati sulle negoziazioni per garantire un'efficace attività di vigilanza.

Favorire la trasparenza attraverso la razionalizzazione dei requisiti di segnalazione in certi ambiti e promuovere il funzionamento dei repertori di dati

sulle negoziazioni è fondamentale per realizzare appieno gli obiettivi dell'EMIR. Si ritiene pertanto che sia necessario condurre un'ulteriore valutazione delle regole attuali al fine di intraprendere azioni specifiche per raggiungere tale obiettivo. In tal modo è altresì possibile ridurre gli oneri che i partecipanti al mercato devono sostenere per conformarsi al regolamento.

Inoltre, talune autorità di paesi terzi devono affrontare problemi di natura giuridica per dare esecuzione agli accordi (ad es., sottoscrizione di un accordo internazionale) attualmente richiesti dall'EMIR per l'accesso reciproco ai dati conservati nei repertori di dati sulle negoziazioni. **Si dovrebbero pertanto considerare metodi alternativi che garantiscano alle autorità di paesi terzi l'accesso ai repertori di dati sulle negoziazioni e siano in grado di fornire garanzie adeguate.**

4.2 Riduzione di costi e oneri sproporzionati

4.2.1. Transazioni contemplate

Le risposte raccolte hanno evidenziato una serie di ambiti in cui le transazioni contemplate potrebbero non essere considerate necessarie al raggiungimento degli obiettivi dell'EMIR.

In particolare, le domande hanno messo in discussione se sia proporzionato l'obbligo di compensare contratti sottoscritti prima dell'entrata in vigore dell'obbligo di compensazione (cosiddetto «*frontloading*») in considerazione del numero limitato di contratti interessati, trattandosi di una misura di per sé provvisoria, controbilanciata dalle difficoltà e dall'incertezza dell'applicazione retroattiva degli obblighi di compensazione. Le imprese e associazioni di categoria hanno messo in dubbio il fatto che sia proporzionato applicare i requisiti di attenuazione del rischio operativo alle operazioni infragruppo, se si considera che tali operazioni vengono intraprese all'interno degli stessi gruppi aziendali in cui il coordinamento tra le controparti è intrinseco alla natura delle transazioni.

È opportuno riesaminare in che misura le transazioni concluse prima dell'entrata in vigore dell'obbligo di compensazione e le operazioni infragruppo debbano rientrare nell'ambito di applicazione dei rispettivi requisiti.

4.2.2. Entità interessate

a) Controparti non finanziarie (NFC)

Per quanto riguarda le controparti interessate dai requisiti dell'EMIR, i rispondenti alla consultazione hanno evidenziato che le controparti non finanziarie (NFC) devono affrontare sfide significative per rispettare i requisiti, in particolare quelli di segnalazione, a causa della mancanza di risorse ed esperienza. In considerazione dell'importanza di tali sfide, numerose controparti non finanziarie hanno messo in dubbio il fatto che tali controparti rappresentino un rischio sistemico di portata tale da giustificare il mantenimento dei requisiti dell'EMIR. I rispondenti alla consultazione

hanno altresì evidenziato che l'EMIR appare essere più vincolante nei confronti delle NFC rispetto a numerosi regimi normativi simili in vigore nei paesi terzi.

È pertanto opportuno valutare la necessità di apportare adeguamenti all'ambito di applicazione dei requisiti di base previsti dall'EMIR per far fronte alle sfide che le NFC si trovano ad affrontare.

Tali adeguamenti potrebbero includere l'eliminazione degli obblighi di legge che prevedono che le NFC rispettino i requisiti di attenuazione del rischio operativo e la semplificazione delle attività di segnalazione delle loro transazioni. Tuttavia, queste transazioni non dovrebbero essere interamente esentate dal rispetto di detti requisiti al fine di continuare a perseguire gli obiettivi del regolamento EMIR in termini di stabilità finanziaria. È opportuno considerare varie opzioni per verificare se a) le controparti finanziarie sono tenute a segnalare i dati relativi ai derivati per conto delle NFC, b) le controparti finanziarie, ma non le NFC, sono tenute a garantire l'applicazione dei requisiti di attenuazione del rischio operativo alle transazioni con le NFC, e c) le NFC devono essere esonerate dall'obbligo di segnalare le loro operazioni infragruppo.

Inoltre, nella sua relazione su questo tema l'ESMA ha fornito nuove indicazioni sulle attività delle NFC in seguito all'introduzione degli obblighi di segnalazione imposti dall'EMIR. I risultati dell'ESMA evidenziano chiaramente che per le NFC l'esenzione dalla copertura potrebbe essere difficile da monitorare e da applicare nella pratica. Le NFC potrebbero di conseguenza ricevere un trattamento normativo non coerente nei vari paesi dell'Unione. Dai dati a disposizione emerge altresì con chiarezza che le NFC presentano un basso livello di interconnessione con il sistema finanziario, in quanto effettuano le loro transazioni con poche controparti sui mercati; si registra una media di 1-2 a entità rispetto alle controparti finanziarie, che registrano invece una media di 31 controparti per entità.

Sulla base del contributo dell'ESMA, è possibile concludere che per alcune NFC l'attuazione dell'approccio attuale previsto dall'EMIR risulta onerosa e potrebbe non riuscire a ridurre in modo significativo il rischio sistemico. Tuttavia, si ritiene che la natura dell'attività di copertura sia ciononostante un fattore rilevante se si considera la rilevanza sistemica delle NFC, in quanto i soggetti che prestano la copertura non presentano di solito un'alta leva finanziaria e hanno posizioni di segno opposto nel titolo sottostante rispetto ai loro contratti derivati OTC.

Pertanto, se si tiene conto del basso livello di interconnessione delle NFC evidenziato dai dati a disposizione all'interno del sistema finanziario, è opportuno considerare anche se i requisiti di compensazione e di marginazione dovrebbero riguardare ogni NFC, o solo alcune di esse, in base al volume e al tipo di attività che svolgono nei mercati dei derivati.

Una tale considerazione dovrebbe tenere conto del fatto che alcune NFC possono essere riclassificate con l'attuazione della direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MIFID II).

b) Controparti finanziarie di piccole dimensioni

Oltre alle difficoltà che devono affrontare le NFC, i piccoli soggetti finanziari, le associazioni di categoria e alcune autorità pubbliche hanno evidenziato che nel condurre operazioni di minore entità con i derivati dovevano affrontare problemi significativi nello stabilire l'accesso alla compensazione necessario a far fronte ai successivi obblighi di compensazione. Secondo i rispondenti alla consultazione, ciò è stato dovuto prevalentemente ai requisiti del coefficiente di leva finanziaria previsti applicati dai partecipanti diretti ai sensi del regolamento sui requisiti patrimoniali¹¹, che si pensa abbiano il potenziale di rendere i servizi di compensazione al cliente troppo costosi da offrire. Un altro ostacolo evidenziato dai rispondenti alla consultazione è risultato essere la mancanza sia di flessibilità, sia di certezza sulle opzioni di segregazione e portabilità. I rispondenti alla consultazione hanno evidenziato i problemi legati all'applicazione di tali requisiti, in particolare dovuti alla potenziale difficoltà di renderli operativi in taluni Stati membri a causa delle leggi nazionali in materia di insolvenza. Infine, numerosi rispondenti alla consultazione hanno suggerito che sebbene gli ostacoli descritti possano essere risolti, alcune controparti finanziarie di piccole dimensioni soggette a requisiti di compensazione esercitano un'attività così limitata con i derivati OTC che soluzioni di compensazione non sono commercialmente praticabili. **Occorre considerare azioni per rimuovere gli ostacoli alla compensazione per conto dei clienti.**

c) Schemi pensionistici

Gli schemi pensionistici sono attualmente esenti dall'obbligo di compensazione ai sensi dell'EMIR grazie a un regolamento delegato della Commissione¹². Tale esenzione scadrà il 16 agosto 2017 al più tardi e può essere prorogata di un altro anno tramite un altro atto delegato dalla Commissione europea. Come illustrato nella relazione della Commissione atta a valutare i progressi e gli sforzi compiuti dalle CCP nello sviluppo di soluzioni tecniche per il trasferimento da parte degli schemi pensionistici di garanzie non in contanti come margini di variazione e la necessità di eventuali misure miranti a favorire tale soluzione¹³, nel prossimo futuro è poco probabile che gli schemi pensionistici adottino soluzioni di compensazione consistenti

¹¹ Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013 relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012, GU L 176 del 27.6.2013

¹² Regolamento delegato (UE) 2015/1515 della Commissione del 5 giugno 2015 che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la proroga del periodo transitorio per gli schemi pensionistici, GU L 239 del 15.9.2015

¹³ Relazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio ai sensi dell'articolo 85, paragrafo 2, del regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 luglio 2012, sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni, atta a valutare i progressi e gli sforzi compiuti dalle CCP nello sviluppo di soluzioni tecniche per il trasferimento da parte degli schemi pensionistici di garanzie non in contanti come margini di variazione, nonché la necessità di eventuali misure miranti a favorire tale soluzione (COM(2015)39 definitiva del 3.2.2015)

nel deposito di attività non in contanti come margini di variazione. Una volta scaduta l'esenzione dalla compensazione attualmente prevista dall'EMIR, gli schemi pensionistici dovranno scegliere tra i) fare affidamento ai mercati REPO per la trasformazione delle garanzie, o ii) aumentare la liquidità relativa alle loro attività non in contante. Il primo scenario non è una soluzione affidabile in periodi di volatilità di mercato e una sfida in termini di capacità per i mercati REPO potrebbe generare maggiori minacce alla liquidità e alla stabilità di tali mercati. Il secondo scenario avrebbe un impatto negativo sui redditi da pensione dei beneficiari degli schemi pensionistici, che secondo le stime di uno studio di riferimento¹⁴ commissionato dalla Commissione europea dovrebbe arrivare al 3,66% nei paesi dell'UE nei prossimi 20-40 anni¹⁵.

È opportuna una valutazione della possibilità di prolungare o rendere permanente la proroga attuale senza compromettere l'obiettivo dell'EMIR di ridurre il rischio sistemico, in quanto gli schemi pensionistici sarebbero ancora oggetto di marginazione bilaterale in grado di mitigare i rischi sistemici per le transazioni OTC non compensate a livello centrale.

5. CONCLUSIONI

Non sembra esservi la necessità di apportare modifiche essenziali ai requisiti di base dell'EMIR, che sono fondamentali per garantire la trasparenza e attenuare i rischi sistemici nei mercati dei derivati.

Ciononostante, l'analisi dei contributi ricevuti nell'ambito del processo di revisione dell'EMIR e dell'invito a presentare contributi ha evidenziato l'opportunità di considerare azioni per far fronte alle questioni individuate nella presente relazione.

In particolare, occorre procedere a un'ulteriore valutazione per stabilire come alleviare le sfide individuate per consentire un'applicazione razionalizzata dell'EMIR che sia in grado di eliminare gli oneri normativi in eccesso a carico dei partecipanti al mercato e permettere una più facile attuazione dei requisiti, garantendo comunque al contempo il raggiungimento degli obiettivi dell'EMIR. Durante tale processo è opportuno tenere conto attentamente dei principi internazionali seguiti nei mercati dei derivati per garantire il funzionamento efficiente dei mercati globali. Questa iniziativa andrebbe inoltre a sostegno del programma generale "Legiferare meglio" della Commissione in quanto contribuirebbe all'eliminazione dei costi non necessari attualmente sostenuti dalle società e permetterebbe di liberare fondi a favore degli investimenti.

La Commissione proporrà una revisione legislativa dell'EMIR nel 2017 nell'ambito del programma REFIT, che sarà accompagnata da una valutazione di impatto che tenga conto più in profondità delle diverse questioni in gioco. Nel contesto di tale

¹⁴ Studio di riferimento sulle soluzioni per la prestazione di garanzie reali non in contanti alle controparti centrali da parte degli schemi pensionistici - 25 luglio 2014.

¹⁵ *ibid.*

revisione, la Commissione valuta altresì le norme tecniche pertinenti connesse al regolamento EMIR.

Infine, la Commissione ha avanzato una proposta legislativa sul risanamento e la risoluzione delle controparti centrali. Tale proposta riguarda aspetti non contemplati dall'EMIR, come la pianificazione del risanamento, la pianificazione della risoluzione e l'eliminazione di impedimenti alla possibilità di risoluzione delle CCP, affinché le autorità possano gestire efficacemente le loro difficoltà finanziarie senza creare instabilità finanziaria in modo indebito o mettere a rischio le risorse pubbliche.