



Bruxelles, 23.9.2020  
COM(2020) 574 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) n. 834/2019, 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) n. 834/2019, 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 (EMIR)<sup>1</sup>, che nel 2012 ha introdotto nell'UE le riforme del G20 sui contratti derivati over-the-counter (OTC), ha concesso un'esenzione temporanea dall'obbligo di compensazione centrale a soggetti che gestiscono schemi pensionistici in relazione a determinati tipi di derivati OTC<sup>2</sup>.

Ai sensi del regolamento, gli schemi pensionistici comprendono gli enti pensionistici aziendali o professionali (EPAP) di cui all'articolo 6, lettera a), della direttiva 2003/41/CE, le attività nel settore delle pensioni aziendali o professionali degli enti di cui all'articolo 3 di detta direttiva, gli schemi pensionistici aziendali e professionali delle imprese di assicurazione di cui alla direttiva 2002/83/CE (a condizione che le attività e le passività associate siano separate dalle altre attività dell'impresa di assicurazione), nonché qualsiasi altro soggetto autorizzato e controllato o schema operante su base nazionale che sia finalizzato in via prioritaria a erogare prestazioni pensionistiche.

L'esenzione temporanea è stata concessa per tenere conto delle caratteristiche specifiche del modello aziendale di tali soggetti e dell'impatto che l'obbligo di compensazione potrebbe avere sulle pensioni: come ricordato al considerando 26 del regolamento EMIR, i soggetti che gestiscono schemi pensionistici "destinano una percentuale minima degli attivi a contante per garantire ai contraenti il massimo possibile di efficienza e di rendimento. L'obbligo per tali soggetti di compensare i contratti derivati OTC a livello centrale implicherebbe quindi il dirottamento da parte loro di una percentuale considerevole di attività verso il contante per rispettare i correnti obblighi di marginazione delle CCP". La compensazione centrale dei derivati OTC impone la necessità di disporre di un ammontare adeguato in contanti per soddisfare gli obblighi di marginazione delle controparti centrali (CCP). Come riconosciuto dal quadro del regolamento EMIR, la detenzione di grandi quantità di

---

<sup>1</sup> Regolamento (UE) n. 648/2012.

<sup>2</sup> L'esenzione riguarda i contratti derivati OTC di cui può essere oggettivamente quantificata la riduzione dei rischi di investimento direttamente riconducibili alla solvibilità finanziaria degli schemi pensionistici e a soggetti stabiliti per fornire un risarcimento ai membri di tali schemi in caso di inadempimento, nonché gli schemi pensionistici che incontrano difficoltà nel soddisfare i requisiti in ordine al margine di variazione (articolo 89 del regolamento EMIR).

contante al fine di soddisfare potenziali richieste di margini di variazione potrebbe avere un effetto negativo sul reddito dei pensionati.

Uno studio indipendente fornito alla Commissione da Europe Economics e Bourse Consult nel 2014 ha stimato il potenziale margine di variazione che i fondi pensione dell'UE potrebbero essere tenuti a pagare in caso di variazione dei tassi pari all'1 %. Escludendo il Regno Unito, che all'epoca era ancora incluso nello studio, i risultati indicano un importo compreso tra 106 e 133 miliardi di EUR, che aumenterebbe ulteriormente in caso di scenari ancora più difficili.

Più recentemente sono stati condotti ulteriori studi da parte dell'Eurosistema<sup>3</sup> e della Banca centrale danese<sup>4</sup>. Da tali studi emerge che il potenziale margine di variazione dei fondi pensione olandesi e danesi, che rappresentano circa il 52 % delle attività finanziarie dei fondi pensione dell'UE (escludendo il Regno Unito)<sup>5</sup>, nell'ambito dello stesso scenario di stress (variazione dei tassi dell'1 %), sarebbe inferiore, rispettivamente, a 53 miliardi di EUR e a 106 miliardi di DKK (pari a circa 14 miliardi di EUR), quindi un valore leggermente inferiore ai corrispondenti dati<sup>6</sup> dello studio indipendente di cui sopra. Sulla base dei saldi in contante disponibili, la carenza di contante aggregata potrebbe ammontare fino a 17 miliardi di EUR per tutti i fondi pensione della zona euro<sup>7</sup>.

Analoghi movimenti di tassi, costi e rischi non riguarderebbero soltanto gli schemi pensionistici, ma colpirebbero anche altre società finanziarie che compensano a livello centrale (ad esempio fondi di investimento, compagnie di assicurazione) e potrebbero sorgere rischi di inadempimento per mancanza di garanzie ammissibili anche in caso di negoziazione bilaterale dei derivati, non solo per quanto concerne la compensazione centrale. Tuttavia, come riconosciuto dall'ESMA nella sua prima relazione su questo tema, gli schemi pensionistici sembrano essere più limitati quanto alla capacità di attenuare tali rischi mediante la flessibilità delle strategie di investimento, la disponibilità di investimenti corrispondenti alle loro passività e l'accesso alle fonti di liquidità, come illustrato nelle sezioni che seguono.

L'esenzione temporanea era intesa a fornire il tempo necessario per trovare una soluzione tecnica adeguata, che consentirebbe agli schemi pensionistici di compensare a livello centrale presso le CCP, evitando nel contempo effetti negativi di rilievo sul

---

<sup>3</sup> Banca centrale europea, Financial Stability Review, maggio 2020. Le stime per i fondi pensione olandesi sono comprese tra 36 e 47 miliardi di EUR. Dato che i fondi pensione olandesi detengono circa l'89 % degli swap su tassi d'interesse dei fondi pensione della zona euro, la richiesta di margine per tutti i fondi pensione della zona euro è stimata tra i 40 e i 53 miliardi di EUR.

<sup>4</sup> Danmarks Nationalbank, "Pension companies will have large liquidity needs if interest rates rise", novembre 2019.

<sup>5</sup> Secondo i conti della zona euro alla fine del 2019.

<sup>6</sup> I dati corrispondenti ammontavano rispettivamente a circa 60 e 27 miliardi di EUR per i fondi pensione olandesi e danesi.

<sup>7</sup> Le stime relative alla carenza di contante dei fondi pensione olandesi sono comprese tra 6 e 15 miliardi di EUR. Dato che i fondi pensione olandesi detengono circa l'89 % degli swap su tassi d'interesse dei fondi pensione della zona euro, la carenza di contante per tutti i fondi pensione della zona euro potrebbe raggiungere i 17 miliardi di EUR.

reddito dei pensionati. Nel quadro del regolamento EMIR l'attività relativa ai derivati OTC degli schemi pensionistici è già soggetta (al di sotto delle soglie pertinenti) ai requisiti di attenuazione del rischio operativo e ai requisiti in materia di margini per le negoziazioni OTC non compensate di cui all'articolo 11, la cui graduale applicazione ha avuto inizio nel 2017<sup>8</sup>: tali requisiti mirano ad affrontare i rischi connessi ai derivati non compensati a livello centrale, fornendo nel contempo incentivi alla compensazione a livello centrale. Gli schemi pensionistici sono anche soggetti agli obblighi di segnalazione previsti dal regolamento EMIR.

Sebbene le discussioni con gli schemi pensionistici e gli altri portatori d'interessi confermino che gli schemi pensionistici desiderano compensare le negoziazioni presso le CCP, e in effetti già lo fanno in alcuni casi, l'obbligo di compensazione ha continuato a porre problemi. L'esenzione dalla compensazione centrale è stata pertanto prorogata nel corso degli anni, poiché non era emersa alcuna soluzione tecnica praticabile. Il REFIT del regolamento EMIR, entrato in vigore nel giugno 2019, proroga l'esenzione fino a giugno 2021, con due ulteriori potenziali proroghe mediante atti delegati della Commissione, ciascuna per un massimo di un anno. L'obiettivo ultimo del regolamento, tuttavia, rimane la compensazione centrale per gli schemi pensionistici il più presto possibile, considerando che gli attuali sviluppi normativi e di mercato dovrebbero consentire ai partecipanti al mercato di sviluppare soluzioni appropriate (regolamento EMIR, considerando 30). Le CCP, i partecipanti diretti e gli schemi pensionistici sono tenuti a fare il possibile per contribuire allo sviluppo di tali soluzioni.

L'articolo 85 del REFIT del regolamento EMIR impone alla Commissione di preparare una relazione annuale fino all'ultima proroga dell'esenzione "in cui valuta 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".

Inoltre, a norma del regolamento, l'ESMA, in collaborazione con l'EIOPA, l'ABE e il CERS, presenta alla Commissione una relazione annuale in cui valuta la questione. La prima relazione dell'ESMA è pervenuta alla Commissione nell'aprile 2020. Insieme alla relazione, l'ESMA ha avviato una consultazione pubblica al fine di raccogliere ulteriori contributi dai portatori d'interessi e presentare alla Commissione una seconda relazione più esaustiva entro dicembre 2020. Tale relazione dell'ESMA non è pertanto disponibile in tempo utile per essere integrata nella presente relazione della Commissione europea.

Il REFIT del regolamento EMIR ha inoltre incaricato la Commissione di istituire un gruppo di esperti comprendente rappresentanti dei pertinenti portatori d'interessi, in modo da monitorare i loro sforzi e valutare i progressi compiuti verso la ricerca di soluzioni tecniche praticabili. Il gruppo di esperti, che porta avanti i lavori del suo predecessore (gruppo ad alto livello della Commissione sui fondi pensione), comprende

---

<sup>8</sup> Regolamento delegato (UE) 2016/2251 della Commissione.

rappresentanti delle CCP, dei partecipanti diretti, degli schemi pensionistici, delle banche centrali e di altri portatori d'interessi pertinenti; si è riunito due volte, nell'ottobre 2019 e nell'aprile 2020 (tramite teleconferenza) e continuerà a riunirsi ogni sei mesi. La Commissione continua a basarsi sui lavori del gruppo per elaborare le sue relazioni per i legislatori.

## **2. SCOPO DELLA RELAZIONE**

Con la presente relazione la Commissione adempie l'obbligo di cui all'articolo 85 del regolamento EMIR.

La presente relazione tiene debitamente conto della prima relazione dell'ESMA e delle discussioni che si sono svolte nell'ambito del gruppo di esperti. Come spiegato, i risultati della consultazione pubblica avviata dall'ESMA confluiranno nella seconda relazione della Commissione, che sarà pubblicata il prossimo anno.

La presente relazione fornisce un'analisi delle principali questioni individuate dai portatori d'interessi circa la compensazione centrale per gli schemi pensionistici, nonché delle soluzioni finora prese in considerazione. Come si è detto, l'esenzione degli schemi pensionistici dalla compensazione centrale è in vigore fino al giugno 2021: in considerazione di tale scadenza, la presente relazione mira ad aggiornare il Parlamento europeo e il Consiglio in merito ai progressi compiuti in questo ambito, anche al fine di individuare gli aspetti da approfondire per favorire una soluzione praticabile e sostenibile in materia di compensazione centrale.

## **3. PRINCIPALI QUESTIONI INDIVIDUATE**

### **3.1 Informazioni generali sul modello aziendale degli schemi pensionistici e sull'uso dei derivati**

Gli schemi pensionistici europei, in particolare in alcuni Stati membri quali i Paesi Bassi e la Danimarca, sono partecipanti attivi nel mercato dei derivati OTC. Utilizzano tali strumenti derivati per coprire le passività derivanti da una serie di rischi, tra cui la volatilità dei tassi di interesse e dell'inflazione e, in ultima analisi, per proteggersi da rischi di solvibilità finanziaria. Le passività dei fondi pensione nei confronti dei pensionati attuali e futuri hanno scadenze lunghe e ad esse devono corrispondere attività a lungo termine, che sono in genere titoli di Stato e obbligazioni societarie. Tuttavia, coprire integralmente le passività con obbligazioni non sembra praticabile per gli schemi pensionistici dell'UE, data la disponibilità limitata di obbligazioni con caratteristiche appropriate. Inoltre, i derivati offrono un migliore bilanciamento delle passività degli schemi pensionistici, in quanto gli swap sono spesso utilizzati per scontare tali passività ai fini della valutazione. Come riferito dall'ESMA, la situazione degli schemi pensionistici dell'UE a questo proposito è diversa da quella dei fondi pensione statunitensi, che si affidano maggiormente ad attività a lungo termine, come

obbligazioni societarie e i titoli di Stato, a fini di copertura: i fondi pensione statunitensi tendono ad avere passività di durata inferiore rispetto agli schemi pensionistici dell'UE, queste ultime sono generalmente scontate utilizzando i rendimenti di obbligazioni societarie con rating AA e il mercato statunitense delle obbligazioni societarie è più profondo. Come riconosciuto dall'ESMA, gli schemi pensionistici sembrano avere di per sé l'esigenza strutturale di ricorrere ai derivati OTC.

Il portafoglio dei derivati degli schemi pensionistici è in genere voluminoso, a lungo termine e unidirezionale, e la posizione aggregata del settore rappresenta, secondo l'ESMA, un potenziale rischio sistemico.

Per quanto riguarda i tipi di derivati, gli schemi pensionistici fanno ampio uso di swap su tassi di interesse a lungo termine: secondo i dati 2015 ai fini del regolamento EMIR raccolti dalla DTCC, circa il 20 % degli swap su tassi di interesse in cui almeno una controparte è un assicuratore o un fondo pensione nell'UE aveva una scadenza di 30 anni, rispetto a una media globale inferiore al 10 %<sup>9</sup>. Gli swap su tassi di interesse sono la categoria di derivati soggetti all'obbligo di compensazione ai sensi del regolamento EMIR. Gli schemi pensionistici negoziano i propri derivati bilateralmente o li compensano a livello centrale presso le CCP, generalmente come clienti dei partecipanti diretti.

È opportuno notare che gli schemi pensionistici e i relativi mercati sono alquanto diversi in tutta l'UE: in alcuni Stati membri i sistemi pensionistici del secondo pilastro sono più sviluppati che in altri, e i fondi pensione a prestazioni definite sono più diffusi; in altri casi prevale il modello a contribuzione definita. I mercati più grandi degli schemi pensionistici nell'UE si trovano nei Paesi Bassi, con un rapporto medio tra attività e PIL pari al 173,3 %, e in Danimarca, con un rapporto del 198,6 %, secondo i dati di fine 2018. Anche l'Irlanda dispone di schemi analoghi. In tali paesi gli schemi pensionistici privati svolgono un ruolo importante nel fornire un reddito ai pensionati.

### **3.2 La questione della compensazione centrale per gli schemi pensionistici**

La questione principale individuata in merito alla compensazione centrale per gli schemi pensionistici riguarda il fatto che la compensazione presso le CCP impone la costituzione del margine di variazione in contanti; dalle discussioni svoltesi nel gruppo dei portatori d'interessi della Commissione è emerso che ciò rappresenta un problema per gli schemi pensionistici in caso di condizioni di stress del mercato.

Nel modello della compensazione centrale, le CCP chiedono ai partecipanti un margine di variazione per compensare le variazioni del valore di mercato delle posizioni in derivati che gestiscono. In questo modo, le CCP sono sempre coperte dai movimenti di mercato e i partecipanti al mercato non accumulano, nel tempo, perdite ingenti rispetto al loro portafoglio compensato a livello centrale. Le perdite e gli utili sono calcolati dalla CCP e scambiati giornalmente attraverso la procedura di valutazione a prezzi correnti di mercato. Il contante è particolarmente adatto ai fini dei margini di

---

<sup>9</sup>Comitato europeo per il rischio sistemico, Occasional Paper Series 11, 2016.

variazione, in quanto riduce al minimo il rischio di perdite di valore e il suo trasferimento è definitivo. Il passaggio di contante come margine di variazione è inoltre meno complesso dal punto di vista operativo ed è compatibile con l'approccio alla gestione del rischio di liquidità delle CCP previsto dal regolamento EMIR<sup>10</sup>.

Ciò significa che i partecipanti diretti devono essere in grado di far fronte a tali richieste attraverso importi adeguati di contante: in caso contrario, se un partecipante diretto non può depositare in tempo utile il margine di variazione richiesto, questi è dichiarato inadempiente dalla CCP, che avvia quindi le procedure per i casi di inadempimento al fine di ribilanciare il portafoglio. Inoltre, il margine di variazione deve essere fornito alle CCP in un breve arco di tempo, il che comporta ulteriori difficoltà operative<sup>11</sup>.

Il contante ha un costo-opportunità elevato, in quanto non è redditizio come altre attività e non è adeguato a bilanciare le scadenze delle passività degli schemi pensionistici, esponendo così questi ultimi a disallineamenti tra attività e passività. La detenzione di grandi quantità di contante anziché di altre attività a rendimento più elevato contribuirebbe a ridurre i rendimenti dei pensionati e avrebbe un impatto sull'allocazione delle attività degli schemi pensionistici; in effetti, i fondi pensionistici solitamente non detengono molto contante, come indicato anche nelle statistiche annuali sulle pensioni a livello globale pubblicate dall'OCSE.

La questione dei margini di variazione in contanti può rivelarsi difficile, in particolare in condizioni di stress del mercato, in concomitanza con l'aumento dei livelli dei tassi di interesse, quando le richieste di margini di variazione delle CCP potrebbero aumentare in modo significativo per gli schemi pensionistici.

In effetti, richieste di margini di variazione elevati possono verificarsi anche nel contesto di negoziazioni non compensate a livello centrale, a cui attualmente partecipano gli schemi pensionistici. Tuttavia, in tale contesto, gli schemi pensionistici possono costituire il margine di variazione anche in forme diverse dal contante, ad esempio utilizzando titoli di Stato di elevata qualità (attività di cui i fondi pensione solitamente abbondano), anche se ultimamente gli schemi pensionistici potrebbero essere obbligati in misura maggiore a costituire i margini di variazione in contanti anche nelle loro negoziazioni bilaterali.

Va osservato che la logica del quadro normativo del regolamento EMIR è promuovere la compensazione centrale anche rendendo le negoziazioni bilaterali meno convenienti, in linea con i rischi associati: questo e altri sviluppi normativi, insieme alle forze del mercato, dovrebbero portare a un aumento dei volumi di derivati compensati a livello centrale, con un potenziale miglioramento della determinazione del prezzo nel segmento dei derivati compensati rispetto a quello dei derivati non compensati a livello

---

<sup>10</sup> Oltre a ciò, margini di variazione in contanti consentono alle CCP di essere certe della propria capacità di valutare correttamente le proprie operazioni e costituiscono la convenzione di mercato per gli swap compensati, adottata da tutti i partecipanti al mercato di tali strumenti.

<sup>11</sup> Per le richieste di margine infragiornaliero, alcune CCP consentono ai partecipanti di utilizzare titoli anziché contanti; tuttavia, le richieste di margine a fine giornata devono essere soddisfatte con il contante.

centrale. In effetti, come si è detto, alcuni fondi pensione hanno già iniziato a compensare a livello centrale su base volontaria e selettiva.

Va osservato che, in generale, gli schemi pensionistici tendono maggiormente a compensare in modo indiretto in qualità di clienti dei partecipanti diretti, piuttosto che diventare partecipanti diretti di una CCP, come ulteriormente illustrato nelle sezioni che seguono.

Quanto precede fornisce il perimetro delle caratteristiche che una possibile soluzione della questione della compensazione centrale dovrebbe avere: dovrebbe essere tale da trovare il giusto equilibrio tra l'obiettivo della stabilità finanziaria e la necessità di essere praticabile per gli schemi pensionistici in termini di costi, in modo da non incidere eccessivamente sulle prestazioni dei pensionati, e dovrebbe essere sufficientemente solida anche in condizioni di stress dei mercati.

### **3.3 Potenziali soluzioni esaminate finora**

Il dibattito sulla compensazione centrale per gli schemi pensionistici ha portato ad esaminare diverse possibilità nel corso degli anni. Nel 2015, in merito a tale questione, la Commissione ha presentato una sintesi di alcune possibili soluzioni nella relazione ai sensi del regolamento EMIR, giungendo alla conclusione che non era stata sviluppata alcuna soluzione tecnica praticabile.

Le opzioni finora esaminate si sono incentrate sul modo in cui gli schemi pensionistici potrebbero fornire i margini di variazione alle CCP in modo sicuro ed efficace sotto il profilo dei costi. In una prima fase, come descritto nella relazione della Commissione del 2015, si è valutato se le CCP potessero accettare margini di variazione in forme diverse dal contante, ad esempio titoli di Stato di qualità elevata: tuttavia, è stato generalmente riconosciuto che tale possibilità sarebbe difficile da perseguire, in quanto imporrebbe alle CCP di gestire un portafoglio di obbligazioni da convertire in contante con i relativi rischi, il che potrebbe snaturare il loro ruolo di parte interposta con portafoglio "neutro".

Si sta pertanto esaminando una seconda serie di opzioni, nell'ambito della quale gli schemi pensionistici potrebbero scambiare le loro obbligazioni con contante al fine di soddisfare le richieste di margine delle CCP (trasformazione di garanzie). Le potenziali soluzioni esaminate e sviluppate negli ultimi anni dai portatori d'interessi del settore si sono effettivamente incentrate sui modi per consentire un'efficace trasformazione delle garanzie da parte degli schemi pensionistici.

#### Trasformazione delle garanzie da parte dei partecipanti diretti

I partecipanti diretti, quali le banche, possono di norma fornire ai loro clienti, compresi i fondi pensione, servizi di trasformazione di garanzie<sup>12</sup> mediante operazioni di pronti contro termine. In effetti, la maggior parte degli schemi pensionistici che esegue la

---

<sup>12</sup> Tale servizio potrebbe essere fornito ai fondi pensione anche da altre banche, diverse dal loro partecipante diretto.



compensazione centrale, lo fa oggi in qualità di cliente dei partecipanti diretti e può continuare a farlo anche con l'obbligo di compensazione. Un'operazione di pronti contro termine prevede che una parte venda un'attività a un'altra parte e si impegni a riacquistarla a un prezzo convenuto a una data futura. L'attività è di norma un'obbligazione e funge da garanzia per assicurare il prestatore di contante contro il rischio di controparte. I pronti contro termine possono quindi essere utilizzati come strumento per trasformare le obbligazioni in contante e costituire i margini di variazione, con il vantaggio supplementare che il fornitore delle obbligazioni ne conserva la proprietà e continua a ottenere rendimenti a lungo termine.

Generalmente i grandi gruppi bancari sono attivi nel mercato dei pronti contro termine. Tuttavia, è stato sottolineato che alcuni fattori disincentivano i partecipanti diretti dall'effettuare tali operazioni. Come segnalato da molti partecipanti al mercato, la costruzione del coefficiente di leva finanziaria nell'ambito del quadro di Basilea III ha reso meno convenienti i pronti contro termine, poiché tali operazioni presentano margini bassi e ampliano i bilanci delle banche, contribuendo così ad aumentare il denominatore del coefficiente. Le banche devono quindi disporre di un capitale di classe 1 più elevato per rispettare il requisito. Considerazioni analoghe sono emerse dall'analisi dei mercati dei pronti contro termine condotta nel 2017 dal Comitato sul sistema finanziario globale<sup>13</sup>, che ha messo in luce il possibile compromesso tra riforme normative incentrate sulle dimensioni dei bilanci delle banche (con l'obiettivo di limitare l'eccesso di leva finanziaria) e le conseguenze, anche per gli utilizzatori finali, in termini di disponibilità di pronti contro termine<sup>14</sup>. A tale proposito, negli ultimi anni i volumi del mercato dei pronti contro termine nell'UE sono comunque aumentati<sup>15</sup> e, secondo le analisi della BCE, le riforme normative non hanno avuto conseguenze indesiderate sostanziali sulla fornitura di servizi relativi ai pronti contro termine da parte delle banche della zona euro<sup>16</sup>.

Inoltre, il modo in cui il coefficiente di leva finanziaria è stato originariamente concepito ha reso meno conveniente per le banche la fornitura di servizi di compensazione ai clienti, poiché i margini costituiti dai clienti non potevano essere utilizzati per compensare l'importo dell'esposizione (che confluirebbe nel denominatore del coefficiente). Nel 2019 il Comitato di Basilea<sup>17</sup> ha proposto di introdurre modifiche

---

<sup>13</sup> CGFS, "Repo market functioning" (Funzionamento del mercato dei pronti contro termine), 2017.

<sup>14</sup> "Una contrazione della capacità di intermediazione può anche ridurre la capacità dei mercati dei pronti contro termine di rispondere alla domanda durante i periodi di stress futuri. Una riduzione del funzionamento del mercato dei pronti contro termine potrebbe creare attriti nei mercati a pronti e dei derivati e ridurre la capacità degli istituti finanziari di monetizzare le attività. L'entità dei costi che ne derivano per la stabilità finanziaria e l'economia reale in periodi di stress potrebbe essere significativa nel complesso, anche se tali situazioni non si sono concretizzate su vasta scala nel passato più recente. Gli adattamenti del mercato dei pronti contro termine potrebbero ridurre i costi per alcuni utilizzatori finali, ma potrebbero anche introdurre nuovi rischi".

<sup>15</sup> ICMA, European Repo Market Survey (Indagine sul mercato europeo dei pronti contro termine) dicembre 2019.

<sup>16</sup> BCE, Financial Stability Review, 2017.

<sup>17</sup> Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, "Leverage ratio treatment of client cleared derivatives" (Trattamento del coefficiente di leva finanziaria dei derivati compensati dal cliente), 2019.

nel calcolo del coefficiente di leva finanziaria, in modo da non penalizzare indebitamente la compensazione per i clienti. Tali modifiche si sono riflesse nel regolamento riveduto sui requisiti patrimoniali (CRR2), entrato in vigore nel giugno dello scorso anno.

È stata inoltre introdotta una modifica del coefficiente di leva finanziaria riguardante il trattamento dei contratti di vendita con patto di riacquisto passivo. Tali modifiche possono contribuire a incoraggiare le banche a effettuare la compensazione per il cliente e, probabilmente, l'intermediazione per le operazioni di pronti contro termine, sostenendo in tal modo anche la liquidità del mercato dei pronti contro termine. L'impatto di tali modifiche dovrà essere valutato.

Inoltre, sono state espresse preoccupazioni in merito alla capacità dei mercati dei pronti contro termine di soddisfare la domanda di contante di tutti gli schemi pensionistici, in particolare in periodi di stress, come illustrato più dettagliatamente in appresso.

#### Trasformazione di garanzie attraverso i mercati dei pronti contro termine compensati

Negli ultimi anni alcune CCP hanno sviluppato nuovi modelli volti a sostenere la compensazione centrale per gli schemi pensionistici, basati sull'agevolazione dell'accesso degli schemi pensionistici alle CCP e ai mercati dei pronti contro termine compensati; ciò può comportare anche l'accesso al mercato degli OTC compensati. Tali modelli sono stati sviluppati nell'Unione europea da almeno una CCP e, da quanto risulta alla Commissione, modelli simili saranno probabilmente adottati anche da altre CCP<sup>18</sup>. In tale quadro, gli schemi pensionistici hanno un rapporto contrattuale diretto con la CCP e sono "assistiti" (o altrimenti "sponsorizzati") da un partecipante diretto (solitamente una banca) che funge da agente di compensazione e facilita la compensazione centrale per gli schemi pensionistici, ad esempio contribuendo al fondo di garanzia della CCP e impegnandosi nella gestione dell'inadempimento e in altri servizi (gestione delle garanzie, ecc.).

Tali modelli non eliminano di per sé la necessità di versare il margine di variazione in contante per i derivati OTC compensati, ma forniscono agli schemi pensionistici ulteriori possibilità di accesso ai mercati dei pronti contro termine. Questi modelli di "partecipazione agevolata" mirerebbero anche a ridurre alcuni dei limiti della compensazione per il cliente, ad esempio, nell'UE, la concentrazione della compensazione per il cliente solo presso alcuni partecipanti diretti o la questione della portabilità delle posizioni dei clienti in caso di inadempimento di un partecipante diretto. Dal punto di vista delle banche, tali modelli dovrebbero risultare meno rigorosi in termini di requisiti patrimoniali rispetto alle tradizionali attività di compensazione per il cliente.

---

<sup>18</sup> Al di fuori dell'UE, sulla base delle informazioni di cui dispone la Commissione, LCH Ltd (Regno Unito), Canadian Derivatives Clearing Corporation (Canada) e DTCC FICC (Stati Uniti) hanno messo a punto offerte di compensazione di pronti contro termine destinate agli acquirenti (buy-side).

Secondo le informazioni in possesso della Commissione, tale modello si è sviluppato nel corso del tempo, con un leggero aumento dell'interesse del mercato; tuttavia, finora, questo tipo di servizio è stato utilizzato soltanto da alcuni schemi pensionistici, solitamente di grandi dimensioni. Un ovvio motivo può essere legato al fatto che avere un rapporto diretto con una CCP può richiedere una preparazione operativa e giuridica aggiuntiva e un investimento da parte dei partecipanti al mercato, sia schemi pensionistici, sia partecipanti diretti. Inoltre, i fondi pensione che fanno parte del gruppo dei portatori d'interessi della Commissione hanno indicato che tali modelli sono generalmente disponibili solo per i grandi schemi pensionistici (solo un numero ridotto di banche attualmente li sostiene) e implicano comunque che gli schemi pensionistici debbano fare affidamento sulla volontà del partecipante diretto di fornire i relativi servizi.

Secondo un documento congiunto dell'Associazione internazionale degli intermediari in swap (ISDA) e di Pensions Europe del 2018<sup>19</sup>, i modelli di partecipazione diretta o "agevolata" sono visti con interesse dal mercato, anche perché possono essere più interessanti per le banche rispetto ai tradizionali rapporti di compensazione con i clienti. La partecipazione diretta piena sembra problematica per una serie di motivi (tra cui la necessità di soddisfare i requisiti di partecipazione delle CCP e i contributi al fondo di garanzia, nonché di disporre di capacità operative); i modelli di accesso facilitato possono rappresentare un modo per avvicinarsi a ciò. Secondo i fondi pensione appartenenti al gruppo dei portatori d'interessi della Commissione, sarebbero necessari ulteriori miglioramenti.

#### Discussione sul mercato dei pronti contro termine

Il mercato dei pronti contro termine è generalmente considerato dagli schemi pensionistici come uno strumento utile per i loro fabbisogni di liquidità e nelle discussioni del gruppo di esperti istituito dalla Commissione europea è stato generalmente descritto come un elemento potenziale della soluzione globale alla questione del margine di variazione.

Tuttavia, permangono preoccupazioni del settore circa la capacità dei mercati dei pronti contro termine di soddisfare la domanda complessiva di contante derivante da tutti gli schemi pensionistici che devono compensare in condizioni di stress del mercato, quando è probabile che i mercati dei pronti contro termine siano sotto pressione per assorbire una forte domanda di liquidità, non solo degli schemi pensionistici. Inoltre, le banche potrebbero non essere sempre disposte a fornire pronti contro termine agli schemi pensionistici o non nella stessa misura, in periodi di stress. Come sottolinea l'ESMA, un certo numero di questi e altri aspetti sono legati al rapporto commerciale generale tra le banche e gli schemi pensionistici loro clienti. Se gli schemi pensionistici non possono ricorrere al mercato dei pronti contro termine in condizioni di stress, potrebbero non essere in grado di soddisfare le richieste di margine delle CCP e persino

---

<sup>19</sup> Documento congiunto di Pensions Europe e ISDA "Potential demand for clearing by EU Pension Funds" (Potenziale domanda di compensazione da parte dei fondi pensione dell'UE), 2018.

essere la causa di problemi più ampi in termini di stabilità finanziaria. A tale riguardo, potrebbe rivelarsi utile la possibilità di stabilire un insieme diversificato di accordi di liquidità tra le banche e gli schemi pensionistici.

I mercati dei pronti contro termine compensati dovrebbero avere il vantaggio di essere più liquidi dei mercati bilaterali, dato che, in linea di principio, le banche sono più disposte a negoziare contratti di pronti contro termine compensati piuttosto che contratti di pronti contro termine bilaterali, non da ultimo perché possono compensare le loro posizioni con la CCP. Secondo il CGFS (2017), nella zona euro la quota del mercato dei pronti contro termine negoziati tramite CCP è aumentata negli ultimi anni, rappresentando il 50-60 % dei volumi di detto mercato nella zona euro, a causa della loro attrattiva per la gestione del bilancio. Gli sforzi di alcune CCP atti a consentire la partecipazione diretta degli utilizzatori finali alle loro piattaforme di pronti contro termine compensati devono essere letti anche in questa prospettiva. Gli schemi pensionistici hanno segnalato che il mercato dei pronti contro termine compensati può offrire capacità supplementare in relazione ai pronti contro termine bilaterali, ma presenta anche le limitazioni citate in precedenza.

Una panoramica del funzionamento dei mercati europei dei pronti contro termine è fornita dall'International Capital Market Association (ICMA) che, nella sua indagine sul mercato dei pronti contro termine del 2019, stima le dimensioni complessive del mercato a 8 310 miliardi di EUR<sup>20</sup>. Le indagini sul mercato europeo dei pronti contro termine effettuate dall'ICMA nel 2018 e nel 2019 confermano che tale mercato è generalmente considerato ben funzionante e quindi costituisce potenzialmente un canale per la trasformazione delle garanzie; tuttavia, i mercati dei pronti contro termine sono meno liquidi a fine trimestre e a fine anno, poiché le banche tendono a chiudere le loro posizioni in pronti contro termine quando si avvicinano i termini per la segnalazione. L'ampiezza di tali contrazioni periodiche è diminuita negli ultimi anni e dovrebbe diminuire ulteriormente in futuro, anche grazie all'attuazione, nell'UE, delle recenti raccomandazioni del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria volte a ridurre la volatilità a fine trimestre e a fine anno.

L'ICMA fornisce inoltre un'analisi<sup>21</sup> degli sviluppi più recenti verificatisi sul mercato durante la crisi della COVID-19. Secondo tale indagine, il mercato europeo dei pronti contro termine ha retto complessivamente bene durante la pandemia di COVID-19 iniziata a fine febbraio/inizio marzo 2020. L'attività del mercato dei pronti contro termine è aumentata durante le prime due settimane di marzo, a causa dell'aumento delle richieste di trasformazione delle garanzie per soddisfare le richieste di margine e dei flussi in uscita da attività più rischiose verso attività a breve termine. Tuttavia, i clienti hanno riferito che le banche hanno avuto difficoltà a far fronte alla crescente domanda di pronti contro termine e che alcune di esse hanno iniziato a servire solo

---

<sup>20</sup> Sulla base del valore dei contratti di vendita con patto di riacquisto e con patto di riacquisto passivo in essere sui libri contabili dei 58 enti finanziari partecipanti all'indagine.

<sup>21</sup> ICMA, "The European repo market and the COVID-19 crisis" (Il mercato europeo dei pronti contro termine e la crisi COVID-19), aprile 2020.

clienti di classe superiore (top-tier). Secondo l'indagine, la capacità delle banche di fungere da intermediari per l'accesso al mercato dei pronti contro termine non è aumentata quanto la relativa domanda durante il culmine della crisi. I partecipanti che fungono da acquirenti segnalano un aumento della dipendenza dal mercato dei pronti contro termine poiché, con l'aumento della volatilità, i flussi di fondi in uscita hanno determinato la necessità di generare disponibilità liquide a fronte di partecipazioni, nonché di soddisfare richieste di margine a fronte di posizioni in derivati. Sembra tuttavia che le banche abbiano avuto difficoltà a tenere il passo con la domanda dei clienti. Molte indicano di limitare le loro attività ai clienti di classe superiore e di non avere capacità per nuove attività. Le banche segnalano inoltre che, alla luce della forte volatilità, sulla loro attività hanno pesato più i limiti relativi alle attività ponderate per il rischio che il coefficiente di leva finanziaria, in particolare per i flussi commerciali unidirezionali (quali debitori netti di liquidità).

Secondo quanto segnalato, gli interventi delle banche centrali hanno allentato tali tensioni, liberando le linee di credito delle banche e invertendo la tendenza alla svendita di attività a rischio.

Gli sviluppi del mercato durante la crisi COVID-19 sono stati discussi anche nel gruppo dei portatori d'interessi della Commissione. Le CCP hanno segnalato un regolare andamento dei mercati dei pronti contro termine compensati durante la crisi, con volumi di attività elevati. Secondo le loro informazioni, l'accesso non era limitato per le imprese acquirenti che partecipavano al mercato dei pronti contro termine compensati. È stata inoltre messa in evidenza la resilienza complessiva dell'infrastruttura di mercato, anche per quanto riguarda i modelli di margine, contribuendo in tal modo alla prevedibilità delle richieste di margine ai partecipanti. Gli schemi pensionistici hanno segnalato di aver patito la forte volatilità dei mercati, con richieste di margini ampi ai clienti da parte di controparti bilaterali e partecipanti diretti. Hanno affermato di essere riusciti a malapena a far fronte a tale situazione, ma se i mercati si fossero rivelati peggiori, avrebbero dovuto affrontare difficoltà molto gravi. Hanno inoltre confermato che le banche erano riluttanti a impegnarsi nell'intermediazione per le operazioni di pronti contro termine, affermando di aver avuto difficoltà a ottenere l'accesso al bilancio delle banche che sono partecipanti diretti per accedere ai mercati dei pronti contro termine. Di conseguenza, gli schemi pensionistici ritengono che non è possibile ricorrere al mercato dei pronti contro termine in qualsiasi condizione di mercato. Gli schemi pensionistici spesso dipendono in larga misura dalle banche per accedervi, le quali dispongono di linee limitate per i pronti contro termine per i loro clienti in periodi di stress.

Alla luce delle difficoltà in cui si trovano i mercati dei pronti contro termine in tempi di stress, i partecipanti al mercato hanno spesso sollevato la questione della necessità, nei periodi di stress, di un sostegno delle banche centrali in termini di liquidità. Secondo i partecipanti al mercato, questo ruolo di sostegno delle banche centrali potrebbe essere concepito come fornitura di liquidità da parte delle stesse a un soggetto regolamentato che a sua volta la fornirebbe agli schemi pensionistici: tale soggetto potrebbe essere una

banca o una CCP. Dopo aver ricevuto la liquidità dalla banca o dalla CCP, gli schemi pensionistici sarebbero in grado di soddisfare le richieste di margini di variazione in contanti.

Va osservato che, poiché le banche centrali sono competenti esclusivamente per la creazione di meccanismi delle banche centrali e per l'interpretazione dell'uso previsto, qualsiasi opzione basata su un sostegno alla liquidità delle banche centrali dovrebbe essere approvata e sostenuta dalle banche centrali stesse.

La BCE ha fornito il suo punto di vista sulla questione. Per quanto riguarda le banche, esse sono ovviamente controparti di politica monetaria e sono autorizzate a fornire servizi di trasformazione delle garanzie nel rispetto della pertinente regolamentazione bancaria. Pertanto, esse sono in grado di fungere da intermediari sul mercato dei pronti contro termine, anche ricorrendo ai meccanismi della banca centrale.

Secondo la BCE, tuttavia, il ruolo di sostegno della banca centrale non sembra essere semplice e potrebbe essere addirittura impraticabile per le CCP, anche nel caso in cui queste ultime dispongano di un'autorizzazione all'attività bancaria: la prestazione di servizi di trasformazione delle garanzie da parte delle CCP sembra essere estranea alla loro attività principale, il che può destare preoccupazioni in relazione alle conseguenze in materia di rischio. Inoltre, secondo la BCE, se le CCP dovessero prestare servizi di trasformazione delle garanzie in virtù di un'autorizzazione all'attività bancaria (se concessa), non sembrerebbero più plausibili le attuali esenzioni in relazione a determinati requisiti prudenziali bancari, concesse loro in ragione del fatto che le CCP non svolgono le tipiche attività bancarie e hanno un modello aziendale diverso. Pertanto, sarebbero necessarie ulteriori analisi per determinare la natura giuridica, l'impatto sulla gestione dei rischi della CCP e la conformità normativa di tali disposizioni. Anche le prime reazioni di alcune CCP hanno dato prova di un certo scetticismo.

Per quanto riguarda la necessità di un potenziale sostegno "dedicato" delle banche centrali agli schemi pensionistici (gli schemi pensionistici diventerebbero controparti delle banche centrali e riceverebbero direttamente liquidità da queste ultime), la BCE ha contribuito al dibattito del gruppo dei portatori d'interessi della Commissione dal punto di vista dell'Eurosistema, ossia concentrandosi sulle esigenze di finanziamento in euro dei soggetti stabiliti nella zona euro. La valutazione quantitativa dell'Eurosistema ha stimato i fabbisogni di liquidità degli schemi pensionistici della zona euro per soddisfare il margine di variazione in uno scenario di stress basato su una variazione dei tassi dell'1 % (cfr. anche sopra). Secondo i dati a disposizione dell'Eurosistema, all'interno della zona euro gli schemi pensionistici olandesi sono i più coinvolti in derivati: l'89 % di tutti gli swap su tassi di interesse dei fondi pensione sono stati conclusi da loro. L'analisi dell'Eurosistema ha rilevato che gli effettivi fabbisogni di liquidità degli schemi pensionistici della zona euro in tale circostanza sarebbero gestibili (vale a dire al di sotto del 2 %) rispetto alle dimensioni complessive del mercato europeo dei pronti contro termine (approssimato per l'ammontare in essere dei contratti di vendita con patto di riacquisto passivo), suggerendo che il mercato dei

pronti contro termine di per sé potrebbe offrire soluzioni alle esigenze degli schemi pensionistici della zona euro. Sulla base dei risultati si è concluso che il quadro di politica monetaria dell'Eurosistema, compreso quello della controparte, è adeguato ai fini dell'attuazione della politica monetaria e non giustifica modifiche per istituire un sostegno dell'Eurosistema in termini di liquidità, dedicato agli schemi pensionistici<sup>22</sup>.

#### 4. CONCLUSIONI

Il problema della compensazione centrale per gli schemi pensionistici sussiste da diverso tempo e durante gli ultimi negoziati sul regolamento EMIR è risultato evidente che i colegislatori hanno cercato di incoraggiare il più possibile una soluzione che potesse consentire a tali soggetti di accedere al sistema di compensazione centrale concepito dalle riforme del G20 nel 2009, tenendo conto della necessità di disporre di soluzioni adeguate per rispondere alle preoccupazioni in una situazione di stress del mercato.

Lunghe discussioni si sono svolte nel gruppo dei portatori d'interessi della Commissione, da cui è emerso che gli schemi pensionistici hanno già iniziato a compensare su base volontaria alcuni derivati e si può concludere che la questione fondamentale tuttora irrisolta è quella del margine di variazione in contanti in periodi di condizioni di stress del mercato.

La Commissione monitora costantemente gli sviluppi del mercato e ha agevolato gli scambi e le discussioni tra i portatori d'interessi pertinenti per trovare possibili soluzioni. Nel corso degli anni i portatori d'interessi del settore si sono impegnati in tal senso. In particolare, una volta che la possibilità di costituire il margine di variazione in obbligazioni direttamente con le CCP è stata infine scartata a causa di problemi di compatibilità con la natura e il modello aziendale delle CCP, sono state esaminate altre possibilità per consentire agli schemi pensionistici di trasformare le garanzie in modo più agevole.

Come indicato nella presente relazione, negli ultimi anni sono stati sviluppati modelli di accesso agevolati al fine di esaminare una soluzione potenzialmente praticabile per la compensazione centrale degli schemi pensionistici. Secondo le informazioni in possesso della Commissione, tale opzione è già utilizzata da alcuni schemi pensionistici. La Commissione intende analizzare ulteriormente questa opzione con i portatori d'interessi pertinenti, compresi i relativi costi per gli schemi pensionistici. Il fatto che più di una CCP stia adottando tale modello sembra essere uno sviluppo positivo, anche in termini di promozione di una scelta più ampia.

La ricerca di una soluzione adeguata richiederà molto probabilmente uno sforzo su vari fronti. Da un lato, è opportuno valutare ulteriormente alcuni aspetti della regolamentazione bancaria, tra cui l'eventuale contributo dei recenti cambiamenti nel

---

<sup>22</sup> Tale meccanismo di sostegno dell'Eurosistema in termini di liquidità sarebbe distinto dal sostegno di emergenza alla liquidità, che rientra nell'ambito del mandato delle banche centrali nazionali.

calcolo del coefficiente di leva finanziaria. Dall'altro, è opportuno prendere in considerazione modalità per assicurare la messa a disposizione di liquidità per gli schemi pensionistici in periodi di stress.

I risultati della consultazione pubblica avviata dall'ESMA dovrebbero fornire ulteriori informazioni sui recenti sviluppi del mercato ed eventualmente ulteriori dati quantitativi che saranno esaminati con attenzione. La Commissione si è inoltre impegnata a prendere in considerazione qualsiasi iniziativa adeguata e fattibile al fine di progredire verso una soluzione per la compensazione centrale praticabile e solida.

Tali analisi, nel corso dei prossimi mesi, informeranno la decisione della Commissione in merito all'esenzione dalla compensazione centrale.