



Bruxelles, 19.10.2017  
COM(2017) 604 final

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

**ai sensi dell'articolo 29, paragrafo 3, del regolamento (UE) 2015/2365, del 25 novembre  
2015, sulla trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli e del riutilizzo e  
che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012**

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

**ai sensi dell'articolo 29, paragrafo 3, del regolamento (UE) 2015/2365, del 25 novembre 2015, sulla trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli e del riutilizzo e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012**

### **1. INTRODUZIONE**

Il regolamento (UE) 2015/2365 sulla trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli e del riutilizzo (in appresso "l'SFTR") intende migliorare la comprensione degli effetti del sistema bancario ombra (intermediazione creditizia non bancaria) e affrontare i rischi posti dalle operazioni di finanziamento tramite titoli (in appresso "le SFT").

Le SFT sono operazioni di finanziamento o prestito garantito che comportano uno scambio temporaneo di attività e in cui una componente dell'operazione funge da garanzia (garanzia reale). I contratti di vendita con patto di riacquisto costituiscono la principale categoria di SFT in termini di importi in essere e di volume degli scambi e sono generalmente motivati dalla necessità di prendere a prestito contante. Dal punto di vista del prestatore, l'operazione consiste nella vendita di titoli contro contante, con il previo accordo di riacquistare i titoli a un prezzo prestabilito. I titoli venduti fungono da garanzia reale a favore dell'acquirente (il fornitore del contante) nell'operazione di vendita con patto di riacquisto. Il prestito di titoli (che è la seconda categoria di SFT per dimensioni) è motivato prevalentemente dalla domanda del mercato di titoli specifici, ad esempio per vendite allo scoperto o a fini di regolamento. In questo tipo di operazioni, una controparte presta titoli su commissione contro garanzie reali sotto forma di disponibilità liquide o altri titoli forniti da un'altra controparte.

Le SFT consentono alle banche e ai partecipanti al mercato non bancari di accedere a finanziamenti/prestiti garantiti a breve termine, creando in tal modo opportunità di investimento e finanziamento a basso rischio. Pertanto le SFT costituiscono parte integrante dell'attuale ecosistema finanziario. Il buon funzionamento dei mercati delle SFT è un fattore essenziale ai fini della circolazione di liquidità e titoli tra i partecipanti al mercato, ossia gli enti finanziari e non finanziari. Le SFT contribuiscono anche alla determinazione del prezzo e alla liquidità sul mercato secondario per una serie di titoli, oltre a facilitare l'attuazione di strategie di gestione del rischio e delle garanzie reali<sup>1</sup>. Inoltre, i mercati delle operazioni di vendita con patto di riacquisto svolgono in particolare un ruolo fondamentale nelle operazioni di politica monetaria delle banche centrali europee. Ciononostante, le SFT possono portare a un accumulo di leva finanziaria e prociclicità, come dimostrato durante la crisi finanziaria del 2007-2008; inoltre, dato che rafforzano l'interconnessione tra differenti categorie di partecipanti al mercato, possono accrescere il rischio di contagio finanziario.

---

<sup>1</sup> FSB, Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking (Rafforzamento della vigilanza e della regolamentazione del sistema bancario ombra), 29 agosto 2013, [http://www.fsb.org/2013/08/r\\_130829c/](http://www.fsb.org/2013/08/r_130829c/).

A livello globale, il consiglio per la stabilità finanziaria (FSB) ha il compito di individuare tali rischi e formulare raccomandazioni per affrontarli secondo modalità coordinate in ambito internazionale. Nell'agosto 2013 l'FSB ha adottato un quadro strategico<sup>2</sup> in materia di rischi connessi al prestito di titoli e alle operazioni di vendita con patto di riacquisto nel settore bancario ombra. Tale quadro comprende una serie di raccomandazioni strategiche ed è stato approvato dai leader del G20 nel settembre 2013. Alcune raccomandazioni mirano ad aumentare la trasparenza dei mercati delle SFT attraverso segnalazioni obbligatorie frequenti e granulari. L'SFTR ottempera a tali raccomandazioni a livello dell'UE.

Nel novembre 2015 l'FSB ha ampliato le proprie raccomandazioni strategiche<sup>3</sup> adottando un quadro normativo relativo ai cosiddetti scarti di garanzia applicabili alle SFT non compensate a livello centrale. Uno scarto di garanzia è uno sconto che viene applicato al valore della garanzia reale fornita per tenere conto del rischio di mercato. Gli scarti di garanzia hanno lo scopo di prevenire l'accumulo eccessivo di leva finanziaria e di attenuare il rischio di concentrazione e inadempimento.

## **2. SCOPO DELLA RELAZIONE E CONTRIBUTO DELLE PARTI INTERESSATE**

Ai sensi dell'articolo 29, paragrafo 3, dell'SFTR la Commissione presenta una relazione "sui progressi nelle iniziative internazionali tese ad attenuare i rischi associati alle SFT, comprese le raccomandazioni dell'FSB sugli scarti di garanzia applicabili alle SFT non compensate a livello centrale, e sull'adeguatezza di tali raccomandazioni per i mercati dell'Unione".

Al fine di collocare nel giusto contesto le raccomandazioni dell'FSB e di adempiere un impegno assunto dalla Commissione nella sua comunicazione Invito a presentare contributi<sup>4</sup>, la presente relazione contiene anche una sintetica valutazione dei mercati europei delle SFT.

Come previsto dall'SFTR, l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) ha preparato una relazione<sup>5</sup>, in collaborazione con l'Autorità bancaria europea (ABE) e il comitato europeo per il rischio sistemico (CERS), in cui valuta:

- se l'utilizzo delle SFT determina l'accumulo di una leva finanziaria sostanziale non disciplinato dalla regolamentazione vigente;
- se del caso, le opzioni disponibili per contrastare tale accumulo;
- se sono necessarie ulteriori misure per ridurre la prociclicità di tale leva finanziaria.

Inoltre, ai fini della preparazione della presente relazione, sono stati presi in considerazione vari altri documenti e contributi strategici, in particolare i summenzionati documenti dell'FSB e le relazioni del CERS<sup>6,7</sup> e della Banca dei regolamenti internazionali (BRI)<sup>8</sup>.

---

<sup>2</sup> Ibid.

<sup>3</sup> FSB, Transforming Shadow Banking into Resilient Market-based Finance (Trasformare il sistema bancario ombra in un sistema finanziario resiliente basato sul mercato), 12 novembre 2015, <http://www.fsb.org/2015/11/regulatory-framework-for-haircuts-on-non-centrally-cleared-securities-financing-transactions-2/>.

<sup>4</sup> COM(2016) 855 final.

<sup>5</sup> ESMA, Report on securities financing transactions and leverage in the EU (Relazione sulle operazioni di finanziamento tramite titoli e sulla leva finanziaria nell'UE), 4 ottobre 2016, <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-reports-shadow-banking-leverage-and-pro-cyclicality>.

### 3. MERCATI DELLE SFT

#### 3.1. FUNZIONAMENTO DEI MERCATI EUROPEI DELLE SFT

I mercati delle SFT svolgono un ruolo fondamentale nel sistema finanziario odierno aiutando i partecipanti al mercato a soddisfare le loro esigenze di finanziamenti garantiti e collateralizzazione. Le operazioni di vendita con patto di riacquisto sono particolarmente importanti ai fini del funzionamento dei mercati interbancari perché costituiscono un'alternativa ai prestiti interbancari non garantiti e ai depositi a termine per la copertura delle riserve obbligatorie e la gestione del fabbisogno di liquidità.

A seguito della crisi finanziaria è diventato ancora più importante attenuare il rischio di controparte; tale esigenza ha determinato un aumento della domanda di garanzie reali da parte dei partecipanti al mercato. Pertanto si è verificato un ingente trasferimento dai mercati dei prestiti non garantiti ai mercati dei prestiti garantiti. Nel 2015 il volume del mercato dei prestiti garantiti è stato di dieci volte superiore a quello dei prestiti non garantiti, a fronte di un fattore di 1,6 registrato ancora nel 2008<sup>9</sup>. In termini di volume di mercato, gli importi in essere sui mercati europei delle operazioni di vendita con patto di riacquisto erano pari a 5 600 miliardi di EUR, che corrispondono a circa il 13% delle attività totali delle banche dell'UE o al 25% del valore in essere delle obbligazioni e delle azioni quotate denominate in euro<sup>10</sup>.

Se, da un lato, le operazioni di vendita con patto di riacquisto facilitano l'ottenimento di finanziamenti garantiti, dall'altro i loro mercati sono utilizzati dagli investitori istituzionali e dalle controparti non finanziarie per accumulare liquidità e maturare interessi. Inoltre, le banche e i partecipanti al mercato non bancari cercano spesso di procurarsi titoli da utilizzare come garanzie reali in operazioni finanziarie diverse dalla concessione/assunzione di contante in prestito. A tal fine si avvalgono di operazioni di vendita con patto di riacquisto passivo, che consistono nella vendita e rivendita effettive di attività finanziarie ovvero in operazioni di prestito di titoli, che costituiscono un'altra importante categoria delle SFT. Da molto tempo le SFT sono utilizzate come fonte di titoli, ad esempio per vendite allo scoperto. Per effetto della crescente collateralizzazione delle operazioni su derivati OTC, compreso il passaggio alla compensazione tramite la controparte centrale, l'utilizzo di contratti su derivati OTC è diventato più dipendente dalla disponibilità di garanzie reali. I partecipanti al mercato che

---

<sup>6</sup> CERS, Opinion to ESMA on securities financing and leverage (Parere trasmesso all'ESMA sul finanziamento tramite titoli e sulla leva finanziaria), 4 ottobre 2016, [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/20161004\\_esrbopinion.en.pdf?](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/20161004_esrbopinion.en.pdf?)

<sup>7</sup> CERS, The macroprudential use of margins and haircuts (L'utilizzo macroprudenziale dei margini e degli scarti di garanzia), 16 febbraio 2017, [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/170216\\_macroprudential\\_use\\_of\\_margins\\_and\\_haircuts.en.pdf?8115a0e7c89b631df250abdcf9ad008a](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/170216_macroprudential_use_of_margins_and_haircuts.en.pdf?8115a0e7c89b631df250abdcf9ad008a).

<sup>8</sup> BRI, Documenti CGFS n. 59, Repo market functioning (Funzionamento del mercato delle operazioni di vendita con patto di riacquisto), 12 aprile 2017, <https://www.bis.org/publ/cgfs59.pdf>.

<sup>9</sup> Indagine della BCE sul mercato monetario, [https://www.ecb.europa.eu/stats/financial\\_markets\\_and\\_interest\\_rates/money\\_market/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/money_market/html/index.en.html).

<sup>10</sup> Indagine di mercato dell'ICMA, <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Market-Info/Repo-Market-Surveys/No.-32-December-2016/RepoSurvey-140217.pdf>.

concludono operazioni su derivati OTC ricorreranno spesso alla vendita di titoli con patto di riacquisto per procurarsi il contante necessario ad adempiere gli obblighi in materia di margine, mentre le controparti centrali potrebbero effettuare vendite con patto di riacquisto passivo allo scopo di accumulare garanzie reali sotto forma di disponibilità liquide, con conseguente aumento della domanda da entrambi i lati del mercato delle operazioni di vendita con patto di riacquisto.

Recentemente sono stati osservati cambiamenti significativi sui mercati delle operazioni di vendita con patto di riacquisto. Se la domanda di titoli da utilizzare come garanzie reali è cresciuta considerevolmente, secondo le parti interessate l'offerta di garanzie reali di elevata qualità si è invece ridotta, perlomeno in determinati periodi, come dimostrano sia l'aumento degli importi in essere delle operazioni di vendita con patto di riacquisto passivo rispetto agli importi delle operazioni di vendita con patto di riacquisto normale, sia, in particolare, l'aumento dei premi per le garanzie reali speciali<sup>11</sup>.

La crisi del debito sovrano può aver inciso sull'offerta di attività a causa del deterioramento del credito di determinati titoli di Stato, che i partecipanti al mercato non considerano più garanzie reali di elevata qualità. Inoltre, nella percezione dei partecipanti al mercato il programma del SEBC di acquisto di attività, in particolare di titoli di Stato, contribuisce alla scarsità di garanzie reali di elevata qualità e al basso costo dei finanziamenti in EUR rispetto a quelli in USD. Quest'ultimo elemento potrebbe avere un impatto indiretto sulla domanda di titoli rendendo redditizia la sostituzione dei finanziamenti in USD con finanziamenti in EUR e consentendo l'investimento dei proventi in attività denominate in euro. Un altro fattore rilevante è il posizionamento del mercato in un determinato momento: anche un aumento delle posizioni corte fa aumentare la domanda di titoli.

Inoltre, le parti interessate sostengono che, oltre alla politica macroeconomica, anche la regolamentazione potrebbe avere avuto un impatto sull'attività nei mercati delle garanzie reali. In aggiunta agli obblighi di compensazione centrale, che hanno determinato un aumento generalizzato della domanda di garanzie reali, anche Basilea III è spesso indicato dai partecipanti al mercato come un fattore che trasforma e modifica la struttura e le dinamiche dei mercati delle operazioni di vendita con patto di riacquisto. Si ritiene che il coefficiente di leva finanziaria, i requisiti per il capitale di rischio, il coefficiente di copertura della liquidità e il coefficiente netto di finanziamento stabile producano un impatto cumulativo sulla liquidità nei mercati delle operazioni di vendita con patto di riacquisto e che ciascuna di queste componenti imponga restrizioni al costo dell'attività di vendita con patto di riacquisto ovvero lo aumenti.

Di recente sono stati registrati segnali di tensione sui mercati delle operazioni di vendita con patto di riacquisto specialmente in prossimità delle date stabilite per le segnalazioni obbligatorie: alcuni enti finanziari hanno temporaneamente ridotto o cessato la propria attività su tali mercati alla fine dell'anno 2016 e, in misura minore, alla fine dei trimestri. In alcuni casi la carenza di offerta di garanzie reali di elevata qualità, sebbene prevista dai partecipanti al mercato, è stata così grave da causare, in determinate date, bruschi aumenti del

---

<sup>11</sup> Ibid.

premio su garanzie reali insufficienti. È difficile stabilire se tale situazione abbia prodotto un impatto più generale sui prezzi del mercato obbligazionario e sulla liquidità; per ora sembra che gli effetti siano stati molto limitati e di breve durata.

### **3.2. LEVA FINANZIARIA E OPZIONI PER CONTRASTARNE L'ACCUMULO**

Facilitando la crescita del credito, le SFT creano leva finanziaria<sup>12</sup> al di fuori del sistema bancario con la sua regolamentazione prudenziale. Inoltre, il reinvestimento di garanzie reali consistenti in disponibilità liquide e il riutilizzo di garanzie reali non consistenti in disponibilità liquide consentono potenzialmente ai partecipanti al mercato di applicare in modo ricorrente la leva finanziaria sulle proprie posizioni<sup>13</sup>. In talune circostanze questo fenomeno potrebbe portare all'accumulo di un eccesso di leva finanziaria, che, a sua volta, potrebbe costituire un rischio per la stabilità finanziaria, soprattutto a causa degli impliciti effetti prociclici: di norma, la leva finanziaria contribuisce alla crescita dei bilanci quando l'economia è in una fase espansiva e genera una pressione alla riduzione dell'indebitamento durante i cicli economici recessivi<sup>14</sup>.

È difficile valutare il contributo specifico delle SFT all'accumulo di leva finanziaria a causa della mancanza di dati granulari (ad esempio il volume delle operazioni di prestito con margine, dati sul reinvestimento e riutilizzo di garanzie reali) e delle finalità potenzialmente differenti perseguite con le SFT. L'obbligo di segnalazione a livello di operazione introdotto dall'SFTR permetterà alle autorità di generare questi dati in futuro e di analizzare meglio le implicazioni delle SFT in termini di creazione di leva finanziaria.

Nell'ottica di contrastare l'accumulo di leva finanziaria, va considerato anzi tutto che esistono misurazioni differenti della leva finanziaria. Ad esempio, le differenze tra la leva finanziaria lorda e quella netta sono rilevanti al fine di comprendere le implicazioni della leva finanziaria per la stabilità finanziaria. A questo proposito si stanno predisponendo misurazioni della leva finanziaria che siano coerenti a livello di giurisdizioni e di settori<sup>15</sup>.

Alcuni elementi del quadro normativo dell'UE per i servizi finanziari mirano ad attenuare la leva finanziaria e la prociclicità. È questo il caso, in particolare, del settore bancario, con il quadro di Basilea III<sup>16</sup>, anche se alcune delle misure da esso previste sono state introdotte solo di recente e non sono state ancora attuate del tutto. Talune misure e requisiti finalizzati a gestire la leva finanziaria valgono anche per le imprese di assicurazione, le controparti centrali e i fondi di investimento. Attualmente non esistono strumenti a livello dell'UE volti a frenare l'accumulo di leva finanziaria in tutti i settori finanziari.

---

<sup>12</sup> Per "leva finanziaria" s'intende l'utilizzo di fondi assunti in prestito per acquistare attività.

<sup>13</sup> CERS (2016), pag. 5.

<sup>14</sup> ESMA (2016), pag. 48.

<sup>15</sup> ESMA (2016), pag. 49.

<sup>16</sup> A pagina 25 della pubblicazione ESMA (2016) si citano alcuni degli strumenti attuati ai sensi del quadro di Basilea III tramite la direttiva e il regolamento sui requisiti patrimoniali [direttiva 2013/36/UE (CRD) e regolamento (UE) n. 575/2013 (CRR)]. Queste misure prevedono requisiti maggiori per l'assorbimento delle perdite e il capitale di elevata qualità; requisiti patrimoniali più severi per le esposizioni al rischio di credito della controparte collegate a derivati ed SFT; l'introduzione del coefficiente di leva finanziaria, del coefficiente di copertura della liquidità e del coefficiente netto di finanziamento stabile; infine, il miglioramento delle strutture di gestione del rischio, di *governance* e remunerazione.

In aggiunta alle summenzionate misure settoriali, i margini e gli scarti di garanzia possono essere, nello specifico contesto delle SFT, strumenti idonei per limitare l'accumulo di leva finanziaria e, in particolare, la sua ricorrente applicazione. L'FSB ha formulato raccomandazioni sugli scarti di garanzia reale, che sono esaminate più in dettaglio nel prosieguo della presente relazione (cfr. 4.6).

Se la fissazione di scarti di garanzia può limitare l'accumulo di leva finanziaria, detta prassi è di per sé tale da generare potenzialmente effetti prociclici. Quando l'economia è in fase espansiva, è probabile che i partecipanti al mercato abbassino i livelli degli scarti di garanzia, in previsione di un minore rischio di liquidazione della garanzia reale. Quando l'economia è in fase recessiva, i partecipanti al mercato potrebbero tendere invece ad aumentare gli scarti di garanzia per tenere conto di una maggiore volatilità attesa nella liquidazione delle garanzie reali<sup>17</sup>. In questo momento, tuttavia, non esistono prove evidenti del modo e della misura in cui le oscillazioni degli scarti di garanzia incidono sui prezzi delle attività, sulla leva finanziaria e sui cicli finanziari<sup>18</sup>.

#### **4. INIZIATIVE INTERNAZIONALI PER ATTENUARE I RISCHI DELLE SFT**

##### **4.1. CONTESTO**

Nell'agosto 2013<sup>19</sup> e nel novembre 2015<sup>20</sup> l'FSB ha pubblicato alcune relazioni contenenti raccomandazioni per affrontare i rischi di stabilità finanziaria relativi alle SFT. L'obiettivo generale di tali raccomandazioni è:

- aumentare la trasparenza dei mercati dei finanziamenti tramite titoli mediante segnalazioni e informative obbligatorie frequenti e granulari;
- introdurre norme di regolamentazione per il reinvestimento di garanzie reali consistenti in disponibilità liquide;
- introdurre principi per il reimpegno delle attività dei clienti;
- introdurre norme di regolamentazione per la valutazione/gestione delle garanzie reali;
- introdurre norme qualitative per i metodi di calcolo degli scarti di garanzia reale e attuare un quadro per i livelli numerici minimi degli scarti di garanzia.

Le seguenti sezioni descrivono sinteticamente le raccomandazioni e valutano il loro stato di attuazione sia a livello dell'UE sia a livello internazionale. Laddove opportuno, le sezioni contengono suggerimenti per ulteriori sviluppi.

##### **4.2. TRASPARENZA DEI MERCATI DELLE SFT (RACCOMANDAZIONI 1-5 DELL'FSB)**

Le autorità dovrebbero essere in grado di raccogliere informazioni complessive e tempestive sulle esposizioni in SFT tra gli enti finanziari, comprese la composizione e l'evoluzione della garanzia reale sottostante. A tal fine si dovrebbero raccogliere frequentemente dati ad alto

---

<sup>17</sup> CERS (2016), pag. 10.

<sup>18</sup> CERS (2017), pag. 35.

<sup>19</sup> FSB (2013).

<sup>20</sup> FSB (2015).

grado di granularità relativi al livello delle negoziazioni e alle posizioni in SFT. L'attuazione di un procedimento coerente di raccolta dei dati, basato sulla definizione e l'applicazione di norme, dovrebbe consentire l'aggregazione regionale e globale dei dati raccolti. Infine, poiché le SFT sono ampiamente utilizzate dai fondi di investimento, i gestori di questi ultimi dovrebbero essere tenuti a comunicare ai rispettivi investitori finali informazioni adeguate sulle attività relative alle SFT.

L'SFTR, adottato nel novembre 2015, ottempera a tali raccomandazioni. Si compone di tre elementi principali:

- i requisiti in base ai quali le controparti delle SFT devono trasmettere le informazioni relative a tutte le SFT ai repertori centrali di dati sulle negoziazioni;
- i requisiti in base ai quali i fondi di investimento devono comunicare agli investitori, nelle relazioni periodiche e nei documenti precontrattuali, l'utilizzo di SFT;
- le condizioni di trasparenza minime per il riutilizzo delle garanzie reali ricevute attraverso una SFT, come la comunicazione dei rischi e delle conseguenze derivanti e il previo consenso della controparte che fornisce la garanzia reale (in risposta alla raccomandazione 7 dell'FSB sul reimpegno, cfr. 4.4).

L'SFTR ottempera pienamente alle raccomandazioni dell'FSB in materia di trasparenza. Anche i dati sulla posizione e sul livello delle negoziazioni da comunicare ai sensi dell'SFTR sono conformi ai requisiti dell'FSB. L'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA), responsabile della definizione delle norme tecniche per l'esecuzione dell'SFTR, ha tenuto conto del lavoro svolto dall'FSB includendo nel quadro di segnalazione proposto gli elementi di dati richiesti. La Commissione e l'ESMA continuano a collaborare strettamente con l'FSB, il cui lavoro è preso in considerazione nell'attuale fase di messa a punto delle misure di esecuzione dell'SFTR. Si prevede che l'attività di segnalazione cominci effettivamente nel 2019. La Commissione valuterà l'efficacia dell'SFTR due anni dopo l'inizio dell'attività di segnalazione.

#### **4.3. REINVESTIMENTO DI GARANZIE REALI CONSISTENTI IN DISPONIBILITÀ LIQUIDE (RACCOMANDAZIONE 6 DELL'FSB)**

Le autorità responsabili per le entità non bancarie che effettuano operazioni di prestito di titoli (prestatori principali e agenti di prestito) dovrebbero applicare nelle rispettive giurisdizioni sistemi di regolamentazione conformi alle norme minime dell'FSB in materia di reinvestimento di garanzie reali consistenti in disponibilità liquide, al fine di limitare i rischi di liquidità derivanti da tali attività. Le norme minime stabiliscono principi e misure di alto livello riguardanti il rischio di liquidità, la trasformazione delle scadenze nonché il rischio di concentrazione e di credito.

Nell'agosto 2014 l'ESMA ha adottato gli *Orientamenti su questioni relativi agli ETF e ad altri OICVM (organismi di investimento collettivo in valori mobiliari)*<sup>21</sup>, che stabiliscono norme per il reinvestimento di garanzie reali consistenti in disponibilità liquide da parte dei

---

<sup>21</sup> [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma\\_it\\_0.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_it_0.pdf).



gestori patrimoniali degli OICVM che effettuano operazioni di prestito di titoli. Tali norme riguardano la liquidità, la valutazione, la diversificazione, l'ammissibilità, la correlazione e altri criteri per il reinvestimento di garanzie reali consistenti in disponibilità liquide. Sebbene gli orientamenti non siano vincolanti, le autorità competenti e i partecipanti ai mercati finanziari devono adoperarsi al massimo per ottemperare agli orientamenti e alle raccomandazioni, ovvero motivare un'eventuale decisione di non attenersi.

Inoltre, il regolamento dell'UE sui fondi comuni monetari<sup>22</sup> vieta specificamente a tali fondi di concludere contratti di prestito di titoli.

#### **4.4. REIMPEGNO<sup>23</sup> DELLE ATTIVITÀ DEI CLIENTI (RACCOMANDAZIONI 7 E 8 DELL'FSB)**

L'FSB ha emanato numerose raccomandazioni relative al reimpegno delle attività dei clienti. In primo luogo, gli intermediari finanziari dovrebbero fornire ai propri clienti sufficienti informazioni sul reimpegno delle loro attività, di modo che i clienti possano comprendere quali sarebbero le loro esposizioni in caso di fallimento dell'intermediario. In secondo luogo, gli intermediari possono reimpegnare le attività dei clienti per finanziare le loro posizioni lunghe e coprire le loro posizioni corte, ma non per finanziare le attività che svolgono per proprio conto. In terzo luogo, solo le entità soggette a un'adeguata regolamentazione del rischio di liquidità dovrebbero essere autorizzate a reimpegnare le attività dei clienti.

Per quanto riguarda le informative ai clienti, l'articolo 15 dell'SFTR stabilisce che il diritto di riutilizzare garanzie reali è subordinato alla condizione che il fornitore della garanzia reale sia stato informato dei rischi e delle conseguenze inerenti al consenso al diritto di utilizzo della garanzia. Inoltre, il diritto di riutilizzare una garanzia reale è subordinato alla condizione che il fornitore della garanzia reale abbia dato espressamente il previo consenso.

Per quanto riguarda l'utilizzo delle attività dei clienti per le attività svolte per proprio conto, la MiFID I<sup>24</sup> prevede che le imprese di investimento e gli enti creditizi debbano tutelare i diritti di proprietà dei clienti e impedire l'utilizzo per proprio conto di uno strumento di un cliente senza il consenso espresso di quest'ultimo. Tali requisiti saranno ulteriormente inaspriti nel gennaio 2018 ai sensi della MiFID II<sup>25</sup>, che vieta la conclusione di contratti di garanzia reale con trasferimento del titolo di proprietà con clienti al dettaglio e impone condizioni per la conclusione di tali contratti con clienti professionali, evidenziando in particolare i rischi associati e l'impatto sugli strumenti finanziari e sui fondi dei clienti. Infine, per quanto riguarda gli OICVM, gli orientamenti dell'ESMA su questioni relative agli ETF e ad altri OICVM e il regolamento sui fondi comuni monetari stabiliscono che le garanzie reali non consistenti in disponibilità liquide ricevute non dovrebbero essere vendute, reinvestite o costituite in garanzia.

---

<sup>22</sup> Regolamento (UE) 2017/1131, del 14 giugno 2017.

<sup>23</sup> Secondo la terminologia dell'FSB, per "riutilizzo" s'intende qualsiasi utilizzo di titoli consegnati nell'ambito di un'operazione al fine di costituire una garanzia reale per un'altra operazione. In senso più stretto, per "reimpegno" s'intende il riutilizzo delle attività dei clienti.

<sup>24</sup> Direttiva 2004/39/CE, del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari.

<sup>25</sup> Direttiva 2014/65/UE, del 15 maggio 2014.

Gli enti finanziari (ossia le imprese di investimento e gli enti creditizi) autorizzati a reimpegnare le attività dei clienti alle condizioni su descritte sono in ogni caso soggetti alla regolamentazione del rischio di liquidità conformemente al quadro per i requisiti patrimoniali dell'UE.

#### **4.5. VALUTAZIONE E GESTIONE DELLE GARANZIE REALI (RACCOMANDAZIONE 9 DELL'FSB)**

Le controparti delle SFT che ricevono garanzie reali dovrebbero accettare soltanto i tipi di garanzie reali che - a seguito del fallimento della controparte - sono in grado di detenere per un periodo senza violare leggi o regolamenti, nonché di valutare e gestire adeguatamente sotto il profilo del rischio. Dovrebbero altresì disporre di piani di emergenza in caso di fallimento delle loro principali controparti sul mercato, anche in periodi di tensioni sui mercati.

Le garanzie reali e i titoli concessi in prestito dovrebbero essere valutati ai prezzi di mercato con frequenza almeno giornaliera, e i dati relativi al margine di variazione dovrebbero essere anch'essi raccolti con frequenza almeno giornaliera nel caso in cui gli importi eccedano una soglia minima accettabile.

Sono state introdotte norme minime di regolamentazione per la valutazione e gestione di garanzie reali valide per gli OICVM e i fondi comuni monetari, determinati enti creditizi e imprese di investimento nonché per le imprese di assicurazione e i fondi pensionistici aziendali e professionali.

Nel caso degli OICVM, le norme sulla gestione delle garanzie reali sono contenute negli orientamenti dell'ESMA su questioni relative agli ETF e ad altri OICVM. Le garanzie reali ricevute dovrebbero essere altamente liquide e negoziate su mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione con determinazione trasparente del prezzo, per poter essere vendute rapidamente. Dovrebbero altresì essere valutate con frequenza almeno giornaliera, mentre le attività con elevata volatilità dei prezzi non dovrebbero essere accettate, a meno che non siano applicati scarti di garanzia sufficientemente prudenti. Inoltre, il regolamento sui fondi comuni monetari prevede norme più severe in materia di gestione delle garanzie reali, in considerazione della natura specifica di tali fondi. La Commissione ha il potere di adottare atti delegati per stabilire requisiti quantitativi e qualitativi per la liquidità e la qualità creditizia applicabili alle garanzie reali ricevute.

Nel caso degli enti creditizi e delle imprese di investimento che utilizzano metodi basati su modelli interni per il calcolo del requisito patrimoniale minimo delle SFT, il quadro dei requisiti patrimoniali dell'UE prevede l'istituzione di un'unità di gestione delle garanzie reali. La MiFID II stabilisce che le imprese di investimento e gli enti creditizi devono (i) accertare, in riferimento a tutti i clienti, che il prenditore degli strumenti finanziari dei clienti fornisca garanzie reali adeguate nonché (ii) monitorare che le garanzie reali restino adeguate e adottare le misure necessarie per garantire l'equilibrio con il valore degli strumenti dei clienti.

Per quanto riguarda le imprese di assicurazione e di riassicurazione, la direttiva Solvibilità II<sup>26</sup> ha introdotto il principio della "persona prudente", a indicare che le imprese di assicurazione

---

<sup>26</sup> Direttiva 2009/138/CE, del 25 novembre 2009.

investono soltanto in attività e strumenti dei quali possano identificare, misurare, monitorare e controllare adeguatamente i rischi. Gli assicuratori possono concludere SFT se è rispettato il principio della persona prudente. In tali casi, le garanzie reali devono essere valutate in conformità della direttiva Solvibilità II e del suo atto delegato. Nel caso dei fondi pensionistici aziendali e professionali, un analogo principio della persona prudente è previsto dalla direttiva EPAP2<sup>27</sup>, che introduce altresì un adeguato sistema di gestione del rischio al fine di equilibrare la libertà di investimento. Nel caso degli assicuratori, i fondi pensionistici possono concludere SFT se è rispettato il principio della persona prudente.

#### 4.6. SCARTI DI GARANZIA REALE (RACCOMANDAZIONI 12-18 DELL'FSB)

Il quadro dell'FSB sugli scarti di garanzia raccomanda un approccio a doppio binario:

1. norme qualitative per i metodi applicati dai partecipanti al mercato per calcolare gli scarti di garanzia reale e
2. livelli numerici minimi degli scarti di garanzia per le SFT non compensate a livello centrale in cui il finanziamento contro garanzie reali diverse da strumenti di debito sovrano è erogato a soggetti non bancari, secondo la seguente tabella.

#### Livelli numerici minimi degli scarti di garanzia per operazioni titoli contro contante

Scadenza residua della garanzia reale	Livello dello	
	Emittenti societari e d'altro tipo	Prodotti cartolarizzati
titoli di debito $\leq$ 1 anno e titoli a tasso variabile	0,5%	1%
titoli di debito $>$ 1 anno e $\leq$ 5 anni	1,5%	4%
titoli di debito $>$ 5 anni e $\leq$ 10 anni	3%	6%
titoli di debito $>$ 10 anni	4%	7%
Strumenti di capitale inclusi in un listino principale	6%	
Altre attività nell'ambito di applicazione del quadro	10%	

Fonte: Quadro normativo dell'FSB per gli scarti di garanzia applicabili alle SFT non compensate a livello centrale.

#### Raccomandazioni sul metodo

Le norme minime per il metodo di calcolo degli scarti di garanzia integrano la vigente regolamentazione della leva finanziaria basata sull'entità (per gli enti creditizi e le imprese di investimento) e affrontano nello specifico la prociclicità. In particolare, l'ambito di questa raccomandazione è ampio e si applica a tutti i partecipanti al mercato che ricevono garanzie reali quando erogano finanziamenti tramite titoli.

<sup>27</sup> Direttiva (UE) 2016/2341, del 14 dicembre 2016.

Attualmente non esistono norme simili valide per tutti i partecipanti al mercato nell'UE. Tuttavia, gli orientamenti dell'ESMA su questioni relative agli ETF e ad altri OICVM contengono norme analoghe applicabili agli OICVM. Più specificamente, gli OICVM dovrebbero avere una chiara politica in materia di scarti di garanzia per ciascuna classe di attività ricevuta come garanzia reale; tale politica dovrebbe tenere conto delle caratteristiche dell'attività, come il merito creditizio, la volatilità e l'esito delle prove di stress eseguite periodicamente.

#### Raccomandazioni sui livelli numerici minimi degli scarti di garanzia

I livelli numerici minimi degli scarti di garanzia mirano a rimediare all'accumulo di leva finanziaria a livello di sistema al di fuori del sistema bancario. L'ambito della raccomandazione sui livelli numerici minimi degli scarti di garanzia è più piccolo (ossia le SFT non compensate a livello centrale in cui il finanziamento contro garanzie reali diverse da titoli del debito sovrano è erogato a soggetti non bancari) dell'ambito della raccomandazione sul metodo di calcolo degli scarti di garanzia. Le raccomandazioni sugli scarti di garanzia minimi sono complementari al quadro di Basilea III e si applicano alle SFT da soggetti bancari a soggetti non bancari e da soggetti non bancari a soggetti non bancari. I finanziamenti tramite titoli ricevuti da banche e imprese di investimento soggette ad adeguata regolamentazione del capitale e della liquidità su base consolidata (SFT da un soggetto bancario a un soggetto bancario) sono esclusi dall'ambito di applicazione dei livelli numerici minimi degli scarti di garanzia perché l'FSB ritiene che l'applicazione di scarti di garanzia minimi a tali operazioni possa costituire un doppione dei requisiti esistenti. Secondo le raccomandazioni dell'FSB, i livelli numerici minimi degli scarti di garanzia per le SFT da soggetti bancari a soggetti non bancari dovrebbero innanzi tutto essere inclusi nel quadro di Basilea III. Successivamente le autorità dovrebbero attuare il quadro imponendo ai partecipanti al mercato di eseguire operazioni al di sopra degli scarti di garanzia minimi. Il quadro potrebbe essere attuato mediante una regolamentazione basata sull'entità (ossia sulla base del quadro di Basilea III) oppure mediante una regolamentazione del mercato, che comprenderebbe un gruppo più ampio di entità che potenzialmente erogano finanziamenti tramite titoli a soggetti non bancari, o ancora mediante una combinazione di questi metodi.

Attualmente non sono previsti requisiti normativi a livello dell'UE per quanto riguarda i livelli numerici minimi degli scarti di garanzia per le SFT da soggetti bancari/non bancari a soggetti non bancari nell'ambito di applicazione della raccomandazione dell'FSB.

#### Ulteriori sviluppi delle raccomandazioni sugli scarti di garanzia

Le riflessioni su una potenziale azione di regolamentazione degli scarti di garanzia suscitano alcune importanti considerazioni.

In primo luogo, sebbene gli scarti di garanzia possano contribuire a limitare la leva finanziaria, i loro effetti sulla prociclicità non sono del tutto chiari (come indicato nel punto 3.1) e possono dipendere dalla loro attuazione (ad esempio scarti di garanzia statici o dinamici). Una decisione su potenziali norme qualitative o quantitative in materia di scarti di garanzia trarrebbe giovamento da una migliore comprensione del rapporto reciproco tra scarti

di garanzia e prociclicità. In secondo luogo, le discussioni tra l'ESMA e i partecipanti al mercato nonché i dati rivelati in quel contesto fanno ritenere che gli scarti di garanzia effettivamente applicati dai partecipanti al mercato tendano a essere superiori o pari agli scarti di garanzia minimi raccomandati dall'FSB, anche nell'attuale contesto di mercato relativamente propizio. Pertanto non è chiaro in quale misura l'attuazione delle raccomandazioni dell'FSB potrebbe avere un impatto concreto sul mercato. In terzo luogo, le SFT incluse nell'ambito di applicazione della raccomandazione dell'FSB sui livelli numerici minimi degli scarti di garanzia costituiscono una quota limitata del mercato complessivo<sup>28</sup>, e potrebbe essere utile riconsiderare l'ambito di una possibile azione sulla base di dati complessivi. In quarto luogo, vi sono stati ulteriori ritardi nell'inserimento nel quadro di Basilea III di livelli numerici minimi degli scarti di garanzia per le SFT da soggetti bancari a soggetti non bancari, che era stato inizialmente raccomandato dall'FSB per la fine del 2015 come prerequisito per l'introduzione di scarti di garanzia minimi da parte delle autorità. Infine, anche altre giurisdizioni importanti (ad esempio gli USA e il Giappone) sono tuttora nelle fasi iniziali delle valutazioni e non hanno ancora adottato una decisione sugli scarti di garanzia minimi.

La summenzionata relazione dell'ESMA condivide questa linea di pensiero e fornisce informazioni supplementari su molti dei punti citati in precedenza, in particolare per quanto riguarda i livelli numerici minimi degli scarti di garanzia<sup>29</sup>. In conclusione, appare opportuno valutare l'eventuale introduzione di norme qualitative e di livelli numerici minimi degli scarti di garanzia sulla base di dati più granulari relativi alle SFT, che saranno disponibili dopo l'entrata in vigore degli obblighi di segnalazione complessivi previsti dall'SFTR (nel 2019, secondo la programmazione attuale).

## 5. CONCLUSIONI GENERALI

**L'UE ha tenuto conto di gran parte delle raccomandazioni dell'FSB in merito alle SFT con l'adozione dell'SFTR e di disposizioni specifiche contenute nella legislazione e negli orientamenti settoriali in materia di servizi finanziari. Per tale motivo non si ravvisa la necessità di ulteriori azioni di regolamentazione in questo momento.**

Per quanto riguarda le norme qualitative transettoriali per il calcolo degli scarti di garanzia e l'introduzione di livelli numerici minimi degli stessi, una valutazione della necessità e dell'ambito di un'eventuale azione di regolamentazione in questo campo dovrebbe basarsi su dati complessivi e dettagliati relativi ai mercati delle SFT che saranno disponibili dopo l'entrata in vigore dell'obbligo di segnalazione previsto dall'SFTR. Inoltre, alla luce delle attuali dinamiche del mercato (quali descritte nella sezione 3) diventa ancora più necessario valutare con la dovuta prudenza e sulla base di prove valide l'opportunità di un'azione di

---

<sup>28</sup> Secondo l'ESMA (2016) le stime oscillano tra l'8% e il 35% del mercato UE delle operazioni di vendita con patto di riacquisto e fino al 25% del mercato UE delle operazioni di prestito di titoli. Questi sono i limiti massimi, dato che le cifre comprendono le operazioni da soggetti bancari a soggetti bancari.

<sup>29</sup> Un parere del comitato europeo per il rischio sistemico (CERS), formulato come contributo alla relazione dell'ESMA, esprime una posizione più prudente e raccomanda l'attuazione del quadro dell'FSB sui livelli numerici minimi degli scarti di garanzia già prima che siano disponibili dati ulteriori. Il parere riconosce, tuttavia, che esiste effettivamente una carenza generalizzata di dati e che sono necessarie ulteriori analisi empiriche e concettuali.

regolamentazione che introduca requisiti quantitativi. I progressi a livello internazionale sono comparabili alla situazione dell'UE (ossia la materia è nella fase di valutazione iniziale) e a tutt'oggi nessun'altra regione ha preso una decisione in merito a un'azione di regolamentazione degli scarti di garanzia minimi. Laddove applicabile, l'introduzione di livelli numerici minimi degli scarti di garanzia dovrebbe auspicabilmente avvenire in modo coordinato a livello globale, per evitare di compromettere la parità di condizioni o di mettere in condizioni di svantaggio concorrenziale i partecipanti al mercato della giurisdizione che agirà per prima.

**La Commissione continuerà a monitorare approfonditamente l'andamento dei mercati delle SFT e lo spazio di regolamentazione internazionale. La Commissione riconsidererà il valore aggiunto dell'introduzione di norme qualitative e scarti di garanzia minimi sulla base di una relazione che l'ESMA redigerà non appena saranno disponibili dati complessivi sulle SFT.**