COMMISSIONE
EUROPEA

Bruxelles, 9.6.2022
COM(2022) 254 final

RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO E AL CONSIGLIO

a norma 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, modificato dal regolamento (UE) 2019/834, atta a valutare se siano state sviluppate soluzioni tecniche praticabili per il trasferimento da parte degli schemi pensionistici di garanzie in contanti e non in contanti come margini di variazione, nonché la necessità di eventuali misure volte a facilitare tali soluzioni tecniche praticabili

RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO E AL CONSIGLIO

a norma 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, modificato dal regolamento (UE) 2019/834, atta a valutare se siano state sviluppate soluzioni tecniche praticabili per il trasferimento da parte degli schemi pensionistici di garanzie in contanti e non in contanti come margini di variazione, nonché la necessità di eventuali misure volte a facilitare tali soluzioni tecniche praticabili

1. INTRODUZIONE

Il regolamento sulle infrastrutture del mercato europeo[1] (EMIR) prevede, in relazione a determinati tipi di derivati over-the-counter (OTC)[2], un'esenzione temporanea dall'obbligo di compensazione centrale per i soggetti che gestiscono schemi pensionistici. Detta esenzione è stata prorogata varie volte dal 2012[3] ed è attualmente concessa fino al 18 giugno 2022. La Commissione può adottare un atto delegato volto a prorogare l'esenzione per un'ultima volta fino a giugno 2023.

Imporre agli schemi pensionistici di compensare i contratti derivati OTC presso una controparte centrale (CCP) potrebbe portare tali soggetti a trasformare una quantità significativa delle loro attività orientandosi verso il contante o altre attività altamente liquide, quali i depositi bancari, le azioni di fondi del mercato monetario, i contratti di vendita con patto di riacquisto o le linee di credito, per poter fornire "margine"[4] alle CCP. L'obbligo di compensazione e l'obbligo di fornire margine ad esso associato[5] riguardano in particolare la necessità di garantire contante a sufficienza per il margine di variazione[6] che deve essere

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

[2] A norma dell'articolo 2, punto 10, del regolamento EMIR, gli schemi pensionistici comprendono gli enti pensionistici aziendali o professionali quali definiti all'articolo 6, lettera a), della direttiva 2003/41/CE, le attività nel settore delle pensioni aziendali e professionali degli enti di cui all'articolo 3 della medesima direttiva, le attività nel settore delle pensioni aziendali e professionali delle imprese di assicurazione disciplinate dalla direttiva 2002/83/CE (a determinate condizioni), nonché altri enti autorizzati e controllati o schemi che operano su base nazionale che siano finalizzati in via prioritaria a erogare prestazioni pensionistiche. In conformità dell'articolo 89, paragrafo 1, del regolamento EMIR, l'esenzione riguarda i derivati OTC di cui può essere oggettivamente quantificata la riduzione dei rischi di investimento direttamente riconducibili alla solvibilità finanziaria degli schemi pensionistici.

[3] La più recente proroga dell'esenzione risale al maggio 2021 ed è avvenuta attraverso il regolamento delegato (UE) 2021/962 della Commissione relativo alla proroga del periodo transitorio di cui all'articolo 89, paragrafo 1, primo comma, del regolamento (UE) n. 648/2012.

[4] Il margine costituisce la garanzia che un investitore deve depositare. Il regolamento EMIR distingue tra margine iniziale e margine di variazione. Il margine iniziale è volto a coprire le oscillazioni di valore attuali e quelle che potrebbero verificarsi in futuro.

[5] Di regola, i soggetti che gestiscono schemi pensionistici finalizzati principalmente a fornire prestazioni durante il pensionamento, erogate solitamente sotto forma di pagamenti a carattere vitalizio, ma anche a titolo temporaneo o una tantum, destinano una percentuale minima degli attivi a contante per garantire ai contraenti il massimo possibile di efficienza e di rendimento. Cfr. il considerando 26 del regolamento (UE) n. 648/2012 sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni.

[6] Il margine di variazione è la garanzia riscossa periodicamente da una parte per riflettere le modifiche del valore di mercato di un contratto in essere. Poiché alle richieste di margini di variazione devono solitamente seguire pagamenti entro breve tempo (ad esempio da un giorno all'altro o persino nell'arco del medesimo giorno), la

coperto periodicamente ed entro breve tempo. Di conseguenza, vi è il rischio che imporre prematuramente agli schemi pensionistici di compensare i contratti derivati OTC a livello centrale possa implicare il dirottamento da parte loro di una percentuale considerevole di attività verso il contante onde sviluppare riserve di capitale al fine di soddisfare i possibili requisiti in materia di margini delle CCP, riducendo pertanto le risorse assegnate agli investimenti che generano reddito destinato a coprire le pensioni future. Tuttavia, il fine ultimo del regolamento resta la compensazione centrale per gli schemi pensionistici non appena possibile.

L'articolo 85, paragrafo 2, del regolamento EMIR prevede che la Commissione debba elaborare relazioni annuali atte a valutare se siano state sviluppate soluzioni tecniche praticabili per il trasferimento da parte degli schemi pensionistici di garanzie in contanti e non in contanti come margine di variazione, nonché la necessità di misure volte a facilitarne l'adozione. Il presente documento costituisce la terza relazione della Commissione e illustra i progressi finora compiuti.

2. CONTRIBUTI RICEVUTI

Dal 17 giugno 2019, data di entrata in vigore del regolamento che modifica il regolamento EMIR (EMIR REFIT)[7], sono in corso attività in vari consessi per il monitoraggio dei progressi compiuti dagli schemi pensionistici verso la compensazione centrale. Sono stati ricevuti contributi dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA), dall'Autorità bancaria europea (ABE), dall'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA) e dal Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) come pure dai partecipanti al mercato attraverso il gruppo di esperti sugli schemi pensionistici[8]. L'ESMA, in collaborazione con l'ABE, l'EIOPA e il CERS, ha presentato alla Commissione relazioni annuali atte a valutare la questione, come prescritto dal regolamento EMIR. La prima relazione[9] è pervenuta alla Commissione nell'aprile 2020, la seconda[10] è stata presentata alla Commissione nel dicembre 2020[11], mentre l'ultima relazione[12] dell'ESMA è stata inviata alla Commissione nel gennaio 2022.

---

posizione in contanti svolge un ruolo fondamentale in quanto il contante costituisce lo strumento più ampiamente utilizzato per soddisfare tali richieste.

[7] Regolamento (UE) 2019/834 del Parlamento europeo 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 (EMIR REFIT).

[8] Come previsto dall'articolo 85, paragrafo 2, del regolamento EMIR, la Commissione europea ha istituito un gruppo di esperti composto dai rappresentanti delle CCP, dei partecipanti diretti, degli schemi pensionistici e delle altre parti interessate, al fine di monitorarne gli sforzi e valutare i progressi compiuti nello sviluppo di soluzioni tecniche praticabili.

[9] "Central clearing solutions for pension scheme arrangements", Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, 2 aprile 2020, ESMA70-151-2823.

[10] "Report on the central clearing solutions for pension scheme arrangements (No.2)", Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, 17 dicembre 2020, ESMA70-151-3248.

[11] Ibid. per ulteriori informazioni cfr. capitolo 4 "Public Consultation". I risultati della seconda relazione sono stati suffragati da una consultazione pubblica di ampia portata, nell'ambito della quale sono stati raccolti i pareri dei portatori di interessi e sono stati aggiornati i dati relativi ai portafogli degli schemi pensionistici europei e all'impatto quantitativo del trasferimento dei loro portafogli di derivati OTC verso la compensazione centrale.

[12] "The clearing obligation for pension scheme arrangements", Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, 25 gennaio 2022, ESMA70-451-110.

Tenendo in considerazione i contributi ricevuti, la Commissione ha pubblicato finora due relazioni[13] [14] in cui sono valutate le condizioni di liquidità e sono esaminati vari accordi di compensazione per i fondi pensione. Dette relazioni illustrano altresì le argomentazioni relative alle successive proroghe dell'esenzione[15].

Nella relazione del gennaio 2022 l'ESMA ha concluso che la descrizione, l'analisi e i risultati illustrati in modo dettagliato nella seconda relazione globale erano ancora validi. L'Autorità ha ritenuto improbabile che, nonostante gli sforzi dei portatori di interessi e delle autorità di regolamentazione, esista un'unica soluzione per far fronte ai problemi riguardanti gli schemi pensionistici, sostenendo che sarebbe invece opportuno ricercare un insieme di soluzioni che agevolino l'accesso alla liquidità o allentino la pressione nello svolgimento delle operazioni di compensazione. L'ultima relazione si è pertanto concentrata sulla valutazione del livello di prontezza operativa degli schemi pensionistici a compensare i loro derivati OTC su tassi di interesse. L'ESMA ha concluso che gli schemi pensionistici sono in larga misura pronti sotto il profilo operativo, in quanto ha rilevato una serie di soluzioni a disposizione degli schemi pensionistici tale da portarla a concludere che sussistano meno motivi per trattare gli schemi pensionistici in modo diverso rispetto ad altri partecipanti al mercato. L'ESMA ha inoltre osservato che la proroga dell'esenzione dall'obbligo di compensazione dovrebbe essere considerata nel più ampio contesto della creazione di capacità di compensazione nell'UE e dell'aumento dell'attrattiva delle CCP dell'UE, obiettivi per i quali può rivelarsi utile anche la fine di tale esenzione.

Tuttavia, secondo l'ESMA, varie considerazioni di carattere operativo giustificherebbero la concessione di più tempo agli schemi pensionistici prima di sottoporli all'obbligo di compensazione. In particolare, l'ESMA ha sottolineato che gli schemi pensionistici e i partecipanti al mercato pertinenti necessitano di tempo per concludere i loro accordi di compensazione e di gestione delle garanzie. Essa ha inoltre aggiunto che la decisione della Commissione deve essere comunicata con sufficiente anticipo, in modo tale da consentire a tutte le parti interessate di adeguare i rispettivi piani di attuazione. Tenendo in considerazione gli aspetti summenzionati, l'ESMA ha raccomandato un'ulteriore proroga dell'esenzione dall'obbligo di compensazione fino al 19 giugno 2023.

Dall'ultima relazione della Commissione, risalente al maggio 2021, il gruppo di esperti sugli schemi pensionistici si è riunito tre volte. I partecipanti hanno confermato che gli schemi pensionistici sono in larga misura pronti a effettuare la compensazione, dispongono di accordi di compensazione e compensano alcune operazioni su base volontaria. Gli schemi pensionistici hanno al contempo sottolineato che permane la questione di fondo dell'accesso al contante. Per farvi fronte, il gruppo di esperti sugli schemi pensionistici ha in particolare discusso dei pronti contro termine compensati come una delle possibili soluzioni in materia di liquidità. Gli schemi pensionistici hanno tuttavia osservato che, sebbene questo costituisca un passo nella giusta direzione, fare eccessivo affidamento sul mercato dei pronti contro termine compensati li renderebbe vulnerabili a un rischio di liquidità residuo in condizioni di mercato estreme.

[13] COM (2020) 574 final.
[14] COM (2021) 224 final.
[15] L'esenzione iniziale era stata prevista dal regolamento EMIR fino al 16 agosto 2018, mentre l'EMIR REFIT ha prorogato tale esenzione fino a giugno 2021, con la possibilità di un'ulteriore proroga di uno o due anni.

3. CONTESTO POLITICO

Il Regno Unito costituisce un polo chiave per la compensazione centrale dei derivati e resta un luogo importante per la compensazione da parte degli operatori di mercato dell'UE, che nel corso degli anni hanno accumulato una quantità significativa di posizioni presso le CCP del Regno Unito. Benché molti schemi pensionistici dell'UE dispongano attualmente di accordi di compensazione sia nell'UE che nel Regno Unito, dall'analisi emerge che essi tendono a effettuare compensazioni in misura maggiore nel Regno Unito. Al fine di evitare rischi per la stabilità finanziaria dell'UE, nel settembre 2020 la Commissione ha adottato una decisione temporanea sull'equivalenza del quadro normativo e di vigilanza del Regno Unito per le CCP, inizialmente prevista fino a giugno 2022[16] e successivamente prorogata fino al 30 giugno 2025[17]. Al contempo, i partecipanti al mercato dell'UE sono stati esortati a ridurre le loro esposizioni verso CCP del Regno Unito, in quanto l'entità di tali esposizioni può rendere difficoltosa per le autorità dell'Unione la gestione della stabilità finanziaria in caso di stress.

Nel gennaio 2021 la Commissione ha istituito un gruppo di lavoro comprendente le autorità europee di vigilanza (AEV), il CERS, la Banca centrale europea (BCE) e il meccanismo di vigilanza unico (SSM) per valutare le opportunità e le sfide legate al trasferimento della compensazione dei derivati dal Regno Unito alle CCP dell'UE. Il gruppo ha inoltre interpellato vari portatori di interessi per raccogliere opinioni e contributi. I dibattiti in seno al gruppo hanno confermato i rischi per l'UE derivanti dalle esposizioni verso CCP del Regno Unito. Tali rischi sono stati inoltre evidenziati nella valutazione delle CCP di paesi terzi di rilevanza sistemica svolta dall'ESMA nel quadro del regolamento EMIR 2.2[18], conclusa nel dicembre dello scorso anno[19].

Di conseguenza, al fine di promuovere servizi di compensazione competitivi ed efficienti, la Commissione presenterà nella seconda metà del 2022 misure volte a rendere le CCP dell'UE più attrattive per i partecipanti al mercato, rendendo l'UE un polo di compensazione più attrattivo ed efficiente sotto il profilo dei costi e rafforzando il quadro di vigilanza dell'UE per le CCP per garantire una migliore gestione dei rischi associati.

In tale contesto, porre fine all'esenzione per gli schemi pensionistici potrebbe contribuire a sviluppare la riserva di liquidità dell'UE, attraendo potenzialmente ulteriori operazioni di compensazione nell'UE.

4. SVILUPPI DOPO LE RELAZIONI INIZIALI DELLA COMMISSIONE

[16] Decisione di esecuzione (UE) 2020/1308 della Commissione che stabilisce, per un periodo di tempo limitato, che il quadro normativo applicabile alle controparti centrali del Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord è equivalente, in conformità del regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio.

[17] Decisione di esecuzione (UE) 2022/174 della Commissione che stabilisce, per un periodo di tempo limitato, che il quadro normativo applicabile alle controparti centrali del Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord è equivalente, in conformità del regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio.

[18] 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 (GU L 322 del 12.12.2019).

[19] Relazione di valutazione dell'ESMA in conformità dell'articolo 25, paragrafo 2 quater, del regolamento EMIR disponibile all'indirizzo https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-results-its-assessment-systemically-important-uk-central. L'ESMA ha rilevato che il servizio SwapClear fornito da LCH Ltd per i derivati su tassi di interesse denominati in euro e zloty polacchi nonché i segmenti dei derivati su tassi di interesse a breve termine e credit default swap di ICE Clear Europe Ltd per i prodotti denominati in euro rivestono una notevole importanza sistemica per l'UE o per uno o più Stati membri.

L'esenzione temporanea dall'obbligo di compensazione puntava a fornire agli schemi pensionistici e ad altri partecipanti al mercato pertinenti tempo a sufficienza per diversificare le fonti di liquidità al fine di soddisfare le esigenze riguardanti i margini di variazione e sviluppare la capacità operativa per gestire la compensazione di ampi portafogli di derivati.

4.1 Liquidità

L'esenzione temporanea dall'obbligo di compensazione per gli schemi pensionistici mira ad attenuare l'impatto che l'obbligo di compensazione avrebbe sulla loro allocazione di contante. Il motivo più comune per l'utilizzo dei derivati OTC da parte degli schemi pensionistici risiede nel numero insufficiente di emissioni di obbligazioni a lungo termine di qualità elevata, che ne limita la capacità di gestire in modo adeguato i rischi di tasso di interesse[20]. Tale aspetto desta preoccupazioni riguardo all'accesso al contante durante i periodi di stress del mercato[21], quando le richieste di margine aumentano e gli schemi pensionistici si trovano a essere in concorrenza con altri operatori del mercato per ragioni di liquidità.

Le condizioni di liquidità per gli schemi pensionistici si sono sviluppate in modo favorevole dall'inizio dell'obbligo previsto dal regolamento EMIR di compensare a livello centrale determinate categorie di derivati OTC, registrando una buona tenuta persino durante i recenti periodi di volatilità. Ad eccezione del periodo marzo-aprile 2020, quando le richieste di margini di variazione su base giornaliera sono state notevolmente superiori ai flussi medi solitamente registrati[22], gli schemi pensionistici non hanno riscontrato problemi di liquidità in relazione alle richieste di margini. Nel marzo 2020 i pagamenti dei margini di variazione sono stati elevati rispetto alle attività altamente liquide detenute dai fondi pensione e hanno causato carenze di liquidità per alcuni di essi[23]. I fondi pensione sono tuttavia stati generalmente in grado di far fronte a tali circostanze[24].

Durante i periodi di stress dei mercati, il mercato dei pronti contro termine può diventare un'importante fonte di liquidità per i partecipanti che fungono da acquirenti, ivi compresi gli schemi pensionistici. Negli ultimi anni, i partecipanti al mercato sono stati attivi nel venire incontro agli schemi pensionistici e ad altri enti nell'ecosistema della compensazione dei pronti contro termine. Eurex, CCP tedesca, ha creato un modello di "accesso diretto" per agevolare l'accesso alla compensazione che riguarda sia i pronti contro termine che gli swap su tassi di interesse. Più recentemente, una seconda stanza di compensazione dell'UE[25] ha reso

---

[20] "Report to the European Commission on the central clearing solutions for pension scheme arrangements (No.2)", Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, 17 dicembre 2020, ESMA70-151-3248.

[21] Le notevoli oscillazioni del margine di variazione verificatesi nel marzo 2020 sono un esempio dei motivi di tale preoccupazione. Tra l'11 e il 23 marzo 2020 le imprese di assicurazione e i fondi pensione europei hanno dovuto versare 50 miliardi di EUR aggiuntivi sotto forma di margini di variazione alle loro controparti. Più del 90 % di tali margini è stato costituito da imprese di assicurazione e fondi pensione dei Paesi Bassi, che dispongono di portafogli caratterizzati da una durata e dimensioni estremamente elevate. Fonte: "Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds", Banca centrale europea, rassegna della stabilità finanziaria, novembre 2020.

[22] "Review of margining practices – Consultative report", Banca dei regolamenti internazionali, ottobre 2021.

[23] "Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds", Banca centrale europea, novembre 2020.

[24] Ad esempio, il margine di variazione globale costituito dalle imprese di assicurazione e dai fondi pensione dei Paesi Bassi nel marzo 2020 ha raggiunto circa il 77 % delle loro attività altamente liquide detenute, anche se tale dato cela probabilmente una certa eterogeneità. Fonte: "Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds", Banca centrale europea, rassegna della stabilità finanziaria, novembre 2020.

[25] "LCH RepoClear SA clears first euro repo by Sponsored Member", comunicato stampa di LCH, 10 dicembre 2021.

disponibile un'offerta di modelli di compensazione dei pronti contro termine tutelati da promotori[26], aggiungendo ulteriori capacità di trasformazione delle garanzie. Tali modelli dovrebbero continuare a svilupparsi nel corso del 2022 e 2023, portando a una maggiore adozione da parte dei promotori della compensazione e dei partecipanti che fungono da acquirenti.

Ciononostante, gli schemi pensionistici continuano a segnalare problemi riguardanti la loro liquidità. Pur essendo finora rimasta elevata, la liquidità potrebbe ridursi, soprattutto nel mercato delle garanzie generiche[27], con il normalizzarsi della politica monetaria[28] nel medio periodo. Gli schemi pensionistici sostengono che ciò potrebbe portarli a dover vendere partecipazioni quali titoli azionari, obbligazioni societarie e titoli di Stato. In tale contesto, essi si troverebbero a vendere in un mercato in calo e tali vendite di attività potrebbero aggravare ulteriormente la pressione al ribasso sui prezzi delle attività già in discesa.

Potrebbero comunque divenire disponibili fonti alternative di flussi di cassa. Ad esempio, l'estensione degli orari di funzionamento di TARGET2[29] e T2S[30] entro la fine dell'anno in corso potrebbe contribuire a garantire che le operazioni di finanziamento da linee di pronti contro termine denominate in euro possano essere regolate all'arrivo delle richieste di margine. Sebbene sembrino più adatti alle esigenze degli schemi pensionistici di grandi dimensioni, tali nuovi modelli di accesso consentono alle banche di liberare capacità di bilancio, potenzialmente anche a vantaggio degli schemi pensionistici più piccoli. Gli schemi pensionistici chiedono tuttavia l'introduzione di un collegamento delle banche centrali con la piattaforma dei pronti contro termine compensati, in modo tale da consentire alle banche centrali di intervenire nel mercato dei pronti contro termine e fungere da fornitrici di contante ai fondi pensione (nonché ad altri partecipanti al mercato) utilizzando i pronti contro termine compensati.

È tuttavia opportuno notare che né l'ESMA nelle sue tre relazioni annuali né il gruppo di esperti sugli schemi pensionistici hanno indicato in alcun momento, nemmeno nella primavera 2020, un peggioramento delle condizioni di liquidità tale da minacciare in modo permanente la capacità degli schemi pensionistici di soddisfare le richieste di margine. In modo analogo, i servizi di compensazione per le operazioni di pronti contro termine e i titoli di Stato sono rimasti resilienti e stabili, diversamente dalla liquidità riscontrata nel mercato bilaterale dei pronti contro termine. Anche prima dell'intervento delle banche centrali, nessun

[26] Tali modelli consentono alle imprese acquirenti di accedere alla compensazione con il sostegno di una banca ("agente di compensazione" o "promotore"), che solitamente agevola i pagamenti dei margini e fornisce contributi al fondo di garanzia in caso di inadempimento per le operazioni.

[27] Le garanzie generiche consistono in una serie di emissioni di titoli che si scambiano sul mercato dei pronti contro termine a un tasso di pronti contro termine identico o molto simile. Tali titoli possono pertanto essere sostituiti l'uno con l'altro senza modifiche significative dei pronti contro termine. La liquidità sul mercato dei pronti contro termine delle garanzie generiche è fondamentale per gli schemi pensionistici.

[28] "Monetary policy in an uncertain world", discorso di Christine Lagarde, presidente della Banca centrale europea, Francoforte sul Meno, 17 marzo 2022.

[29] TARGET2 è il sistema di regolamento lordo in tempo reale di proprietà dell'Eurosistema e da quest'ultimo gestito. Esso regola i pagamenti relativi alle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema nonché le operazioni commerciali e interbancarie.

[30] TARGET2-Securities (T2S) è una piattaforma comune sulla quale i titoli e il contante possono essere trasferiti tra gli investitori in Europa, utilizzando pratiche e norme armonizzate. Sono attualmente 20 i paesi europei che utilizzano la piattaforma T2S.

fondo comune monetario[31] ha sospeso i rimborsi e il mercato dei pronti contro termine ha continuato a funzionare, il che significa che gli schemi pensionistici hanno continuato a poter accedere alla liquidità. Tuttavia, in periodi di stress, gli schemi pensionistici possono trarre indirettamente beneficio dalle operazioni delle banche centrali volte a sostenere i segmenti di mercato vulnerabili, come è avvenuto nel periodo marzo-aprile 2020 quando la BCE ha messo a disposizione linee di credito per le banche ai fini dell'acquisto di attività da fondi comuni monetari o l'estensione delle garanzie alle obbligazioni bancarie non garantite[32].

4.2 Prontezza operativa per la compensazione

Gli schemi pensionistici sono in larga misura pronti a effettuare la compensazione, il che significa che hanno in essere accordi di compensazione e compensano alcune operazioni su base volontaria. Tali risultati sono confermati dall'ultima relazione dell'ESMA che ha messo in evidenza un livello elevato di prontezza operativa degli schemi pensionistici a effettuare la compensazione[33].

L'analisi dell'ESMA indica che circa un terzo degli schemi pensionistici che compensano operazioni ha iniziato a effettuare dette compensazioni lo scorso anno. Sussistono tuttavia alcune differenze tra gli schemi pensionistici (alcuni compensano la grande maggioranza delle loro operazioni, mentre altri ne compensano pochissime o non le compensano affatto) e l'attività di compensazione sembra essere concentrata (circa il 70 % dei nozionali compensati è attribuibile ad appena cinque schemi pensionistici). Sotto il profilo delle percentuali relative alle compensazioni, l'analisi indica che è compensato circa il 25 % del nozionale (40 % delle operazioni totali) negoziato dagli schemi pensionistici. Tuttavia, mentre i tre maggiori schemi pensionistici generalmente compensano in media circa il 25 %, ma comunque non più del 25-30 %, delle loro operazioni, nel caso degli schemi pensionistici di piccole e medie dimensioni la percentuale di compensazione delle operazioni varia tra lo 0 % e il 100 %.

Per gli swap compensati dagli schemi pensionistici rispetto al volume complessivo di operazioni compensate, il rapporto tra Eurex e LCH Ltd per quanto riguarda l'attività di compensazione è tuttavia proporzionale a quello per il resto del mercato, vale a dire che LCH Ltd continua a disporre di una quota di mercato dominante. Dal punto di vista degli accordi di compensazione, la situazione è tuttavia diversa. Prendendo in considerazione gli schemi pensionistici con una soglia di margine iniziale superiore agli 8 miliardi di EUR, l'analisi indica percentuali analoghe in termini di schemi pensionistici aventi almeno un'operazione compensata presso Eurex (76 %) e un'operazione compensata presso LCH Ltd (80 %). Ciò starebbe a indicare che la grande maggioranza degli schemi pensionistici di grandi dimensioni, quelli più probabilmente interessati dall'obbligo di compensazione, hanno accordi di compensazione in essere con entrambe le CCP. Secondo i calcoli dell'ESMA, 31 schemi pensionistici dell'UE sarebbero soggetti all'obbligo di compensazione a norma del regolamento EMIR, in quanto sarebbero al di sopra delle soglie di compensazione[34].

---

[31] Un fondo comune monetario investe in strumenti liquidi e a breve termine (solitamente con scadenza fino a un anno). Tali fondi offrono agli investitori un rischio limitato e, se del caso, la possibilità di ritirare la liquidità (disinvestire).

[32] "EU money market fund regulation – legislative review", Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, 26 marzo 2021, ESMA34-49-309.

[33] Tali risultati sono stati presentati e discussi durante l'incontro del gruppo di esperti della Commissione europea tenutosi il 14 dicembre 2021 e i partecipanti che sono intervenuti hanno confermato di notare le medesime tendenze.

[34] L'EMIR REFIT ha definito "piccole controparti finanziarie" i soggetti il cui volume di attività nei mercati dei derivati OTC è troppo basso per presentare un rischio sistemico importante. Tali controparti sono esentate

La grande maggioranza di tali schemi pensionistici (80 %) ha compensato almeno un'operazione ma non necessariamente tutto il proprio portafoglio di derivati e ha quindi in essere qualche accordo di compensazione. Lo sviluppo della strategia della Commissione relativa alla compensazione, che sarà presentata nel corso del 2022, punta a migliorare l'attrattiva dei servizi di compensazione nell'UE.

È infine importante evidenziare che, nonostante la loro crescente prontezza operativa, gli schemi pensionistici hanno espresso preoccupazioni in merito alla disponibilità di una capacità sufficiente a compensare tutti i propri derivati soggetti all'obbligo di compensazione. Essi hanno indicato che l'aumento del tasso di compensazione rispetto ai livelli attuali potrebbe porre problemi sotto il profilo dei limiti alla capacità di compensazione causati da un numero limitato di partecipanti diretti o dai loro potenziali limiti di compensazione.

5. CONCLUSIONI

L'attuale esenzione dall'obbligo di compensazione centrale scade il 18 giugno 2022. L'EMIR REFIT consente alla Commissione di prorogare tale esenzione temporanea per l'ultima volta fino al 18 giugno 2023, qualora giungesse alla conclusione che i partecipanti al mercato necessitino di più tempo per sviluppare ulteriormente e adottare soluzioni tecniche adeguate e che gli effetti avversi della compensazione centrale dei contratti derivati sui redditi da pensione restino immutati.

L'analisi della Commissione mostra che le condizioni di liquidità degli schemi pensionistici continuano a migliorare e sono sorti vari modelli per accedere alla compensazione centrale o trasformare le garanzie. Sebbene la ricerca di un'unica soluzione per la fornitura di margine alle CCP da parte degli schemi pensionistici in condizioni di stress del mercato si sia dimostrata difficile da percorrere, esistono vari strumenti che dovrebbero consentire ai fondi pensione di occuparsi della compensazione in modo efficiente in varie condizioni di mercato, anche in caso di stress.

Al fine di utilizzare pienamente le soluzioni disponibili, i fondi pensione dello Spazio economico europeo (SEE) dovranno rafforzare la loro capacità operativa di compensazione e gestione della liquidità e delle garanzie. L'analisi presentata dall'ESMA ha indicato che il numero di schemi pensionistici che effettua compensazioni continua ad aumentare, ma che nel settore si riscontrano livelli di prontezza disparati. Gli schemi pensionistici e i partecipanti diretti delle loro CCP necessiterebbero pertanto di altro tempo per concludere gli accordi necessari a compensare tutti i contratti interessati. È inoltre necessario del tempo per far fronte alla prontezza in materia di liquidità degli schemi pensionistici, in quanto non tutti sembrano avere una gestione adeguata della liquidità. Le autorità nazionali competenti degli Stati membri che hanno i maggiori mercati degli schemi pensionistici hanno in particolare indicato che sono state create iniziative di vigilanza atte a migliorare tale situazione[35]. Infine la strategia della Commissione in materia di compensazione porterà a un aumento dell'attività presso le stanze di compensazione aventi sede nell'UE, offrendo agli schemi pensionistici un maggiore accesso a servizi di compensazione efficienti e competitivi.

In conclusione, dal 2019 sono stati registrati progressi significativi verso la compensazione centrale per gli schemi pensionistici, tra cui il fatto che alcuni schemi pensionistici si stanno

dall'obbligo di compensazione ma rimangono soggette all'obbligo di scambio di garanzie reali ai fini dell'attenuazione del rischio sistemico. Cfr. considerando 7 e articolo 4 bis dell'EMIR REFIT.

[35] "The clearing obligation for pension scheme arrangements", Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, 25 gennaio 2022, ESMA70-451-110, paragrafo 26.

in parte orientando verso la compensazione centrale su base volontaria. È tuttavia necessario compiere altri passi avanti sotto il profilo operativo. Le CCP dell'UE dovrebbero in particolare utilizzare il tempo concesso per sviluppare ulteriormente i loro modelli di trasformazione delle garanzie e di accesso agevolato e aumentare la loro attrattiva per gli schemi pensionistici, in particolare quelli più piccoli, che sembrano attualmente più restii a effettuare compensazioni. I fondi pensione dovrebbero al contempo garantire di possedere capacità e competenze organizzative sufficienti per gestire la compensazione dei propri portafogli di derivati. Per tali ragioni, la Commissione prorogherà l'esenzione dall'obbligo di compensazione per gli schemi pensionistici per un ultimo anno. A decorrere dal 19 giugno 2023 gli schemi pensionistici saranno tenuti a effettuare la compensazione secondo quanto previsto dal regolamento EMIR.