

Discussion papers

L'industria del post-trading

S.G. Lo Giudice

10

luglio 2021



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

L'attività di ricerca e analisi della Consob intende promuovere la riflessione e stimolare il dibattito su temi relativi all'economia e alla regolamentazione del sistema finanziario.

I **Quaderni di finanza** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di economia e finanza. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Discussion papers** ospitano analisi di carattere generale sulle dinamiche del sistema finanziario rilevanti per l'attività istituzionale.

I **Quaderni giuridici** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di diritto. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Position papers**, curati dalla Consob anche in collaborazione con altre istituzioni, illustrano ipotesi di modifiche del quadro regolamentare o degli approcci di vigilanza e ricognizioni di aspetti applicativi della normativa vigente.

Comitato di Redazione

Concetta Brescia Morra, Nadia Linciano, Rossella Locatelli, Caterina Lucarelli, Marco Maugeri, Francesco Nucci, Francesco Saita, Umberto Tombari, Gianfranco Trovatore, Marco Ventoruzzo

Segreteria di Redazione

Eugenia Della Libera

Progetto Grafico

Studio Ruggieri Poggi

Stampa e allestimento

Tipografia Eurosia s.r.l. (Roma)

www.tipografiaeurosia.it

Consob

00198 Roma – Via G.B. Martini, 3

☎ 06.8477.1

☎ 06.8477612

✉ studi_analisi@consob.it

ISSN 2281-3098 (online)

ISSN 2281-1990 (stampa)

L'industria del post-trading

S.G. Lo Giudice*

Sintesi del lavoro

Il presente lavoro fornisce un'analisi dell'industria del post-trading, intesa in senso ampio come l'industria in cui sono scambiati servizi di post-negoziazione e di amministrazione, in particolar modo in relazione agli strumenti finanziari, ma anche con riferimento alle valute.

Da un punto di vista istituzionale, sebbene il lavoro si focalizzi su depositari centrali e controparti centrali, sono oggetto di analisi altresì, seppure con livelli diversi di approfondimento, i sistemi di regolamento, i sistemi di pagamento, la *CLS Bank International*, che rappresenta un *unicum* nel panorama internazionale, e i *trade repository*. Un capitolo è dedicato al mercato dei derivati OTC.

Il contesto istituzionale di riferimento è, in primo luogo, quello europeo. La cornice normativa di riferimento è data, *in primis*, dal regolamento (UE) n. 909/2014 ("CSDR", con riferimento ai depositari centrali) e dal regolamento (UE) n. 648/2012 ("EMIR", per quanto concerne le controparti centrali e i contratti derivati OTC). Nello sfondo, con un approfondimento in un allegato *ad hoc*, rimane il processo di riforma del mercato dei derivati negoziati al di fuori di un mercato organizzato ("derivati OTC") promosso dai Paesi del Gruppo dei 20 ("G20").

JEL Classifications: G2, K23.

Keywords: post-trading, mercati finanziari, infrastrutture di mercato, controparti centrali/CCP, depositari centrali/CSD, T2S, contratti derivati OTC, G20, rischi, efficienza.

* Responsabile dell'Ufficio post-trading della Consob.

Desidero ringraziare il comitato di redazione della Consob e quanti hanno voluto onorarmi della lettura di versioni precedenti di questo lavoro per gli utili commenti, nonché quanti hanno contribuito alla formattazione e all'*editing*. Errori e imprecisioni sono imputabili esclusivamente all'autore. Le opinioni espresse nel lavoro sono attribuibili esclusivamente all'autore e non impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare il presente lavoro, non è, pertanto, corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

Alla mia mamma

Indice

Introduzione	9
1 Uno sguardo d'insieme	10
1.1 Il "ciclo di vita" di una transazione su strumenti finanziari	10
1.2 Le attività di (detenzione e) amministrazione degli strumenti finanziari	14
1.3 La struttura piramidale dell'industria del post-trading	16
1.4 I sistemi di pagamento	16
2 Panoramica sui rischi delle attività di post-trading	17
3 Il rischio di sostituzione	19
3.1 La riduzione dell'intervallo di regolamento	21
3.2 La compensazione delle esposizioni creditizie	22
3.3 I margini	28
3.4 I meccanismi di garanzia dei contratti – <i>focus</i> sui fondi di garanzia dei contratti	30
4 Le controparti centrali	33
4.1 Le tecniche di mitigazione del rischio di sostituzione	35
4.2 I margini – <i>focus</i> sui margini iniziali	38
4.3 La gestione dell'inadempimento	46
4.4 Il <i>default waterfall</i> – Le fasi di risanamento e risoluzione	50

5	L'attività di regolamento e di gestione accentrata – I depositari centrali (e i sistemi di pagamento)	63
5.1	L'attività di regolamento	66
5.2	L'attività di gestione accentrata	88
5.3	Il servizio di notariato – operatività transfrontaliera dei depositari centrali	103
5.4	Gli internalizzatori di regolamento	105
6	I servizi di <i>collateral management</i>	108
7	La CLS Bank International (ancora sul rischio di capitale)	112
8	Il mercato dei contratti derivati OTC	117
8.1	Le dimensioni del mercato	118
8.2	Introduzione del servizio di controparte centrale	123
8.3	Dal <i>Trade Information Warehouse</i> ai <i>trade repository</i>	125
8.4	I servizi di <i>post-trade risk reduction</i>	127
9	Conclusioni	146
	Bibliografia	151
	Allegato 1	161
	Allegato 2	167

Introduzione

Questo lavoro intende fornire un'analisi dell'industria del post-trading, intesa in senso ampio come l'industria in cui sono scambiati servizi di post-negoziazione e di amministrazione, in particolar modo in relazione agli strumenti finanziari, ma anche con riferimento alle valute.

Nel contesto dell'evoluzione del mercato dei derivati negoziati al di fuori di un mercato organizzato ("derivati OTC", *Over the Counter*) e del processo di riforma dello stesso promosso dai Paesi del Gruppo dei 20 ("G20") un ruolo cruciale spetta alle controparti centrali e ai *trade repository*.

Le controparti centrali e i *trade repository* rappresentano elementi essenziali dell'"infrastruttura di post-trading", ma non sono le uniche istituzioni "centrali" dell'industria del post-trading, la quale comprende anche i sistemi di regolamento, i depositari centrali, i sistemi di pagamento e la *CLS Bank International*, che rappresenta un *unicum* nel panorama internazionale.¹

Il lavoro è organizzato come segue. La prima parte è dedicata, rispettivamente, ad una descrizione generale dell'industria del post-trading degli strumenti finanziari (**capitolo 1**), ad una panoramica sui rischi delle attività di post-trading (**capitolo 2**) e ad un approfondimento sul rischio di sostituzione (**capitolo 3**). La parte centrale è dedicata alla trattazione delle istituzioni centrali dell'industria del post-trading degli strumenti finanziari, ossia: (i) controparti centrali (**capitolo 4**); e (ii) depositari centrali e, per quanto di interesse in questa sede, sistemi di pagamento, nell'ambito di un'analisi più generale delle attività di regolamento e di gestione accentrata (**capitolo 5**). L'ultima parte tratta argomenti specifici, quali: (i) i servizi di *collateral management* (**capitolo 6**); (ii) la *CLS Bank International*, quale istituzione deputata a livello internazionale alle attività di post-trading su valute (**capitolo 7**); e (iii) il mercato dei derivati OTC (**capitolo 8**). Il **capitolo 9** conclude.

Sono presenti altresì due allegati. Nell'**allegato 1** sono descritti i principali filoni di riforma promossi dal G20 in relazione al mercato dei derivati OTC (e l'implementazione a livello europeo). L'**allegato 2** include un esempio delle attività richieste per una corretta gestione di un derivato OTC.

1 Il concetto di infrastruttura di post-trading utilizzato coincide con quello di "Financial Market Infrastructure" ("FMI") utilizzato nell'ambito dei "Principi" emanati congiuntamente dal *Committee on Payments and Market Infrastructures* e dall'*International Organization of Securities Commissions* ("CPMI-IOSCO") nell'aprile 2012 - "the term FMI refers to systemically important payment systems, CSDs [depositari centrali], SSSs [sistemi di regolamento], CCPs [controparti centrali], and TRs [trade repository]" (CPMI-IOSCO, 2012, p. 5) - con la qualificazione che, in questa sede, i sistemi di pagamento vengono in rilievo (quasi esclusivamente) in relazione alle attività di post-trading degli strumenti finanziari e, nel caso di *CLS Bank International*, delle valute.

1 Uno sguardo di insieme

1.1 Il “ciclo di vita” di una transazione su strumenti finanziari

Com'è facilmente intuibile, l'industria del post-trading è strettamente collegata all'industria del trading; trading e post-trading danno vita insieme al “ciclo di vita” di una transazione su strumenti finanziari.

Da un punto di vista molto generale, il ciclo di vita di una transazione su strumenti finanziari comprende – oltre alla transazione in sé – tutte le attività propedeutiche alla “finalizzazione” di una transazione in titoli o alla conclusione di un contratto derivato, nonché la finalizzazione della transazione medesima e l'esecuzione dei termini previsti dal contratto medesimo.

Più in particolare, seppure in prima approssimazione, il ciclo di vita di una transazione su strumenti finanziari comprende o può comprendere le seguenti attività di post-trading: (i) **verifica** della correttezza degli estremi della transazione o del contratto; (ii) **definizione/determinazione** ed (eventualmente) **garanzia** degli obblighi reciproci; e (iii) **trasferimento** dei titoli e/o del contante.

Come risulta evidente dalla definizione generale proposta di ciclo di vita di una transazione su strumenti finanziari, nell'ambito della generale categoria degli strumenti finanziari è utile distinguere – date le possibili implicazioni in termini di ciclo di vita della transazione – da un lato tra transazioni relative a (i) titoli o valori mobiliari², e (ii) contratti derivati, e dall'altro lato tra: (i) transazioni di mercato, e (ii) transazioni OTC, a seconda che le stesse siano eseguite su di un mercato organizzato oppure no.³

Seppure esistano delle aree grigie, da un punto di vista generale la distinzione tra una transazione su valori mobiliari e un contratto derivato dovrebbe essere chiara. La prima consiste, nel caso più semplice, in una compravendita di titoli, e dunque nell'accordo a scambiarsi un certo numero di titoli e una certa somma di denaro alla fine di un orizzonte temporale di solito breve. Quest'ultimo è definito “**intervallo di regolamento**”.

Il contratto derivato, invece, può essere definito come:

*“[un contratto] il cui valore deriva (cioè dipende) dal prezzo di una “attività finanziaria sottostante”, ovvero [dal] valore di un parametro finanziario di riferimento (indice di borsa, tasso di interesse, cambio)”*⁴

dal quale *generalmente* non scaturisce uno scambio di titoli contro contante.

2 Salvo laddove diversamente indicato, in questo lavoro i due termini sono usati come sinonimi. Giova fin da subito osservare che, al contrario, i due termini hanno significati diversi nelle legislazioni europee di settore. A tal proposito, si rimanda al capitolo 5.

3 I concetti proposti di transazioni di mercato e di transazioni OTC dipendono, evidentemente, dai concetti di “mercato organizzato” e di “OTC”. Questi ultimi hanno natura complementare; in particolare, il perimetro del mercato OTC è generalmente inteso in modo residuale rispetto a ciò che viene definito come mercato organizzato, dove la definizione precisa di mercato organizzato può variare in base al contesto fattuale o normativo di riferimento.

4 Ferrarini (1993).

Quali sono, dunque, le differenze principali tra le transazioni in titoli e i contratti derivati? Ve ne sono almeno tre. La prima si traduce nella distinzione tra l'intervallo di regolamento e la durata del contratto derivato. Nel caso delle transazioni in titoli l'intervallo di regolamento rappresenta in primo luogo, soprattutto per le transazioni di mercato, un dato necessario – in un determinato contesto istituzionale e tecnologico – al fine dell'espletamento delle attività propedeutiche al regolamento. Al contrario, la durata di un contratto derivato è una variabile fondamentale attraverso la quale gli operatori attuano le loro strategie speculative o di copertura dei rischi. Essa può essere molto lunga, nell'ordine degli anni, dunque generalmente molto più lunga dell'intervallo di regolamento di una transazione in valori mobiliari, di solito due giorni.

La seconda differenza ha a che vedere con il regolamento (finale) della transazione. Come anticipato, il regolamento di una compravendita di titoli consiste nello scambio di un certo numero di titoli e di una certa somma di denaro ad una data contrattualmente stabilita (ISD, *intended settlement date*). Per i contratti derivati si parla invece di regolamento finale. Il regolamento finale di un contratto derivato in genere consiste nel pagamento di un differenziale in moneta (contratto *cash settled*) a favore della controparte per la quale il contratto ha valore positivo, ma può anche consistere nel trasferimento dell'attività sottostante (*physical delivery*).

Infine, nel caso dei contratti derivati, a differenza di quanto avviene per i titoli, la definizione delle clausole contrattuali rappresenta un elemento fondamentale nella determinazione dello strumento finanziario oggetto della transazione.

Per quanto riguarda invece la distinzione tra transazioni di mercato e transazioni OTC, una distinzione molto importante – rilevante sia per i valori mobiliari che per i contratti derivati – riguarda la verifica della correttezza degli estremi della transazione e del contratto. Quest'ultima attività è strettamente necessaria solamente in relazione alle transazioni OTC. Per ciò che concerne le transazioni di mercato, infatti, gli estremi della transazione sono determinati dall'algoritmo di formazione dei prezzi del mercato e, dunque, non necessitano di essere ulteriormente verificati. Ciò, tuttavia, ad una condizione, molto importante: che sussista un rapporto, societario o contrattuale, tra il mercato e un'infrastruttura di post-trading, sulla base del quale si instaurino dei collegamenti tecnici che garantiscano il trasferimento delle informazioni in modalità cosiddette *straight-through processing* ("STP"). Le modalità STP rendono superflua la verifica della correttezza degli estremi della transazione.

Con riferimento specifico ai contratti derivati, esistono ulteriori differenze tra i contratti di mercato e i contratti OTC, in termini di:

- **Standardizzazione:** i contratti derivati negoziati su mercati organizzati sono altamente standardizzati, mentre i contratti derivati OTC sono poco standardizzati o comunque meno standardizzati rispetto ai contratti di mercato, al fine di permettere la copertura di rischi specifici; come conseguenza, mentre le caratteristiche dei contratti negoziati su mercati organizzati sono definite in via generale dal mercato – ossia, non sono oggetto di negoziazione bilaterale – e, dunque, non necessitano di essere verificate, tale problema si pone per le transazioni OTC;

- Controvalore e frequenza: i contratti derivati OTC sono, nel confronto con i contratti derivati negoziati su mercati organizzati, caratterizzati da controvalori considerevoli e da transazioni meno frequenti.

Oltre ai valori mobiliari e ai contratti derivati, data l'importanza che questi rivestono nei sistemi finanziari moderni, è necessario menzionare la categoria dei contratti cosiddetti "*repo*" ("*repurchase agreement*") (ossia, contratti di vendita con patto di riacquisto). Questi ultimi rientrano nella più generale categoria delle "*securities financing transaction*" ("SFT") (ossia, operazioni di finanziamento tramite titoli), nella quale rientrano altresì i contratti di prestito titoli.

I contratti *repo* nella sostanza sono dei contratti di prestito garantiti da titoli. Nella forma essi sono costituiti, dal punto di vista del finanziatore, da un acquisto di titoli (tendenzialmente a pronti) e dalla successiva rivendita degli stessi. La differenza tra il prezzo di vendita e il prezzo di acquisto rappresenta il corrispettivo per interessi. La corresponsione del prestito si ha con il regolamento della prima transazione, la restituzione con il regolamento della seconda. Tra il regolamento della prima e della seconda transazione, i titoli sono nella disponibilità del finanziatore, a garanzia della restituzione del prestito.

Il regolamento della prima transazione può avvenire *intraday* o anche con un intervallo di regolamento più lungo. Il regolamento della seconda transazione dipende dalla durata del prestito, nell'ordine dei giorni (anche uno) o dei mesi.

Molte delle attività di post-trading facenti parte del ciclo di vita di una transazione su strumenti finanziari sono svolte oggigiorno da soggetti terzi, ossia:

- le controparti centrali (CCP, *central counterparty*), in Italia Cassa di Compensazione e Garanzia S.p.A.; e
- i depositari centrali (CSD, *central securities depository*), in Italia Monte Titoli S.p.A. ("Monte Titoli").

Coerentemente con quanto affermato in via generale nelle considerazioni che precedono, il ruolo svolto dalle controparti centrali e dai depositari centrali nel ciclo di vita di una transazione su strumenti finanziari dipende dalla circostanza che la transazione sia relativa a valori mobiliari o a contratti derivati, e dalla circostanza che essa sia eseguita su di un mercato organizzato oppure OTC.

Nella **tabella 1** sono indicati i ruoli *generalmente* svolti da CCP e CSD nelle diverse circostanze appena ricordate, in particolare, con riferimento specifico ai contratti derivati OTC, alla situazione che si presentava al deflagrare della crisi nel settembre 2008.

Tabella 1 – Presenza di CCP e CSD nelle diverse tipologie di transazioni

Variable	Valori mobiliari	Contratti derivati (cash settled)
Transazioni di mercato	CCP, CSD	CCP
Transazioni OTC	CSD	(*)

Il caso tipico di una negoziazione di mercato su valori mobiliari è rappresentato nel **grafico 1**: la negoziazione è dapprima garantita da una controparte centrale e successivamente regolata, con lo scambio dei titoli, presso un depositario centrale.⁵

Grafico 1 – Trading e post-trading di una transazione su valori mobiliari di mercato



Una negoziazione di mercato su contratti derivati è tipicamente garantita da una controparte centrale; il depositario centrale ha un ruolo solo in relazione al regolamento finale della transazione e a condizione che questo preveda la consegna fisica dei titoli sottostanti; nel caso standard di contratti *cash settled* (richiamato nella tabella 1), in relazione ai quali il regolamento finale non prevede un trasferimento di titoli, non vi può essere alcun ruolo per i depositari centrali.⁶

Una negoziazione OTC su valori mobiliari è regolata, con lo scambio dei titoli e del contante, presso un depositario centrale, in genere, quantomeno nel contesto europeo (vedi *infra*) senza l'intervento di una controparte centrale.

Infine, come detto, sino al deflagrare della crisi nel settembre 2008 una negoziazione OTC su contratti derivati era gestita a livello bilaterale, senza l'intervento di una controparte centrale. In seguito alla crisi, e al processo di riforma del mercato dei derivati OTC promosso dai Paesi del G20, quest'affermazione è divenuta sempre meno

5 Si fa astrazione, in questa sede, dello scambio del contante.

6 Si estrae, in questa disamina preliminare, dai trasferimenti di titoli in funzione di garanzia.

vera e oggi quote consistenti dei contratti derivati OTC sono garantite da una controparte centrale.⁷

Nel presente lavoro, il contesto istituzionale di riferimento è in primo luogo quello europeo, in particolar modo in relazione al segmento titoli. Al fine di garantire le transazioni in strumenti finanziari (di seguito, riferite anche come "negoziazioni"), una controparte centrale si interpone tra, in prima approssimazione, i due soggetti che hanno eseguito la negoziazione sul mercato. La fornitura della garanzia per il tramite dell'interposizione è la funzione caratteristica delle controparti centrali. Il "servizio di regolamento" è, invece, una delle funzioni di base dei depositari centrali. Tale suddivisione del lavoro tra controparti centrali e depositari centrali, in relazione al ciclo di vita delle transazioni su valori mobiliari, è tipica, appunto, del contesto istituzionale europeo ed è stata cristallizzata in due regolamenti europei, applicabili, per quanto di interesse in questa sede, rispettivamente, a controparti centrali e depositari centrali – ossia, il regolamento (UE) n. 648/2012 ("EMIR") e il regolamento (UE) n. 909/2014 ("CSDR").⁸

Ritorniamo, dunque, al caso tipico di una negoziazione di mercato su valori mobiliari rappresentato nel grafico 1: la negoziazione è dapprima garantita da una controparte centrale, la quale si interpone tra, in prima approssimazione, i due partecipanti al mercato, e successivamente regolata presso un depositario centrale. A tal proposito, astraendo dalla componente del contante, la controparte centrale in genere diventa, a sua volta, un partecipante del depositario centrale, con la conseguenza che i titoli transitano dal conto del partecipante venditore a quello della controparte centrale e quindi al conto del partecipante compratore, presso il depositario centrale.

1.2 Le attività di (detenzione e) amministrazione degli strumenti finanziari

Fin qui abbiamo fatto riferimento ad alcune tra le più importanti attività di post-trading incluse nel ciclo di vita di una transazione su strumenti finanziari. Tuttavia, tali attività, per quanto importanti, non esauriscono il novero delle attività incluse nel ciclo di vita di una transazione su strumenti finanziari, né, *a fortiori*, il novero delle attività di post-trading. È ancora una volta utile ricorrere alla distinzione tra titoli e contratti derivati: per ciò che concerne i primi, le attività di post-trading includono altresì le attività che potremmo denominare di "detenzione e amministrazione"; per quanto riguarda i secondi, le attività di post-trading includono anche le attività che potremmo, più semplicemente, denominare di "amministrazione".

7 I principali filoni di riforma promossi dal G20 in relazione al mercato dei derivati OTC sono descritti nell'allegato 1, mentre il tema dell'introduzione del servizio di controparte centrale è brevemente accennato nel paragrafo 8.2.

8 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, e Regolamento (UE) n. 909/2014, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 luglio 2014, relativo al miglioramento del regolamento titoli nell'Unione europea e ai depositari centrali di titoli e recante modifica delle direttive 98/26/CE e 2014/65/UE e del regolamento (UE) n. 236/2012.

In relazione ai titoli, mentre il ciclo di vita di una transazione include tutte le attività effettuate successivamente alla transazione finalizzate al regolamento, le attività di detenzione e amministrazione comprendono le attività effettuate indipendentemente dalle transazioni e consistenti, appunto, nella detenzione dei titoli e nelle attività collegate all'esercizio dei diritti connessi ai valori mobiliari (la gestione delle cosiddette *corporate action*). I diritti possono essere di tipo patrimoniale o amministrativo. Un esempio del primo è il pagamento dei dividendi; un esempio del secondo è la partecipazione all'assemblea di una società. In tale contesto rileva la figura dell'emittente dei valori mobiliari.

La distinzione tra le attività incluse nel ciclo di vita di una transazione e le attività di (detenzione e) amministrazione è molto netta per i valori mobiliari in quanto, come già indicato, l'intervallo di regolamento di una transazione su titoli è molto breve (di solito un paio di giorni) rispetto alla vita dei titoli medesimi, che può essere indeterminata, per un'azione, o di diversi anni, per un'obbligazione, giusto per fare due esempi.

Non può dirsi lo stesso in relazione ai contratti derivati. Da una parte, l'inciso "indipendentemente dalle transazioni" non può applicarsi, in quanto il contratto si crea con la negoziazione e si estingue con il regolamento finale. Dall'altra, a differenza di quanto avviene nel caso dei valori mobiliari, per i quali, come detto, rileva la figura dell'emittente, le attività di amministrazione dei contratti derivati sono esercitate direttamente tra le controparti. Ne risulta, dunque, che le attività di amministrazione non rappresentano un insieme disgiunto rispetto alle attività ricomprese nel ciclo di vita di una transazione.

Tutto ciò considerato, per ciò che concerne i contratti derivati, le attività di amministrazione comprendono una serie di attività, anche molto complesse, quali:

- trasferimenti di titoli o contante a fini di garanzia;
- altre tipologie di pagamenti connessi al soddisfacimento di obblighi contrattuali, quali ad esempio: (i) il pagamento dei differenziali dei tassi nell'ambito degli *interest rate swap* (IRS), e (ii) il pagamento dei *coupon* nell'ambito dei *credit default swap* (CDS), volendosi limitare alle tipologie più semplici che si traducono, appunto, nell'effettuazione di pagamenti da una controparte all'altra;
- nel caso dei contratti OTC, i cosiddetti "*life cycle event*", che vanno dalle modifiche dei termini contrattuali, per esempio del valore nozionale, al rinnovo della scadenza del contratto e alla sostituzione di una delle controparti.⁹

9 Una lista di tutte le attività che in senso ampio possono essere definite di amministrazione – relativamente ad IRS non garantito da una controparte centrale – si può trovare nell'allegato 2.

1.3 La struttura piramidale dell'industria del post-trading

La caratteristica principale dell'industria del post-trading è la sua struttura piramidale, all'apice della quale si trovano, tradizionalmente, le controparti centrali e i depositari centrali. L'affermazione delle une e degli altri – e il loro sviluppo – si spiega (come si vedrà nel seguito di questo lavoro) sulla base del duplice criterio della riduzione dei rischi e dell'aumento dell'efficienza.

Controparti centrali e depositari centrali – come indicato dall'aggettivo "centrale", presente in entrambi i casi – svolgono, in maniera diversa, la funzione di servire un numero più o meno ristretto di operatori che soddisfano elevati requisiti di tipo tecnico-operativo e di standing creditizio, tra i quali rilevano prioritariamente le banche e le imprese di investimento. I depositari centrali, inoltre, annoverano tra i propri clienti gli emittenti valori mobiliari, i quali "accentrano" presso di essi i titoli di propria emissione.

In prima approssimazione, banche e imprese di investimento rappresentano l'anello intermedio della piramide, fungendo da intermediari tra le controparti centrali e i depositari centrali, da una parte, e gli investitori, dall'altra. Ad esempio, banche e imprese di investimento detengono presso i depositari centrali degli appositi conti nei quali sono "rappresentati" (la locuzione è qui usata in senso tecnico e non giuridico) i titoli di pertinenza degli investitori. Può anche succedere che banche e imprese di investimento non accedano (direttamente) alle controparti centrali o ai depositari centrali. Tipico è il caso di quei negozianti (broker), i quali, appunto, si specializzano nell'attività di negoziazione e delegano ad altri intermediari l'attività di post-trading. Con riferimento specifico ai depositari centrali e ad investitori non residenti, la catena di detenzione può essere molto lunga, con diversi anelli intermedi tra i primi e i secondi.

1.4 I sistemi di pagamento

Nelle pagine precedenti si è spesso fatto (implicitamente, se non esplicitamente) riferimento alla circostanza che le attività di post-trading includono pagamenti tra i diversi attori coinvolti (partecipanti alle infrastrutture centrali o controparti di un contratto derivato OTC). Spesso tali trasferimenti di contante hanno luogo presso sistemi di pagamento all'ingrosso (di solito gestiti dalle banche centrali).¹⁰ Ciò fa sì che i sistemi di pagamento siano parte integrante dell'infrastruttura di post-trading. Il tema verrà trattato nel paragrafo 5.1.

¹⁰ Tra le eccezioni ricordiamo i sistemi di pagamento all'ingrosso presenti in Canada e Hong Kong e l'analogo sistema denominato CHIPS negli Stati Uniti (il quale si affianca al *Fedwire Funds* gestito dalla banca centrale). Si veda *Bank for International Settlements* (2020).

2 Panoramica sui rischi delle attività di post-trading

Le attività di post-trading sono caratterizzate da una molteplicità di rischi: di credito, di liquidità, legale, di custodia e operativo.

Il **rischio di credito** si origina nell'attività di negoziazione di strumenti finanziari e si manifesta nelle attività di post-trading. Si possono individuare due tipologie di rischio di credito:

1. il rischio di (costo di) sostituzione ("*replacement cost risk*");
2. il rischio di capitale ("*principal risk*").

Il **rischio di sostituzione**, analizzato in dettaglio nel capitolo 3, è rilevante ai fini della nascita e dell'affermarsi delle controparti centrali (capitolo 4). Quanto al **rischio di capitale**, la sua eliminazione è resa possibile dall'attività dei depositari centrali (capitolo 5). Come si vedrà più avanti, a parità di rischio di inadempimento della controparte, l'esposizione è ben maggiore nel caso del rischio di capitale.

Il rischio di capitale è presente in contesti diversi da quello degli strumenti finanziari. Di particolare rilevanza è il rischio di capitale che si origina nel mercato dei cambi (capitolo 7).

Il **rischio di liquidità** è il rischio connesso all'inadempimento temporaneo di un partecipante ad un "sistema"¹¹, ossia il rischio connesso all'incapacità di far fronte agli impegni derivanti dalla partecipazione ad un sistema nei tempi stabiliti.¹²

Il **rischio legale** è il rischio che il quadro giuridico di riferimento dia luogo ad effetti imprevisi e non protegga sufficientemente i diritti acquisiti, nello specifico, dai diversi attori dell'industria del post-trading, inclusi gli investitori. Poiché una parte fondamentale del rischio legale è connessa con l'attività di detenzione e amministrazione dei titoli, nell'ambito del rischio legale si può far rientrare anche il **rischio di custodia**, anche se quest'ultimo è spesso definito come un rischio a sé stante.

È possibile distinguere diverse tipologie di rischio legale, a seconda che esso impatti su (senza pretesa di esaustività):

- l'efficacia delle attività tese a ridurre il rischio di sostituzione;
- l'efficacia dell'attività regolamento; e
- la protezione dei diritti di proprietà, o altro diritto reale, degli investitori sui valori mobiliari.¹³

Il **rischio operativo** è il rischio che criticità nei sistemi informatici o nei controlli interni, errori umani o eventi esterni come disastri naturali o attacchi terroristici

11 Per la definizione di "sistema" si veda il paragrafo 5.1.2.

12 Il rischio di liquidità è descritto nel paragrafo 5.1.3, nell'ambito della descrizione dell'attività di regolamento.

13 Il rischio legale è descritto in varie parti dei paragrafi 3 e 5, in relazione alle specifiche attività di post-trading nell'ambito delle quali si manifesta.

impediscono il regolare funzionamento dei sistemi e il regolare espletamento delle attività di post-trading.

Il rischio legale e il rischio operativo possono rendere inefficaci i processi di gestione dei rischi di credito e di liquidità. Per esempio, con riferimento alle controparti centrali, un errore nella serie dei prezzi utilizzata per la determinazione dei margini può condurre ad una sottostima degli stessi, con il rischio per la controparte centrale di sopportare perdite anche consistenti.

Dal punto di vista che qui ci interessa – ossia, la struttura dell'industria del post-trading – il più importante tra i rischi sopra ricordati è, probabilmente, il rischio di credito, in quanto, come testé indicato la riduzione del rischio di credito – congiuntamente a fattori di efficienza economica – rappresenta la ragion d'essere di controparti centrali e depositari centrali. D'altra parte, anche gli altri rischi sono importanti; la loro riduzione, infatti, ha influenzato l'evoluzione della struttura dell'industria del post-trading – è il caso, in particolare, del rischio di liquidità – oppure ha rappresentato condizione necessaria per un'effettiva riduzione del rischio di credito e di liquidità – è il caso, in particolare, del rischio legale.

3 Il rischio di sostituzione

Sia le transazioni su valori mobiliari che i contratti derivati sono contratti a prestazione differita. In quanto tali espongono una parte al rischio di inadempimento della controparte. L'inadempimento della controparte potrebbe privare la parte non inadempiente di una copertura rispetto a rischi assunti nell'ambito della propria attività, potrebbe rendere non pareggiata una posizione che precedentemente lo era o potrebbe privare la parte non inadempiente di un guadagno potenziale.

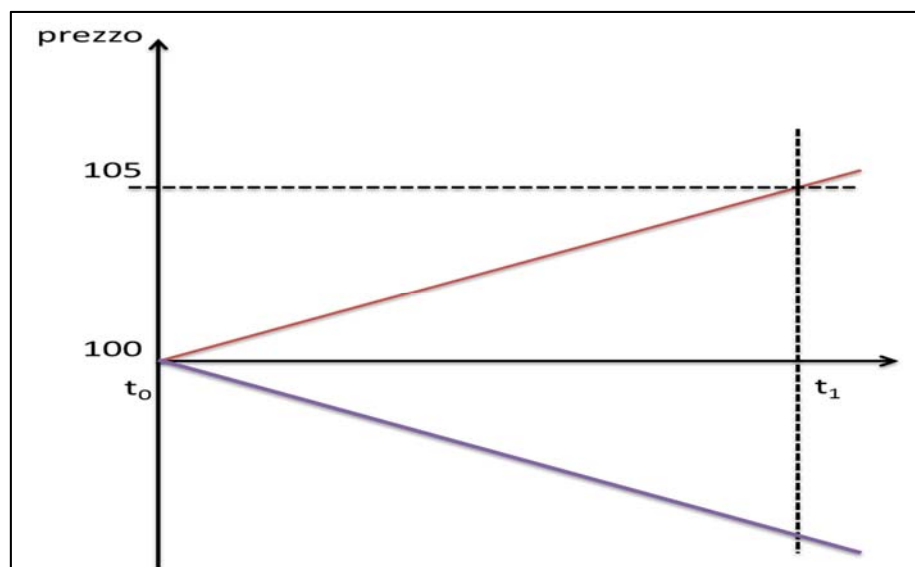
Per sostituire le posizioni originali in essere con una controparte inadempiente, la parte non inadempiente dovrà stipulare nuovi contratti/transazioni, che potrebbero risultare meno vantaggiosi, rispetto a quelli originali, a causa dell'evoluzione dei prezzi di mercato. Il rischio di sostituzione è dunque il rischio di incorrere in una perdita o in un mancato guadagno a causa della necessità di sostituire le posizioni originali in essere con una controparte inadempiente, con posizioni più onerose.

In assenza di misure correttive, il costo dell'inadempimento (*ex post*) è pari al costo eventualmente sopportato per rimpiazzare i contratti/transazioni originali ai prezzi di mercato correnti. In assenza di misure correttive, il costo atteso dell'inadempimento al momento della stipula del contratto è legato al rischio di mercato, ossia alla volatilità dei prezzi. Più precisamente, il costo atteso di sostituzione del contratto (*ex ante*) dipende dalla:

- **probabilità di inadempimento della controparte;**
- **variabilità dei prezzi nell'unità di tempo;**
- **lunghezza dell'intervallo di regolamento, nel caso di una transazione su valori mobiliari, o durata del contratto derivato (il **fattore tempo**).**

Il tempo è il fattore cruciale; all'aumentare dell'intervallo di regolamento o della durata del contratto derivato: (i) la probabilità di inadempimento della controparte può aumentare; e (ii) la variabilità complessiva dei prezzi aumenta. Il **grafico 2** evidenzia due dinamiche di prezzo molto semplici (in aumento e in diminuzione) nelle quali il prezzo è funzione lineare del tempo.

Grafico 2 – Trading e post-trading di una transazione su valori mobiliari di mercato



Al momento della negoziazione, il valore di un contratto è, per definizione, pari a zero (al netto di eventuali pagamenti iniziali). Con il passare del tempo, il contratto ha valore positivo per una parte e negativo per la controparte. Al tempo t_1 , nel caso di prezzo in aumento, il valore del contratto è pari a 5 per il compratore (detentore di una posizione lunga) e a -5 per il venditore (detentore di una posizione corta).

Generalizzando dal singolo contratto all'attività complessiva di negoziazione, il costo atteso dell'inadempimento di una controparte dipende dal **controvalore dei contratti** in essere in un determinato momento.

Mentre la variabilità dei prezzi nell'unità di tempo è un dato esogeno, gli altri fattori sono – in un senso molto generale – comprimibili, tramite apposite misure di mitigazione del rischio:

- la probabilità di inadempimento della controparte può essere limitata attraverso l'imposizione di **standard creditizi** più o meno elevati;
- le conseguenze del fattore controvalore dei contratti in essere possono essere ridotte, *in primis*, attraverso la **compensazione delle esposizioni creditizie** da essi derivanti, su base bilaterale o multilaterale, e, *in secundis*, attraverso la raccolta di **garanzie**, tipicamente, contante o titoli e nella tipologia cosiddetta dei "margini";
- le conseguenze del fattore tempo in termini di variabilità complessiva dei prezzi possono essere limitate attraverso: (i) una **riduzione dell'intervallo di regolamento**, nel caso di transazioni in valori mobiliari; o (ii) un **incremento della frequenza nello scambio dei margini**.

Le misure di mitigazione del rischio di sostituzione sopra richiamate sono state impiegate in maniera indipendente – è il caso, per esempio, della riduzione dell'intervallo di regolamento – oppure nell'ambito di meccanismi istituzionali (per esempio, le controparti centrali).

Di dette misure e meccanismi istituzionali di mitigazione del rischio di sostituzione si dà conto nei paragrafi successivi.

3.1 La riduzione dell'intervallo di regolamento

Il regolamento delle negoziazioni di mercato in titoli avviene oggi sulla base di un intervallo di regolamento di tipo *rolling*, ossia un numero definito di giorni lavorativi dopo la negoziazione (T+n).

Così non è sempre stato. In passato, infatti, almeno in alcuni Paesi, tra cui l'Italia, il regolamento avveniva sulla base di un cosiddetto periodo contabile (*account period*), talché tutte le negoziazioni eseguite in un determinato periodo (per esempio un mese) erano regolate in un'unica giornata alla fine del periodo contabile, con la conseguenza che:

- l'intervallo di regolamento non era omogeneo, bensì differiva a seconda della giornata di negoziazione;
- il controvalore delle negoziazioni in attesa di regolamento era molto elevato, con un fattore moltiplicativo rispetto al controvalore medio giornaliero pari al numero di giorni di negoziazione in attesa di regolamento.

Il passaggio ad un intervallo di regolamento di tipo *rolling* ha permesso di superare entrambi questi problemi e si è innestato in un *trend* generale di riduzione dello stesso che lo ha portato ad attestarsi, per un lungo periodo di tempo, con riferimento in particolare ai mercati azionari, su un valore di tre giorni (T+3).¹⁴ Facevano eccezione i mercati azionari di alcuni Paesi, che avevano adottato intervalli di regolamento più brevi, tra i quali la Germania, che aveva da tempo adottato un intervallo di regolamento di 2 giorni (T+2).

A partire dalla giornata di negoziazione del 6 ottobre 2014, la maggior parte dei mercati azionari europei – con l'eccezione dei mercati spagnoli – è passata ad un intervallo di regolamento a due giorni (T+2).¹⁵ Il passaggio da T+3 a T+2 non è stato frutto di una libera scelta dei mercati europei, bensì è stato imposto da una norma contenuta nel regolamento (UE) n. 909/2014 ("CSDR").¹⁶

14 Il passaggio da T+5 a T+3 è avvenuto secondo tempistiche diverse nei diversi Paesi. Per esempio, il passaggio è avvenuto nel giugno del 1995 per i mercati statunitensi, e nel 2000 per i mercati italiani.

15 Per i mercati azionari spagnoli, il passaggio a T+2 è avvenuto nella giornata di negoziazione del 29 settembre 2015.

16 Articolo 5, paragrafo 2, il quale prevede che per le transazioni su "valori mobiliari" eseguite in una "sede di negoziazione" (così come definiti, gli uni e le altre, dalla Direttiva 2014/65/UE, "MiFID II"), la data prevista per il regolamento non sia successiva al secondo giorno lavorativo dopo la negoziazione. L'articolo 76, paragrafo 3, prevede *date* di applicazione di tale norma diverse a seconda che, di fatto, il mercato non utilizzi a fini di regolamento, oppure utilizzi, un depositario centrale partecipante alla piattaforma di regolamento paneuropea TARGET2 Securities ("T2S", si veda il

In conseguenza di tale imposizione da parte del legislatore europeo, i mercati statunitensi hanno deciso di adeguarsi: il passaggio a T+2 è avvenuto il 5 settembre 2017. D'altra parte, nel febbraio 2021, DTCC ha pubblicato un *white paper* nel quale si prospetta la possibilità di ulteriori riduzioni dell'intervallo di regolamento e, in particolare, la possibilità di un passaggio a T+1 nel secondo semestre del 2023.

Con riferimento alle negoziazioni garantite da controparte centrale, che, come anticipato, rappresenta un fattore istituzionale di mitigazione del rischio di sostituzione, il principale effetto della riduzione dell'intervallo di regolamento da tre a due giorni consiste nella riduzione dei margini complessivamente richiesti dalla controparte centrale. Considerati tutti gli altri elementi che influenzano il calcolo dei margini, detta riduzione dovrebbe essere pari ad un terzo dei margini complessivamente richiesti nell'arco dell'intervallo di regolamento.¹⁷ In generale, a causa di svariati fattori – tra i quali la presenza di *fail*, che fanno sì che l'intervallo di regolamento effettivo (medio) sia superiore all'intervallo di regolamento previsto – la riduzione dei margini richiesti in un dato momento da una controparte centrale sarà stata inferiore alla percentuale testé indicata di un terzo.

È bene evidenziare che oggi è generalmente accettato che la scelta dell'intervallo di regolamento spetti ai singoli mercati organizzati, nel rispetto delle norme di volta in volta applicabili. Se in passato le tecnologie utilizzate dai sistemi di regolamento rappresentavano un vincolo alle libere scelte dei mercati, oggi non è così: la scelta dell'intervallo di regolamento non è un vincolo imposto dai sistemi di regolamento, i quali sono in grado di regolare un'istruzione di regolamento in un intervallo temporale molto breve, nell'ordine di alcuni secondi.

Come anticipato, il concetto di intervallo di regolamento non si applica ai contratti derivati, ai quali si applica invece il concetto di durata del contratto. Conseguentemente, la leva della riduzione dell'intervallo di regolamento non è attivabile in relazione ai contratti derivati. Sono invece attivabili le leve dell'introduzione di meccanismi di compensazione e di garanzia dei contratti (vedi, rispettivamente, paragrafi 3.2 e 3.3).

3.2 La compensazione delle esposizioni creditizie

Mentre lo strumento della riduzione dell'intervallo di regolamento trova esclusiva applicazione con riferimento ai valori mobiliari, l'utilizzo di meccanismi di compensazione delle esposizioni creditizie trova applicazione in relazione sia ai valori

paragrafo 5.1.4). Nel primo caso, la norma si applicava a partire dal 1° gennaio 2015, nel secondo caso, a partire dai 6 mesi precedenti la firma del *Framework Agreement* che governa i rapporti tra T2S e i depositari centrali partecipanti e, comunque, a partire dal 1° gennaio 2016. In effetti, la possibilità di godere di una data di applicazione postergata è stata sfruttata solo dagli operatori dei mercati azionari spagnoli.

17 Si ipotizza inoltre, tra l'altro, che il regolamento avvenga nei tempi previsti, ossia alla data di regolamento contrattualmente prevista (*intended settlement date*, "ISD") e che la modalità operativa di compensazione delle transazioni sia del tipo "*trade date netting*" (su quest'ultimo punto si veda il paragrafo 4.1).

mobiliari che ai contratti derivati, per i quali rappresenta anzi un ambito naturale di applicazione.

I meccanismi di compensazione delle esposizioni creditizie possono essere di tipo bilaterale o di tipo multilaterale. Per introdurre il fenomeno facciamo ricorso ad alcune tabelle, le quali permettono di confrontare il regime basato sulle esposizioni creditizie lorde con, per l'appunto, i regimi basati sulla compensazione (bilaterale o multilaterale) delle esposizioni creditizie.

Nella **tabella 2** sono riportati i valori delle esposizioni creditizie (lorde) – ossia, i costi di sostituzione (lordi) – derivanti dai contratti in essere per coppia di controparti. Come anticipato, con il passare del tempo, un contratto ha valore positivo per una parte e negativo per la controparte. Come si vede, nella tabella sono riportati solo valori positivi. Un'esposizione lorda (a_{ij} , con $i \neq j$) corrisponde al totale delle esposizioni creditizie (positive) che una controparte (i) ha nei confronti di un'altra (j), laddove le controparti i sono quelle indicate nella prima colonna e le controparti j sono quelle indicate nella prima riga. In generale, ci sono $n*(n-1)$ esposizioni lorde, alcune delle quali possono essere pari a zero (o perché due controparti non hanno contratti in essere o perché, poco realisticamente, *tutti* i contratti in essere tra due controparti hanno valore pari a zero).

Tabella 2 – Esempio di esposizioni lorde

Soggetto debitore Soggetto creditore	A	B	C	D
A	NA	20	20	25
B	30	NA	0	0
C	30	0	NA	0
D	10	0	0	NA

Per esempio, l'esposizione lorda di A nei confronti di B (a_{AB}) è pari a 20 (A ha un credito di 20 nei confronti di B, derivante da tutti i contratti in essere tra A e B aventi valore positivo per A); mentre, l'esposizione lorda di B nei confronti di A (a_{BA}) è pari a 30 (B ha un credito di 30 nei confronti di A, derivante da tutti i contratti in essere tra A e B aventi valore positivo per B).

Nella **tabella 3** sono riportati i valori delle esposizioni creditizie (nette) derivanti dalla compensazione bilaterale delle esposizioni creditizie per coppia di controparti (sulla base delle esposizioni lorde rappresentate nella tabella 2). Diversamente dalla tabella 2, nella tabella 3 sono riportati sia valori positivi che valori negativi. Un'esposizione compensata bilateralmente (a_{ij} , con $i \neq j$) corrisponde all'esposizione creditizia netta che una controparte (i) ha nei confronti di un'altra (j), in forza di tutti i contratti in essere tra le due controparti. Anche nel caso delle esposizioni compensate bilateralmente, il numero teorico di esposizioni è pari a $n*(n-1)$.

Tabella 3 – Esposizioni compensate bilateralmente (*) ()**

	A	B	C	D
A	NA	(10)	(10)	15
B	10	NA	0	0
C	10	0	NA	0
D	(15)	0	0	NA

(*) Esempio basato sulle esposizioni lorde rappresentate nella tabella 2

(**) Esposizioni creditizie nette delle controparti indicate nella prima colonna nei confronti delle controparti indicate nella prima riga

Per esempio, l'esposizione netta di A nei confronti di B (a_{AB}) è pari a meno 10 (A ha un debito di 10 nei confronti di B, derivante da tutti i contratti in essere tra A e B); evidentemente, l'esposizione netta di B nei confronti di A (a_{BA}) è esattamente contraria (B ha un credito di 10 nei confronti di A, derivante da tutti i contratti in essere tra A e B).

Valgono dunque due relazioni:

$$a_{ij} = - a_{ji}, \text{ da cui si ricava:} \quad (1)$$

$$\sum a_{ij} = 0 \quad (2)$$

Infine, nella **tabella 4** sono riportati i valori delle esposizioni creditizie (nette) derivanti da un processo di compensazione multilaterale. Tali esposizioni possono essere calcolate indifferentemente sulla base delle esposizioni lorde o delle esposizioni compensate bilateralmente (rappresentate nelle tabelle 2 e 3, rispettivamente). Tuttavia, anche in considerazione della terminologia utilizzata, è più semplice fare riferimento alle esposizioni compensate bilateralmente: per ciascuna parte, la "esposizione nei confronti del sistema" può essere calcolata sommando le esposizioni compensate bilateralmente nei confronti di tutte le controparti. Nel caso della compensazione multilaterale ci sono soltanto n esposizioni debitorie o creditorie nei confronti del "sistema" [a_1, a_2, \dots, a_n , con $\sum a_i = 0$].

Tabella 4 – Esposizioni nei confronti del "sistema" (*)

A	(5)
B	10
C	10
D	(15)

(*) Esempio basato sulle esposizioni lorde rappresentate nella tabella 2 o sulle esposizioni compensate bilateralmente rappresentate nella tabella 3.

Ciascuno dei valori riportati nella tabella 4 è ottenuto sommando i valori presenti nella corrispondente riga della tabella 3. Per esempio, il debito complessivo di A

nei confronti del sistema è ottenuto sommando i debiti di A nei confronti di B (10) e C (10) e il suo credito nei confronti di D (15).

Supponiamo che A sia insolvente e che non adempia alle proprie obbligazioni, e verifichiamo gli effetti dell'inadempimento di A, in termini di perdite per le controparti, in ciascuno dei regimi ipotizzati. In particolare, con riferimento al regime basato sulle esposizioni lorde, l'ipotesi è che ciascuna controparte di A sia tenuta a soddisfare le proprie obbligazioni, ma non abbia diritto a ricevere i propri crediti. Le perdite delle controparti di A sono visualizzate in rosso nelle tabelle 2, 3 e 4, quali crediti delle controparti nella tabella 2 (B, C e D) e nella tabella 3 (B e C) e quale debito di A (nei confronti del sistema) nella tabella 4.

Il regime basato sulle esposizioni lorde è il peggiore; infatti, in tal caso, le perdite ammontano al totale dei crediti che le controparti della parte insolvente hanno nei confronti di quest'ultima. Nell'esempio, le perdite complessive ammontano a 70, distribuite tra B (30), C (30) e D (10).

Il regime basato sulla compensazione bilaterale permette a ciascuna controparte del soggetto insolvente di utilizzare i propri debiti nei confronti di quest'ultimo a compensazione dei relativi crediti. Nell'esempio, tutte le controparti di A riducono (B e C) o azzerano (D) i propri debiti nei confronti di A, cosicché le perdite complessive ammontano a 20, distribuite tra B (10) e C (10).

Il regime basato sulla compensazione multilaterale è quello che minimizza le perdite in capo alle controparti del soggetto insolvente in quanto, in buona sostanza, rispetto al regime basato sulla compensazione bilaterale, permette di utilizzare i debiti residui di alcune controparti a compensazione dei crediti residui di altre controparti. Nell'esempio i debiti residui di D (15) sono utilizzati a compensazione dei crediti residui di B (10) e C (10), cosicché la perdita complessiva risulta pari a 5.

Ovviamente, i guadagni delle controparti del soggetto insolvente, nei regimi basati sulla compensazione, rispetto al regime basato sulle esposizioni lorde, sono a scapito degli altri creditori della parte insolvente, che vedono ridursi il patrimonio dell'insolvente – nell'esempio, di 50 nel regime basato sulla compensazione bilaterale e di 65 nel regime basato sulla compensazione multilaterale.

In altre parole, in uno scenario di insolvenza, i regimi basati sulla compensazione rappresentano una deroga al principio della *par condicio creditorum*. Per questo motivo, affinché i regimi basati sulla compensazione siano efficaci, è necessario che essi siano supportati da un quadro giuridico chiaro, che ne garantisca l'operatività in condizioni di certezza giuridica. Si possono distinguere due categorie di compensazione delle esposizioni creditizie.

Nella prima, la compensazione delle esposizioni creditizie deriva dall'estinzione dei contratti originari e dalla sostituzione degli stessi con nuovi contratti, che riflettono le obbligazioni reciproche compensate. L'estinzione dei contratti può essere anche parziale (si veda *infra*). La compensazione può avvenire *nel continuo* oppure a intervalli più o meno regolari.

Nella seconda, la compensazione delle esposizioni creditizie avviene tipicamente a fronte dell'insolvenza di una delle parti, oppure a fronte di un suo inadempimento rispetto agli obblighi contrattuali oppure, in generale, al verificarsi di un evento di *default*; fino a quel momento, i contratti originari rimangono in vita.

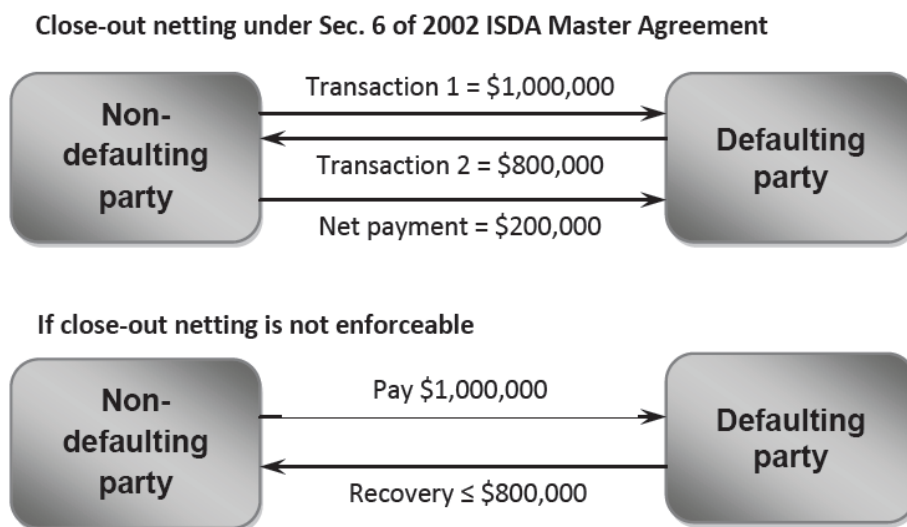
Il classico esempio della prima categoria di compensazione è rappresentato dal *netting by novation* operato dalle controparti centrali, in relazione alle negoziazioni di mercato. In tal caso, la compensazione opera, per quanto di interesse in questa sede, sulle negoziazioni relative a singoli valori mobiliari (come rappresentati da appositi codici, per esempio codici ISIN) e su contratti aventi caratteristiche perfettamente identiche per quanto riguarda i contratti derivati (per semplicità anche "contratti fungibili").¹⁸ Inoltre, la compensazione viene effettuata nel continuo, più precisamente, ogniqualvolta sia necessario al fine di garantire che *in qualunque momento* il contratto in essere rifletta le obbligazioni reciproche compensate delle due parti e assume la forma di una "*contractual consolidation*".

Il classico esempio di compensazione delle esposizioni creditizie, in cui i contratti originari rimangono in vita fino al verificarsi di un evento di *default*, è rappresentato dal *close-out netting*, tipico dei contratti derivati OTC non garantiti da una controparte centrale. Il funzionamento del *close-out netting* è ulteriormente specificato nel grafico 3, il quale fa esplicito riferimento all'*ISDA Master Agreement (2002)*¹⁹. Come si evince dal grafico, il *close-out netting* opera su base bilaterale – a prescindere dalla circostanza che si riferisca a contratti derivati OTC non garantiti da una controparte centrale.

18 Al fine di considerare due contratti fungibili, non rilevano, evidentemente, il verso e il controvalore/valore nozionale del contratto.

19 L'*ISDA Master Agreement* è un contratto quadro standard, utilizzato a livello globale al fine di disciplinare il funzionamento di contratti derivati OTC non garantiti da una controparte centrale.

Grafico 2 – Il close-out netting



Fonte: ISDA Research Notes, Number 1, 2010

L'efficacia del *close-out netting* fa sì che il debito residuo nei confronti della parte inadempiente ammonti a \$200.000. Qualora, invece, il *close-out netting* non sia efficace, la controparte della parte inadempiente potrebbe essere obbligata a versare a quest'ultima \$1.000.000, e a riporre le proprie speranze di vedere soddisfatto il proprio credito di \$800.000 solo a seguito del completamento delle procedure di gestione dell'insolvenza, nel caso in cui l'inadempimento sia associato all'insolvenza.

Per quanto riguarda, invece, la compensazione delle esposizioni creditizie, di contratti che rimangono in vita fino al verificarsi di un evento di *default*, di tipo multilaterale, un esempio è rappresentato dall'utilizzo di fondi di garanzia dei contratti con riferimento alle negoziazioni di mercato su valori mobiliari. Il punto verrà ripreso nel paragrafo 3.4.

Come meglio spiegato nel paragrafo 8.4.1, l'esplosione del mercato dei derivati OTC ha altresì condotto all'introduzione di un'ulteriore tecnica di compensazione delle esposizioni creditizie derivanti da tali contratti, diversa dal *close-out netting*, che può essere fatta ricadere nella prima categoria di compensazione delle esposizioni creditizie. Si tratta della cosiddetta "*trade compression*", la quale: (i) opera su base bilaterale o multilaterale; (ii) opera a intervalli più o meno regolari; (iii) come anticipato, è utilizzata per i contratti derivati OTC, sia quelli garantiti da una CCP che quelli non garantiti da una CCP; (iv) si applica sia ai contratti fungibili, che ai contratti non fungibili; (v) ha come conseguenza la risoluzione (anche parziale) dei contratti originari, ossia l'estinzione di alcuni dei contratti originari e la riduzione del valore nozionale di

altri; e, alternativamente (vi) ha come conseguenza l'estinzione (totale) di alcuni dei contratti originari e la creazione di contratti nuovi.²⁰

3.3 I margini

I margini rappresentano una tipologia particolarmente importante di garanzie contro il rischio di sostituzione. Essi, dunque, sono utilizzati al fine di coprire le perdite in cui la controparte "*in bonis*" può incorrere a causa delle variazioni di valore degli strumenti finanziari. I margini possono essere, principalmente, di due tipi: (i) di variazione; e (ii) iniziali.

I **margini di variazione** hanno l'obiettivo di neutralizzare *ex post* le variazioni di valore degli strumenti finanziari e, in particolare, dei prezzi osservati degli stessi. Con riferimento all'esempio precedente, al tempo t_1 , nel caso di prezzo in aumento, i margini di variazione sono pari a 5 e devono essere pagati dal venditore (detentore di una posizione corta) al compratore (detentore di una posizione lunga).

Come indicato in precedenza, partendo da un valore di un contratto pari a zero (per semplicità, facciamo riferimento ai contratti derivati e prescindiamo da eventuali pagamenti iniziali), con il passare del tempo, il contratto ha valore positivo per una parte e negativo per la controparte. Lo scambio dei margini di variazione (nella loro interezza) ha l'effetto di riportare le posizioni delle due controparti ad una condizione di equivalenza finanziaria, come al momento della negoziazione. In altri termini, dal punto di vista della parte per la quale il contratto ha valore positivo (per la controparte, la situazione è, evidentemente, perfettamente simmetrica), questa ha un credito insito nel contratto, al quale corrisponde un debito (dello stesso ammontare) derivante dal ricevimento dalla controparte dei margini di variazione (nella loro interezza).

Per il calcolo dei margini di variazione di contratti derivati per i quali sono disponibili prezzi affidabili, è sufficiente basarsi sul *mark-to-market*; tuttavia, per i contratti derivati che presentano un livello complesso di strutturazione finanziaria è spesso impossibile avere a disposizione prezzi affidabili; diventa necessario dunque il ricorso a metodologie cosiddette di *mark-to-model*, in base alla quale i contratti sono valorizzati sulla base di input quanto più possibili oggettivi (p.e., i prezzi di mercato delle variabili economiche da cui dipende il valore del contratto, laddove disponibili).

Al contrario dei margini di variazione, i **margini iniziali** hanno un'ottica prospettica e, dunque, sono necessari a coprire le perdite in cui la controparte "*in bonis*" potrebbe incorrere a causa delle variazioni future dei valori dei contratti o dei prezzi degli stessi. Con riferimento all'esempio precedente, al tempo t_1 , il compratore (detentore di una posizione lunga) può chiedere alla controparte il versamento di margini iniziali per coprirsi dal rischio di un aumento del prezzo. Il calcolo dei margini iniziali è effettuato sulla base di modelli statistici, anche per i contratti derivati più semplici.

20 Da un punto di vista giuridico, in alcuni ordinamenti, la riduzione del valore nozionale di un contratto può essere caratterizzata come la creazione di un contratto nuovo. Da un punto di vista economico, tuttavia, essa è equivalente all'estinzione parziale del contratto.

Tecniche di gestione del rischio di credito basate sulla raccolta dei margini iniziali non sono state tradizionalmente utilizzate, quantomeno non hanno rappresentato la norma, nel caso dei contratti derivati OTC (non garantiti da controparte centrale), per i quali l'utilizzo dei margini iniziali a fini di mitigazione del rischio di credito è un portato del processo di riforma promosso dai Paesi del G20.

Al contrario, tecniche di gestione del rischio di credito basate, in una misura sostanziale, sulla raccolta dei margini (di variazione e iniziali) sono state tradizionalmente utilizzate delle controparti centrali. I margini versati da ciascun partecipante ad una controparte centrale sono utilizzati per coprire, in misura sostanziale, le perdite derivanti dall'inadempimento del medesimo partecipante.

È a questo punto utile accennare ai possibili impatti delle tecniche di compensazione delle esposizioni creditizie, a cui abbiamo fatto riferimento nel paragrafo 3.2, sull'ammontare dei margini iniziali. Da questo punto di vista, rilevano tanto le singole tecniche di compensazione concretamente utilizzate, quanto la dicotomia tra contratti fungibili e contratti non fungibili.

Per ciò che concerne le tecniche appartenenti alla prima categoria di compensazione delle esposizioni creditizie, è appropriato che il calcolo dei margini iniziali sia effettuato tenendo in considerazione le posizioni compensate. Facendo il ragionamento *a contrario*, è appropriato che il calcolo dei margini iniziali tenga conto delle posizioni compensate derivanti dalla compensazione dei contratti. Ciò in quanto sono proprio i contratti in essere a determinare le esposizioni creditizie delle controparti.

Quanto testé affermato vale sia per il *netting by novation*, nell'ambito del quale sono presenti *esclusivamente* contratti fungibili, che per la *trade compression*, la quale si applica sia ai contratti fungibili che ai contratti non fungibili. Poiché, come testé indicato, sono i contratti in essere a determinare le esposizioni creditizie delle controparti, ciò che conta, in entrambi i casi, è che i contratti originari sono estinti e sono sostituiti con contratti nuovi oppure, limitatamente alla *trade compression*, sono parzialmente estinti.

Nel caso in cui, al contrario, i contratti originari rimangono in vita – come per esempio nel caso del *close-out netting* – rileva la circostanza che, e la misura in cui, siano presenti contratti non fungibili, inclusi quelli eventualmente derivanti dall'esercizio di *trade compression*. In tal caso, infatti, la compensazione delle esposizioni creditizie avviene *ex post*, tipicamente in occasione dell'inadempimento della controparte, rispetto al momento in cui sono raccolti i margini.

Ne derivano due ordini di considerazioni. La prima, che questo tipo di compensazione può servire come cuscinetto rispetto alle esposizioni creditizie quali si manifestano al momento dell'inadempimento. La seconda, che, nella misura in cui questo tipo di compensazione sia utilizzato al fine di ridurre i margini iniziali, ciò richiede molta cautela, a causa delle rilevanti incertezze nella stima del costo di sostituzione di portafoglio, derivanti, appunto, dalla presenza di contratti non fungibili, e dalla circostanza che "piccoli" errori di valutazione si possono trasformare in "elevati" livelli di esposizioni non collateralizzate.

Al fine di fornire una rappresentazione numerica della rilevanza dell'ultima considerazione, ci serviamo della tabella 5, la quale contiene un esempio di come bassi livelli di variabilità delle esposizioni lorde si possano trasformare in elevati livelli di variabilità delle esposizioni nette.

Tabella 5 – Variabilità esposizioni lorde e nette

	t0	t1	Var %
Esposizione lorda a credito	100	101	1
Esposizione lorda a debito	95	95	0
Esposizione netta a credito	5	6	20

Nelle condizioni ipotizzate nella tabella 5, una variazione positiva dell'1% delle esposizioni lorde a credito si trasforma in un incremento del 20% delle esposizioni nette a credito. In altri termini, in una prospettiva *ex ante* (t_0) *versus ex post* (t_1), partendo da una situazione di totale collateralizzazione delle esposizioni nette a credito (*ex ante*), un errore di previsione (*ex post*) delle esposizioni lorde a credito dell'1% si traduce in un livello delle esposizioni nette a credito non collateralizzate (*ex post*) pari al 20% delle esposizioni nette a credito previste *ex ante*.

3.4 I meccanismi di garanzia dei contratti – *focus* sui fondi di garanzia dei contratti

Diverse soluzioni sono state adottate in tempi e luoghi diversi al fine di "garantire" le controparti delle transazioni su titoli e dei contratti derivati eseguiti su mercati organizzati in relazione al rischio di sostituzione. Tra queste vale la pena di ricordare: (i) le controparti centrali; e (ii) i fondi di garanzia dei contratti. Le controparti centrali, le quali sono state ripetutamente menzionate nei paragrafi precedenti, verranno trattate in maniera specifica nel capitolo 4. Ai fondi di garanzia dei contratti si fa cenno in questa sede.

Elementi essenziali dei due meccanismi istituzionali testé ricordati sono la standardizzazione e la riduzione del rischio di sostituzione, quest'ultima grazie alla compensazione delle esposizioni creditizie. Una differenza fondamentale tra i due meccanismi istituzionali consiste nel fatto che la fornitura della garanzia da parte delle controparti centrali avviene per il tramite dell'interposizione, cosa che invece non è nel caso dei fondi di garanzia dei contratti.

Un fondo di garanzia dei contratti è un *pool* di risorse finanziato con i versamenti dei partecipanti al fondo medesimo, da utilizzare in caso di inadempimento di uno dei partecipanti. In questo senso, i fondi di garanzia dei contratti hanno natura mutualistica: i partecipanti sono tenuti a effettuare versamenti al fondo, tipicamente in proporzione ai rispettivi livelli di operatività, e le risorse del fondo sono utilizzate, in caso di inadempimento di uno dei partecipanti, per compensare i partecipanti con

esposizioni creditizie positive rispetto al "sistema". In tal modo, i fondi di garanzia dei contratti standardizzano il rischio di sostituzione sopportato dai partecipanti, al contempo riducendolo, grazie alla compensazione multilaterale delle esposizioni creditizie.

Se la compensazione multilaterale delle esposizioni creditizie riduce, come abbiamo visto nel paragrafo 3.2, l'ammontare complessivo delle perdite, in concreto la possibilità di soddisfare i crediti dei partecipanti con esposizioni creditizie positive dipende dall'entità del singolo fondo. Nell'esempio riportato nella tabella 4, in caso di insolvenza di A, il soddisfacimento (totale) dei crediti di B (10) e C (10) richiede che il fondo sia almeno pari a 5 (20 - 15, di competenza di D) - ossia, il debito di A nei confronti del sistema. Viceversa, la compensazione multilaterale delle esposizioni creditizie riduce l'ammontare di risorse richieste per la "gestione dell'inadempimento" di uno dei partecipanti, ossia riduce l'ammontare del fondo e conseguentemente i versamenti richiesti ai partecipanti.

I fondi di garanzia dei contratti operano in contesti in cui il regolamento viene effettuato su base netta, più precisamente nell'ambito di tradizionali sistemi di regolamento di tipo netto, per i quali, come si vedrà nel paragrafo 5.1.3, esiste un problema di completamento del regolamento in caso di inadempimento di un partecipante. Se, come abbiamo visto, l'ammontare di un fondo di garanzia dei contratti è sufficiente a gestire l'inadempimento di un partecipante, esso con tutta probabilità non sarà sufficiente a garantire il completamento del regolamento, in quanto, astraendo dalla compensazione multilaterale, il costo di sostituzione rappresenta soltanto una percentuale del controvalore di una transazione. Al fine di permettere il completamento del regolamento, nel caso di inadempimento di uno o più partecipanti, è necessario prevedere la costituzione di apposite risorse liquide da cui attingere le risorse mancanti in termini di contante.²¹ Si è detto della natura mutualistica dei fondi di garanzia dei contratti. Ciò risulta in contrapposizione con la natura, in una misura sostanziale non mutualistica, delle controparti centrali, le quali, come anticipato nel paragrafo 3.3, utilizzano tecniche di gestione del rischio di credito basate, in una misura corrispondentemente sostanziale, sulla raccolta dei margini (di variazione e iniziali).²²

La natura non mutualistica o mutualistica di uno specifico meccanismo di garanzia dei contratti ha un impatto considerevole sull'ammontare delle risorse necessarie per il buon funzionamento del suddetto meccanismo. Infatti, nel caso di un meccanismo di garanzia non mutualistico - supponiamo, totalmente non mutualistico - ciascun partecipante è tenuto a versare l'ammontare totale (previsto) delle risorse necessarie a coprire le perdite derivanti dall'inadempimento del medesimo partecipante. Nel caso, invece, di un meccanismo di garanzia totalmente mutualistico, l'ammontare totale delle risorse richieste ai partecipanti dipenderà da quanto conservativo il mec-

21 Su questi aspetti si tornerà nel paragrafo 5.1.3.

22 Non si può escludere, tuttavia, che esistano meccanismi istituzionali di garanzia dei contratti con caratteristiche ibride rispetto alle fattispecie tipizzate nel presente paragrafo. Potrebbe darsi il caso, infatti, di meccanismi di garanzia dei contratti che, se da una parte non soddisfano il requisito dell'interposizione, tipico delle controparti centrali, dall'altra utilizzano tecniche di gestione del rischio di credito simili a quelle utilizzate dalle controparti centrali.

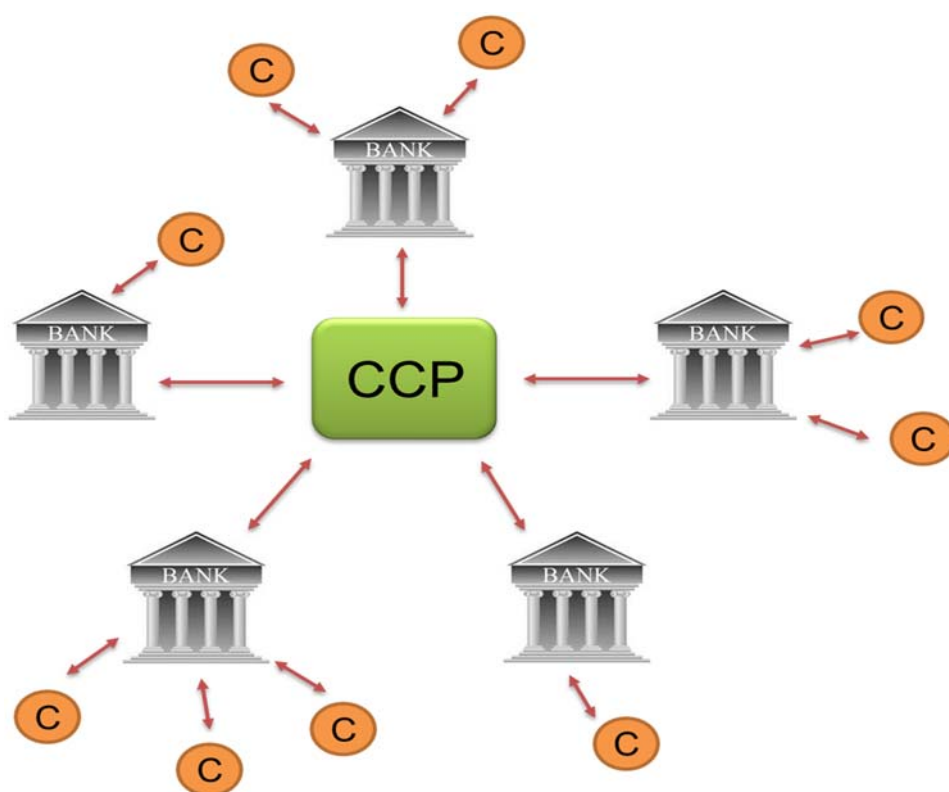
canismo vuole essere. A tal proposito, partendo dal partecipante con l'esposizione maggiore, si stabilisce il numero di partecipanti dei quali si vuole garantire l'inadempimento (si usa l'espressione "cover 1" se le risorse richieste coprono l'inadempimento del partecipante con l'esposizione maggiore, "cover 2" se le risorse richieste coprono l'inadempimento dei primi due partecipanti, e così via). Nell'ipotesi più conservativa, in cui si voglia garantire l'inadempimento di tutti i partecipanti al mercato, l'ammontare totale delle risorse richieste ai partecipanti di un meccanismo di garanzia mutualistico sarà pari alla metà (o a meno della metà) dell'ammontare totale delle risorse richieste ai partecipanti di un meccanismo di garanzia non mutualistico. Questo perché, anche ipotizzando l'insolvenza contestuale di *tutti* i partecipanti al mercato, il meccanismo di garanzia mutualistico dei contratti non potrà registrare perdite su *tutti* i partecipanti: in un dato intervallo temporale, i prezzi possono aumentare o diminuire, non possono contemporaneamente aumentare e diminuire! In altri termini, in tale scenario estremo, mentre il meccanismo di garanzia mutualistico si può preoccupare di un lato del mercato, il meccanismo di garanzia non mutualistico si deve preoccupare di tutto il mercato.²³

23 Quanto detto nel testo si applica strettamente ai soli strumenti finanziari con *pay-off* simmetrici. In particolare, il ragionamento vale per le transazioni su valori mobiliari, con riferimento alle quali lo strumento dei fondi di garanzia dei contratti ha avuto maggiore applicazione, ma non vale per le opzioni.

4 Le controparti centrali²⁴

Una controparte centrale è un soggetto che si interpone tra compratore e venditore in modo da diventare, in prima approssimazione, la controparte unica di tutti i partecipanti al mercato (si veda il **grafico 4**).²⁵ L'interposizione si esaurisce con il regolamento (finale) della transazione in valori mobiliari o del contratto derivato. Nel primo caso permane dunque solo per alcuni giorni, nel secondo invece permane per tutta la durata del contratto.

Grafico 4 – La controparte centrale



Da un punto di vista giuridico, l'interposizione della controparte centrale può essere effettuata tramite due tecniche: (i) novazione (soggettiva); e (ii) *open offer*. In entrambi i casi ipotizziamo che i partecipanti al mercato siano anche partecipanti alla controparte centrale (sul punto cfr. *infra*). La **novazione** consiste nella sostituzione del

24 Al fine di presentare in maniera unitaria, seppure semplificata, il tema delle controparti centrali, in questo capitolo sono ripresi alcuni concetti anticipati nei paragrafi precedenti.

25 Tale definizione è coerente con il contesto istituzionale quale si poteva osservare al deflagrare della crisi nel settembre 2008, nel quale l'utilizzo delle controparti centrali era limitato alle negoziazioni di mercato.

Le "BANK" indicate nel grafico rappresentano i "partecipanti" alla controparte centrale, mentre i soggetti indicati come "C" rappresentano i "clienti" dei partecipanti. Il punto verrà ripreso oltre.

contratto originario tra i due partecipanti al mercato con due nuovi contratti, uno tra il partecipante venditore e la controparte centrale e l'altro tra la controparte centrale e il partecipante compratore. Nel caso della *open offer*, i due partecipanti al mercato non stipulano alcun contratto, per cui non vi è la sostituzione del contratto originario; viceversa, sono stipulati direttamente i due contratti tra il partecipante venditore e la controparte centrale e tra la controparte centrale e il partecipante compratore.

Da un punto di vista economico, le due tecniche si distinguono o, meglio, si possono distinguere in relazione al momento in cui si ha l'interposizione della controparte centrale. Mentre la novazione avviene in un momento successivo a quello di stipula del contratto originario – laddove però l'arco temporale tra i due momenti può essere ravvicinato e, al limite, i due momenti possono sostanzialmente coincidere – nel caso della *open offer* il momento di stipula dei due contratti per definizione coincide con il momento della negoziazione.

L'interposizione garantisce l'anonimato nella fase di post-trading. Le negoziazioni nei mercati organizzati sono generalmente anonime. La controparte centrale fa sì che l'anonimato sia garantito per tutto il ciclo di vita delle negoziazioni.

L'interposizione della controparte centrale serve a garantire le controparti di una transazione su strumenti finanziari dal rischio di sostituzione insito nell'attività di negoziazione. La fornitura della garanzia per il tramite dell'interposizione è la funzione caratteristica delle controparti centrali.

Da ultimo, l'interposizione implica anche che la controparte centrale gestisca in maniera unitaria l'inadempimento di un proprio partecipante, con un effetto positivo in termini di minore impatto sui prezzi di mercato. Se facciamo riferimento all'esempio riportato al capitolo 3 (tabella 4), in caso di inadempimento di A, la controparte centrale dovrà sostituire una posizione corrispondente ad una esposizione creditizia (positiva) pari a 5; nel regime basato sulla compensazione bilaterale (tabella 3), invece, B e C dovranno sostituire posizioni corrispondenti ad una posizione creditizia (positiva) pari nell'aggregato a 20.

Il fatto che la controparte centrale sia, in prima approssimazione, la controparte unica di tutti i partecipanti al mercato garantisce la standardizzazione del rischio di sostituzione: il rischio di sostituzione sopportato dai partecipanti al mercato non dipenderà più dalla probabilità di inadempimento delle controparti originarie, bensì dipenderà dalla probabilità di inadempimento della sola controparte centrale. In altri termini, la standardizzazione del rischio di sostituzione è una conseguenza naturale dell'interposizione.

Anonimato e standardizzazione del rischio di sostituzione eliminano alla radice i costi di valutazione del rischio medesimo e aumentano la liquidità del mercato. D'altra parte, un mercato (più liquido) garantisce alle controparti centrali la disponibilità dei prezzi (di prezzi più "corretti") necessari per la determinazione del *mark-to-market* dei contratti e dunque per la corretta determinazione dei margini di variazione e dei margini iniziali. Questo spiega il perché le controparti centrali si siano affermate

in relazione alle negoziazioni di mercato. Spiega altresì come standardizzazione, liquidità e disponibilità di prezzi siano le condizioni necessarie per l'applicazione in Europa della *clearing obligation*.²⁶

Il resto del capitolo tratta dei seguenti temi: (i) tecniche di mitigazione del rischio di sostituzione (paragrafo 4.1); (ii) margini, in particolare margini iniziali (paragrafo 4.2); (iii) gestione dell'inadempimento (paragrafo 4.3); e (iv) *default waterfall*, risanamento e risoluzione (paragrafo 4.4).

4.1 Le tecniche di mitigazione del rischio di sostituzione

L'interposizione fa sì che la controparte centrale assuma su di sé il rischio di sostituzione dei partecipanti al mercato. È evidente che, affinché le controparti di mercato siano disposte ad avere un soggetto terzo quale controparte unica, tale soggetto deve essere caratterizzato da una probabilità di inadempimento molto bassa. Affinché la probabilità di inadempimento sia effettivamente bassa, le controparti centrali adottano o devono adottare delle tecniche di gestione del rischio tese a mitigare e il rischio di sostituzione e gli altri rischi tipici dell'attività di controparte centrale. Ciò fa sì che l'introduzione di una controparte centrale porti ad una riduzione del rischio di sostituzione, che avviene tramite l'utilizzo delle leve di riduzione del rischio di sostituzione indicate in via generale al capitolo 3, ossia:

- l'imposizione di **requisiti di partecipazione** al fine di contenere la probabilità di inadempimento dei propri partecipanti (o "*clearing member*");
- la **compensazione delle esposizioni creditizie**, al fine di ridurre le esposizioni creditizie complessive;
- la raccolta di **garanzie adeguate**, in particolare di margini, e l'impegno, da parte dei partecipanti, a versare risorse aggiuntive;
- la raccolta dei **"margini" su base almeno giornaliera**, al fine di minimizzare le conseguenze del fattore tempo in termini di variabilità complessiva dei prezzi.

I **requisiti di partecipazione** sono generalmente di tipo soggettivo/professionale (tipicamente, lo *status* di banca o impresa di investimento), finanziario (tipicamente, requisiti di capitale), oltre che operativo (tipicamente, competenze di tipo tecnologico); in tale ambito, rilevano i requisiti di partecipazione di tipo soggettivo/professionale.

L'imposizione di requisiti di partecipazione si riflette nella struttura piramidale, a cui si è già fatto riferimento nel paragrafo 1.3, che caratterizza anche questa parte dell'industria del post-trading, in base alla quale alcuni partecipanti al mercato

26 EMIR, articolo 5, paragrafo 4.

non hanno un rapporto diretto con la controparte centrale, bensì assumono, nella terminologia del regolamento (UE) n. 648/2012 ("EMIR"), lo *status* di "cliente" (si veda nuovamente il **grafico 4**) o anche di "cliente indiretto", ossia di cliente del cliente.

Non è dunque vero che la controparte centrale diventa la controparte unica di tutti i partecipanti al mercato; la controparte centrale diventa la controparte unica di tutti i propri partecipanti, mentre i rapporti tra partecipanti alla controparte centrale e clienti, nonché i rapporti tra clienti e clienti indiretti, continuano a essere governati da una moltitudine di relazioni bilaterali. Allo stesso modo, la standardizzazione del rischio di sostituzione non vale per tutti i partecipanti al mercato, bensì solo per i partecipanti alla controparte centrale.

In linea generale, le controparti centrali utilizzano le tre principali tecniche di **compensazione delle esposizioni creditizie**, a cui si è fatto riferimento nel paragrafo 3.2 – ossia, (i) il *netting by novation*, relativamente alle transazioni di mercato su singoli strumenti finanziari (su singoli valori mobiliari e su contratti derivati fungibili); (ii) la *trade compression*, relativamente ai contratti derivati OTC, anche non fungibili (anche in collaborazione con dei *service provider*, come meglio spiegato nel paragrafo 8.1.3); e (iii) il *close-out netting*, in caso di inadempimento di un partecipante, relativamente a tutte le posizioni del partecipante in essere al momento dell'inadempimento (eccezion fatta per quelle eventualmente trasferite ad altro partecipante).

È bene precisare che le varie tecniche di compensazione delle esposizioni creditizie utilizzate dalle controparti centrali operano a valle del processo di interposizione. Verifichiamo il processo complessivo di funzionamento della compensazione con riferimento specifico al *netting by novation*, nell'ambito del quale la *contractual consolidation* opera a valle del processo di interposizione.

Ci sono due fasi: la prima è quella dell'interposizione, la seconda è quella della novazione (oggettiva) dei termini contrattuali, nella forma, appunto, della *contractual consolidation*. Con l'interposizione, si crea un contratto tra un partecipante al mercato, diciamo A, e la controparte centrale (e tra la controparte centrale e, diciamo, B); con la *contractual consolidation* ciascun contratto sul mercato di A (successivo e fungibile al primo) "viene *consolidato*" con il precedente contratto in essere [tra A e la controparte centrale] in modo da produrre un nuovo contratto, da cui scaturisce un'unica obbligazione²⁷. Tutte le negoziazioni effettuate da A su singoli strumenti finanziari seguono la medesima sorte, indipendentemente dalla "controparte" di mercato di ciascuna di esse. Conseguentemente, seppure a livello giuridico la compensazione delle esposizioni creditizie operi su base bilaterale, le conseguenze sono analoghe a quelle derivanti dalla compensazione multilaterale. Sulla base dell'esempio riportato nella tabella 4 del capitolo 3, A avrebbe un debito di 5 nei confronti della controparte centrale, B e C ciascuno un credito di 10 e D, infine, un debito di 15 (ovviamente, dal punto di vista della controparte centrale, le esposizioni creditizie sono al contrario).

27 Cfr. sul punto Rodi (2020), *sub* articolo 79-*quinquies* t.u.f., I, 2, in CALANDRA-BUONAURA, a cura di, *Commentario breve al TUF*.

Il concetto di "contratti fungibili" merita un approfondimento, in particolare in relazione ai valori mobiliari, rispetto ai quali, come già detto, il *netting by novation* opera sulle negoziazioni relative a singoli valori mobiliari (come rappresentati da appositi codici, per esempio codici ISIN). Su tali basi le controparti centrali creano le istruzioni al fine della successiva fase di regolamento.

Tuttavia, oltre alla categoria di titoli, vi sono altre variabili che influiscono sul processo di compensazione e di creazione delle corrispondenti istruzioni di regolamento: la data di negoziazione e la ISD. A seconda di come sono trattate queste variabili, sono possibili tre diverse modalità operative, caratterizzate da un livello crescente di efficienza, misurato dal rapporto tra la differenza tra il controvalore delle transazioni soggette a compensazione e il controvalore delle istruzioni di regolamento (al numeratore) e il controvalore delle transazioni soggette a compensazione (al denominatore), quello che viene definito "*netting ratio*": (i) *trade date netting*; (ii) *ISD netting*; e (iii) *continuous net settlement*.

La prima modalità operativa (*trade date netting*) prevede la compensazione di negoziazioni eseguite nella medesima data.

La seconda modalità operativa (*ISD netting*) prevede la compensazione di negoziazioni aventi la medesima data di regolamento contrattualmente prevista. Per dato intervallo di regolamento, tale modalità operativa risulta perfettamente equivalente a quella precedente. Tuttavia, con riferimento soprattutto a negoziazioni su titoli governativi e relativi contratti *repo* è possibile la coesistenza di intervalli di regolamento diversi. In tali circostanze, la compensazione per medesima data di regolamento contrattualmente prevista risulta più efficiente della compensazione per medesima data di negoziazione.

L'ultima modalità operativa (*continuous net settlement*) prevede la compensazione di negoziazioni aventi anche diverse date di regolamento contrattualmente previste. Più precisamente, in ciascuna giornata, le istruzioni create da una controparte centrale per essere regolate sono frutto della compensazione sia delle negoziazioni aventi quale ISD la medesima data valuta, sia delle istruzioni non regolate (per mancanza di titoli o contante) nella giornata precedente. In altri termini, la compensazione non avviene sulla base della ISD, bensì della data di regolamento, la qual cosa rileva in presenza di *fail* rivenienti dalle giornate precedenti. Evidentemente, tale modalità operativa risulta più efficiente di quella precedente e dunque la più efficiente delle tre modalità operative.²⁸

Le **garanzie** raccolte sono parte integrante delle risorse complessivamente a disposizione delle controparti centrali, al fine della gestione dell'inadempimento di un partecipante. Le risorse a disposizione delle controparti centrali e, in particolare, le garanzie possono essere differenziate sulla base di criteri diversi.

28 D'altra parte, in tutti i casi in cui si perde il riferimento o il collegamento alla data di negoziazione, può non essere possibile per il depositario centrale gestire le cosiddette *corporate action on flow* – in particolare, i cosiddetti *market claim* – (si veda il paragrafo 5.2.2), e ciò può avere delle conseguenze in termini di efficienza.

In primo luogo, si distinguono le risorse *funded* da quelle che non lo sono (*unfunded*). Nell'ambito delle risorse *funded* rilevano *in primis* le risorse periodicamente versate dai partecipanti, con riferimento alle quali distinguiamo le tipologie classiche dei margini e dei contributi al cosiddetto *default fund*. A queste tipologie se ne deve aggiungere un'altra, la cui introduzione è più recente ed è principalmente dovuta, nel contesto europeo, ad EMIR, il quale prevede che le controparti centrali appostino una quota dedicata di patrimonio, in aggiunta ai requisiti di capitale standard, pure previsti da EMIR (cosiddetto *skin in the game*). Per quanto riguarda, invece, le risorse *unfunded* (cosiddetti *assessment*), vi è un impegno contrattuale, da parte dei partecipanti, al versamento di risorse aggiuntive, a richiesta della controparte centrale.

Un secondo criterio di differenziazione riguarda l'eventuale natura mutualistica delle garanzie. Da questo punto di vista, distinguiamo i margini, che non hanno natura mutualistica e che quindi rispondono al principio del *defaulter pays*, dai contributi al *default fund* e dagli *assessment*, che al contrario hanno natura mutualistica.

Infine, ma questo criterio non riguarda esclusivamente le controparti centrali, le garanzie possono essere distinte sulla base della forma. Da questo punto di vista, le forme tipiche sono quelle del contante e dei titoli. Sulle garanzie in titoli si applicano degli scarti ("*haircut*"), al fine di tener conto di possibili riduzioni di valore degli stessi. I valori degli *haircut* applicati alle garanzie in titoli dipendono, in generale, dalle politiche adottate dalle controparti centrali in materia di *collateral*. A prescindere da tali politiche, tuttavia, i valori degli *haircut* dipendono dagli stessi fattori – in particolare, la variabilità dei prezzi – che determinano, per ciascun valore mobiliare, il valore dei margini iniziali "di base" (si veda il paragrafo 4.2) applicabile ad una transazione nel medesimo valore mobiliare. In particolare, per quelle controparti centrali che garantiscono transazioni in titoli che contemporaneamente accettano a garanzia, il valore dei margini iniziali di base dovrebbe rappresentare un *floor* al di sotto del quale il valore dell'*haircut* non può andare.

Per ciò che concerne le controparti centrali europee, le risorse raccolte in contante sono soggette a stringenti requisiti di investimento, e dunque possono essere investite esclusivamente in "*contanti o in strumenti finanziari altamente liquidi con un rischio di mercato e di credito minimi*",²⁹ tipicamente titoli di Stato, mentre le risorse raccolte in titoli possono essere utilizzate, se previsto contrattualmente, al fine di ottenere liquidità da controparti di mercato o dalla banca centrale.

4.2 I margini – *focus* sui margini iniziali

In linea con quanto esposto in via generale nel capitolo 3, distinguiamo tra margini di variazione e margini iniziali. Possiamo immaginare i **margini di variazione** come un insieme di flussi finanziari – calcolati sulla base dei prezzi di mercato o di modelli di valutazione – il cui saldo netto è, per la controparte centrale, per definizione pari a zero: normalmente la controparte centrale li raccoglie dai partecipanti le cui

²⁹ EMIR, articolo 47, paragrafo 1.

posizioni hanno subito una riduzione di valore e li versa ai partecipanti le cui posizioni hanno subito un aumento di valore.

In relazione alla circostanza di inadempimento di un partecipante, possiamo fare riferimento a degli ipotetici margini di variazione calcolati al "momento" di gestione dell'inadempimento (cfr. paragrafo 4.3). Gli ipotetici margini di variazione riferiti al partecipante inadempiente rappresentano l'elemento basilare delle risorse necessarie alla controparte centrale per la gestione dell'inadempimento: se l'inadempimento potesse essere gestito ai prezzi utilizzati per il calcolo dei margini di variazione, allora le risorse necessarie alla controparte centrale per la gestione dell'inadempimento coinciderebbero con gli ipotetici margini di variazione riferiti al partecipante inadempiente. Così non è in quanto la gestione dell'inadempimento avviene a prezzi sfavorevoli rispetto ai prezzi utilizzati per il calcolo dei margini di variazione. Conseguentemente, le risorse necessarie alla controparte centrale per la gestione dell'inadempimento possono essere considerate pari alla somma degli ipotetici margini di variazione riferiti al partecipante inadempiente e dei costi addizionali relativi alla gestione dell'inadempimento. È con riferimento a queste risorse che va fatto il confronto delle risorse disponibili alla controparte centrale per la gestione dell'inadempimento di un partecipante, *in primis* i margini iniziali, oggetto di approfondimento nel proseguo di questo paragrafo.

EMIR stabilisce che:³⁰

Le CCP richiedono e riscuotono margini adeguati a coprire i rischi derivanti dalle posizioni registrate in ogni conto ... [con riferimento a singoli strumenti finanziari]³¹. Le CCP possono calcolare i margini rispetto a un portafoglio di strumenti finanziari a condizione che la metodologia impiegata sia prudente e solida.

Il calcolo dei **margini iniziali** è effettuato sulla base di modelli statistici, tipicamente di tipo proprietario, i quali spesso operano sulla base di un approccio di portafoglio. Coerentemente con la suddetta norma, possiamo distinguere tra un approccio di base (per singolo strumento finanziario) e un approccio di portafoglio.

Nell'approccio di base, la logica sottesa al calcolo dei margini iniziali si basa sulla definizione di tre parametri fondamentali, che le controparti centrali utilizzano per calibrare i propri modelli: l'orizzonte temporale storico (*lookback period*), il periodo di liquidazione e l'intervallo di confidenza. In termini intuitivi, il processo di calcolo parte dall'analisi storica della variabilità dei fattori di rischio che influenzano il valore degli strumenti finanziari presenti nei portafogli dei partecipanti, su un periodo pari al *lookback period*. Tale analisi viene utilizzata per stimare la distribuzione delle possibili variazioni di valore che gli strumenti possono subire durante il **periodo di liquidazione** – ossia, il periodo che può intercorrere dal momento in cui sono calcolati i margini iniziali al momento in cui si conclude la gestione dell'inadempimento (cfr. il paragrafo

³⁰ Articolo 41, paragrafo 4.

³¹ La parte tra parentesi quadre differisce leggermente dalla versione in lingua italiana di EMIR ed è basata sulla versione in lingua inglese: "*with respect to specific financial instruments*".

4.3). Il periodo di liquidazione, dunque, si riduce all'aumentare della frequenza di calcolo dei margini iniziali e aumenta all'aumentare del tempo stimato per la gestione dell'inadempimento. I margini iniziali sono determinati in maniera tale che all'interno del periodo di liquidazione sia coperta una percentuale di tutte le possibili variazioni che è data dall'intervallo di confidenza. Ad esempio, con un intervallo di confidenza pari al 99%, solo l'1% delle possibili variazioni di valore provocherebbe una perdita superiore ai margini iniziali.³² I margini iniziali aumentano all'aumentare del periodo di liquidazione e all'aumentare dell'intervallo di confidenza.

L'impatto del *look-back period* sui margini iniziali è più sottile. Poiché il calcolo dei margini iniziali si basa sull'analisi storica della variabilità dei fattori di rischio che influenzano il valore degli strumenti finanziari presenti nei portafogli dei partecipanti in un dato intervallo temporale, i margini iniziali sono inerentemente "pro-ciclici": se ci troviamo in un periodo tranquillo, caratterizzato da un basso livello della volatilità, i margini iniziali saranno più bassi; se, al contrario, ci troviamo in un periodo di crisi, caratterizzato da un alto livello della volatilità, i margini iniziali saranno più alti. La pro-ciclicità dei margini iniziali, tuttavia, varia in funzione della lunghezza del *look-back period*; in particolare, la pro-ciclicità è tanto più alta quanto più breve è il *look-back period*.

EMIR prevede dei precisi vincoli sui valori dei suddetti parametri:

- l'orizzonte temporale storico deve essere pari ad almeno dodici mesi;
- il periodo di liquidazione delle posizioni deve essere pari ad almeno: (i) 5 giorni per i contratti derivati OTC; e (ii) 2 giorni – un giorno al ricorrere di determinate condizioni – per tutti gli altri strumenti finanziari;³³ e
- l'intervallo di confidenza deve essere almeno pari a: (i) 99,5% per i contratti derivati OTC; e (ii) 99% per tutti gli altri strumenti finanziari.³⁴

Regole specifiche sono previste per limitare la pro-ciclicità dei margini iniziali. In particolare, ciascuna controparte centrale deve ricorrere ad almeno una delle seguenti opzioni:

- a) applicare un *buffer* pari ad almeno il 25% dei margini iniziali calcolati secondo la metodologia di base, da utilizzare a compensazione dei suddetti margini quando questi sono in notevole aumento;

32 Il ruolo svolto dall'intervallo di confidenza dipende dal modello utilizzato da una controparte centrale per la determinazione dei margini iniziali. La spiegazione riportata nel testo si riferisce a un modello tradizionalmente molto utilizzato dalle controparti centrali, ossia il "Value at Risk", comunemente noto anche come VaR.

33 Regolamento delegato (UE) n. 153/2013, articolo 25, paragrafo 1, comma 1, e articolo 26, paragrafo 1, rispettivamente.

34 EMIR, articolo 41, paragrafo 1, e regolamento delegato (UE) n. 153/2013, articolo 24, paragrafo 1.

Ai sensi di EMIR (articolo 2, punto 7), si definisce contratto derivato OTC qualunque contratto derivato eseguito al di fuori di un mercato regolamentato (o di un mercato di un Paese terzo considerato equivalente).

- b) includere nell'orizzonte temporale storico utilizzato osservazioni relative a periodi di *stress*, in una percentuale pari ad almeno il 25% del totale delle osservazioni;
- c) utilizzare un *look-back period* di almeno dieci anni, in combinazione con i valori del periodo di liquidazione e dell'intervallo di confidenza stabiliti dalla normativa, evitando al contempo procedure di modellizzazione – ad esempio, l'applicazione di ponderazioni più basse alle osservazioni più lontane – che ne riducano l'efficacia; il valore dei margini iniziali così calcolato rappresenta un *floor* per i margini effettivamente richiesti dalle controparti centrali che utilizzano quest'opzione.³⁵

Secondo ISDA (2021): (i) molte controparti centrali non europee si sono adeguate ai requisiti EMIR volti a contenere la pro-ciclicità dei margini iniziali;³⁶ e (ii) la maggior parte delle controparti centrali (europee e non europee) utilizza l'opzione c) (*look-back period* di almeno dieci anni), mentre alcune utilizzano l'opzione a) (*buffer* pari ad almeno il 25% dei margini iniziali).³⁷

Il drastico incremento della volatilità associato alla crisi innescata dalla prima ondata della pandemia da COVID-19 nel marzo del 2020 rappresenta un'occasione unica per verificare su scala globale l'efficacia di tali regole.

35 Regolamento delegato (UE) n. 153/2013, articolo 28, paragrafo 1, lettere a), b) e c), rispettivamente, ed ESMA (15 aprile 2019, Orientamenti sulle misure sul margine di antiprociclicità EMIR per le controparti centrali).

Si ricorda che i requisiti EMIR si applicano anche alle controparti centrali extra-UE riconosciute dall'ESMA per l'offerta di servizi a sedi di negoziazione e partecipanti europei.

36 Secondo la FIA (*October 2020*, p. 22), i requisiti EMIR rappresentano quasi uno standard globale: "*The EU APC standards ... come the closest to being a global standard*".

37 L'affermazione secondo la quale la maggior parte delle controparti centrali utilizza l'opzione c) *sembra* contraddetta dalle risultanze di un altro studio (Huang, Takáts, 2020, p. 6, figura 4), in base al quale i *look-back period* utilizzati vanno da circa un anno a dodici anni. La contraddizione, però, potrebbe essere solo apparente, in quanto i *look-back period* riportati nel suddetto studio potrebbero riferirsi ai *look-back period* inclusi nei modelli di base utilizzati dalle controparti centrali per il calcolo dei margini iniziali (a prescindere dalle eventuali misure finalizzate a ridurre la pro-ciclicità dei margini iniziali), i quali possono ben essere diversi da dieci anni (come abbiamo visto sopra, il requisito EMIR è che il *look-back period* sia pari ad almeno un anno).

In ogni caso, la questione è presumibilmente più complessa di quanto possa evincersi dalle semplificazioni rappresentate da ISDA (2021) e FIA (*October 2020*). Non è detto, infatti, che le controparti centrali extra-UE tengano conto degli Orientamenti ESMA in materia (15 aprile 2019). In particolare, per quanto concerne l'opzione c) (*look-back period* di almeno dieci anni), potrebbe darsi che esse ricorrano alla tecnica, non permessa ai sensi degli Orientamenti, di applicare ponderazioni più basse alle osservazioni più lontane, riducendo così l'efficacia della misura.

Tabella 6 – Margini iniziali
contratti derivati garantiti da controparte centrale (\$/MLD)

	2019 Q4	2020 Q1	Delta	Delta (%)
OTC	269,1	342,8	73,7	27,4
Tassi d'interesse	222,1	274	51,9	23,4
CDS	47,1	68,7	21,6	45,9
ETD	292,7	488,6	195,9	66,9
Totale	561,8	831,4	269,6	48

Come si evince dalla **tabella 6**, i dati mostrano un corrispondentemente drastico incremento dei margini iniziali richiesti dalle controparti centrali su contratti derivati:³⁸

- per ciò che concerne il segmento dei contratti derivati OTC (derivati su tassi di interesse e CDS), i margini iniziali a fine marzo 2020 erano pari a 342,8 \$/MLD, mentre a fine dicembre 2019 erano pari a 269,1 \$/MLD (+27,4%), distribuiti come segue:
 - derivati su tassi di interesse: 274 \$/MLD (Q1 2020), 222,1 \$/MLD (Q4 2019, +23,4%);
 - CDS: 68,7 \$/MLD (Q1 2020), 47,1 \$/MLD (Q4 2019, +45,9%);
- con riferimento, invece, agli *exchange-traded derivatives* ("ETDs"), i margini iniziali a fine marzo 2020 erano pari a 488,6 \$/MLD, mentre a fine dicembre 2019 erano pari a 292,7 \$/MLD (+66,9%);
- nell'aggregato, i margini iniziali a fine marzo 2020 erano pari a 831,4 \$/MLD, mentre a fine dicembre 2019 erano pari a 561,8 \$/MLD (+48%).

Dunque, i dati di fine marzo 2020 mostrano un drastico incremento dei margini iniziali, più pronunciato nel segmento degli ETDs. Tale ultimo effetto è presumibilmente dovuto, tra l'altro, alla presenza nel segmento degli ETDs della componente dei derivati su azioni (tipicamente più volatile), oltre al fatto che i *look-back period* utilizzati per i *future* sono più brevi di quelli utilizzati per i contratti derivati OTC³⁹, la qual cosa pone un onere maggiore sulle misure volte a limitare la pro-ciclicità dei margini iniziali.

Oltre all'incremento della volatilità, vi potrebbe anche essere un effetto quantità (incremento delle posizioni in essere) che potrebbe concorrere a spiegare l'incremento dei margini iniziali. Idealmente, bisognerebbe verificare l'importanza relativa dei due effetti – ossia, quale parte dell'incremento dei margini iniziali può essere spiegata

38 ISDA (2020). Dati calcolati sulla base dei *Public Quantitative Disclosure* raccomandati da CPMI-IOSCO, che le controparti centrali pubblicano trimestralmente.

39 Huang, Takáts (2020, p. 6, figura 4) e Khwja (2020, p.6).

dall'aumento della volatilità e quale parte può essere spiegata dal verosimile incremento delle posizioni in essere.

Secondo i dati presentati dalla FIA, l'effetto quantità non è stato rilevante, quantomeno con riferimento al segmento degli ETDs. Infatti, da una parte, i dati a livello di singoli contratti *future* sembrano confermare il nesso tra incremento della volatilità e incremento dei margini iniziali. In particolare, i dati sui *future* su indici azionari mostrano incrementi dei margini iniziali nell'ordine, orientativamente, del 100%; nel confronto tra fine marzo 2020 e fine dicembre 2019 (i dati delle singole giornate di marzo danno risultati diversi), il dato più eclatante è quello relativo al *future* sull'indice *Nikkei 225*, per il quale è stato registrato un incremento del 125%.⁴⁰ Dall'altra, *"although trading volume increased to record levels during this period, this was not the main driver for the increases in initial margin The total level of open interest, which measures the number of outstanding contracts, remained roughly constant through this period"*.⁴¹

Al contrario, LCH (2021) ritiene che l'incremento dei margini iniziali richiesti dalle due controparti centrali appartenenti al gruppo LCH⁴² sia prevalentemente riconducibile all'incremento delle posizioni in essere. A sostegno di questa tesi LCH riporta i dati sui volumi negoziati, registrati nei propri sistemi (p. 15, figura 3), che mostrano un incremento considerevole in occasione del "picco COVID", corrispondente al giorno in cui si è registrato, per ciascuno strumento finanziario o contratto *repo*, il record di contratti negoziati.

A questo proposito, si può osservare in via preliminare che i dati generali riportati da LCH non permettono di distinguere l'effetto quantità dall'effetto volatilità con riferimento a giornate specifiche di marzo 2020. Ma soprattutto va osservato, e di questo la controparte centrale non può non essere perfettamente consapevole, che i dati sui volumi non rappresentano necessariamente una buona approssimazione delle posizioni in essere e, in particolare, dell'*open interest* degli ETDs, che sono la variabile rilevante in questo contesto. Solo per fare un esempio, due contratti di segno opposto su un medesimo strumento finanziario in capo ad un medesimo *clearing member* mantengono immutata la sua posizione nei confronti della controparte centrale e, dunque, non giustificano un incremento dei margini iniziali richiesti.

Solo con riferimento ai dati specifici relativi al segmento dei contratti derivati OTC su tassi di interesse, che è quello che, come abbiamo visto, ha registrato l'incremento più basso dei margini iniziali, LCH confronta i margini iniziali effettivamente richiesti con i margini iniziali simulati sui portafogli in essere al 28 febbraio 2021 (p. 17, figura 4). Specificamente, LCH riporta che tra il 5 e l'11 marzo l'incremento dei

40 FIA (October 2020, p. 8, grafico intitolato "Margin Call", e seguenti). Gli incrementi dei margini iniziali richiesti su altri *future* (tassi di interesse e merci) è minore. Si veda altresì Huang, Takáts (2020, p. 4, figura 2).

41 FIA (December 2020, p. 3, sottolineatura aggiunta). Si veda altresì p. 7 ("Was the Increase in Initial Margin Driven by Increases in the Level of Trading? Open Interest Data Show the Answer Is No") contenente il grafico intitolato "Month-End Open Interest for Exchange-Traded Futures and Options".

42 LCH Limited, controparte centrale stabilita nel Regno Unito – leader mondiale del segmento dei contratti derivati OTC su tassi di interesse, su cui si tornerà diffusamente nel capitolo 8 – e LCH SA, controparte centrale francese.

marginini iniziali effettivo è stato dell'8,3%, mentre quello simulato è stato solo del 3%, permettendo di distinguere l'effetto quantità (pari all'incirca al 66% dell'incremento) dall'effetto volatilità (pari all'incirca al 34% dell'incremento).

Il drastico incremento dei margini richiesti dalle controparti centrali nel marzo 2020, in occasione della crisi innescata dalla prima ondata della pandemia da COVID-19, si è associata ad un aumento della "preferenza per la liquidità" (di keynesiana memoria).⁴³ In tali circostanze, possono derivarne tensioni di liquidità con importanti effetti asimmetrici. Mentre tutti i partecipanti alle controparti centrali devono versare gli incrementi dei margini iniziali, gli effetti dei margini di variazione sono, appunto, asimmetrici: da una parte vi sono i partecipanti dalla parte "sbagliata" del mercato, i quali devono anche versare i margini di variazione; dall'altra parte vi sono i restanti partecipanti che ricevono i margini di variazione.⁴⁴ Nelle circostanze date, le variazioni dei prezzi delle attività finanziarie e conseguentemente i margini di variazione sono rilevanti. Se a questi si aggiungono i consistenti incrementi dei margini iniziali richiesti a tutti i partecipanti, l'impatto in termini di liquidità per i partecipanti che devono versare anche i margini di variazione sono corrispondentemente rilevanti!⁴⁵

Le tensioni di liquidità si propagano dai partecipanti alle controparti centrali ai propri clienti, fino agli investitori finali, e possono condurre ad ulteriori vendite di attività finanziarie al fine di procurarsi la liquidità necessaria a soddisfare le richieste dei margini, con un ulteriore effetto depressivo sui prezzi delle attività finanziarie. Le banche centrali sono generalmente costrette ad intervenire, come è successo nel marzo 2020.

In conseguenza degli eventi del marzo (e aprile) 2020, la FIA (*October 2020, December 2020*) e l'ISDA (2021) ritengono (congiuntamente o disgiuntamente) che le misure utilizzate dalle controparti centrali, europee e non-europee, volte a limitare la pro-ciclicità dei margini non hanno funzionato. In particolare, con riferimento alle tre opzioni previste da EMIR, e utilizzate anche da controparti centrali non europee, evidenziano i seguenti aspetti:

- a) opzione a): il *buffer* del 25% non sempre è stato utilizzato al fine di ridurre l'incremento dei margini, venendosi a configurare invece come un vero e proprio *add-on* (cfr. *infra*) applicato in tutte le circostanze, ed è comunque limitato rispetto agli incrementi dei margini osservati durante il periodo;
- b) opzione b): le modalità di selezione del 25% di osservazioni stressate sono state interpretate diversamente dalle controparti centrali che utilizzano questa

43 "As market volatility and trading increased in March (Graph 2, second panel, red line), CCP deposits at the Federal Reserve more than tripled (blue line) within a month. From end-February to end-March, they grew from around US\$ 70 billion to more than US\$ 270 billion. This most likely reflects the increasing amount of IM pledged by clearing members." Huang, Takáts (2020, p. 5).

44 In senso tecnico, i margini di variazione sono generalmente riferiti solo ai contratti derivati.

45 FIA (*October 2020, December 2020*) evidenzia altresì l'impatto ulteriore sui partecipanti alle controparti centrali derivante dalle chiamate di margini infragiornaliere non programmate: i margini devono essere versati (alle controparti centrali) entro un'ora mentre, per quanto riguarda le posizioni dei clienti, sono ricevuti (dai clienti) solo il giorno successivo.

opzione e il modello concretamente utilizzato da talune ha avuto l'effetto di diluirne il peso;

- c) opzione c): un *look-back period* di dieci anni non copre più il periodo della crisi finanziaria del 2007-2008.

Conseguentemente, tali associazioni di categoria, portatrici principalmente degli interessi dei partecipanti alle controparti centrali, tra le altre cose propongono (congiuntamente o disgiuntamente) che: (i) le regole volte a limitare la pro-ciclicità dei margini iniziali siano modificate, sulla base di standard dettagliati, che gli organismi internazionali preposti dovrebbero adottare; e (ii) il *framework* in tema di trasparenza sia rafforzato, al fine di aumentare la capacità dei partecipanti di prevedere le chiamate dei margini da parte delle controparti centrali.⁴⁶

L'analisi dell'impatto dei margini nella crisi causata dalla prima ondata della pandemia da COVID-19 nel marzo 2020 è inclusa nel programma di lavoro del FSB per il 2021.⁴⁷

L'approccio di portafoglio nel calcolo dei margini, o *portfolio margining*, permette di stimare il rischio di sostituzione di un portafoglio nel suo complesso, sfruttando le correlazioni esistenti nelle serie storiche dei prezzi di strumenti finanziari diversi. La stima *ex ante* di esposizioni creditizie di segno opposto permette alle controparti centrali di chiedere un ammontare minore di margini iniziali, rispetto alla situazione di base in cui i margini sono calcolati per singolo strumento finanziario.

La compensazione delle esposizioni creditizie così ottenuta: (i) da un punto di vista giuridico, deve essere supportata da contratti efficaci di *close-out netting*; e (ii) da un punto di vista economico, deve basarsi su metodologie prudenti e solide, per tener conto del rischio che vi sia un *break-down* delle correlazioni storicamente osservate, che sia associato a repentini incrementi delle esposizioni creditizie nette non coperte da un ammontare di margini adeguato.⁴⁸

Il livello base dei margini iniziali, calcolati dai modelli statistici utilizzati dalle controparti centrali, è spesso integrato con dei cosiddetti "*add-on*", ossia dei margini supplementari che si vanno ad aggiungere a quelli base. Nella maggior parte dei casi, gli *add-on* sono calcolati con l'ausilio di componenti aggiuntive, rispetto ai modelli statistici di base, o di analisi qualitative, e sono indirizzati a coprire quei rischi che tali modelli non riescono a catturare. Ciò in quanto la stima delle variazioni potenziali basata solo su osservazioni storiche non coglie quei rischi che non sono catturati nei prezzi storici. Gli esempi classici di questi rischi sono i rischi di variazione dei prezzi degli strumenti finanziari in ragione della loro (scarsa) liquidità o del cosiddetto *market impact* (che può essere associato a posizioni concentrate), su cui si ritornerà quando si tratterà il tema della gestione dell'inadempimento (paragrafo 4.3). Altri esempi sono il rischio di decorrelazione dei prezzi degli strumenti finanziari, quando i margini iniziali

46 Ulteriori raccomandazioni riguardano le chiamate di margini infragiornaliere (FIA, *October 2020 e December 2020*).

47 FSB (2020, p. 42; 2021, p.1)

48 Sul punto, si veda l'esempio riportato nella tabella 5 (paragrafo 3.4).

sono calcolati sulla base dell'approccio di portafoglio, come testé accennato, e il rischio di insolvenza (supplementare) associato a quei partecipanti inclusi in apposite *watch list*. In altri casi, gli *add-on* sono calcolati sulla base dei modelli statistici di base, con l'obiettivo però di ridurre il *default fund* (cfr. il paragrafo 4.4).

4.3 La gestione dell'inadempimento

Per definizione, fisiologicamente la controparte centrale ha una posizione bilanciata (conseguenza diretta dell'interposizione). In caso di inadempimento di un partecipante, la posizione della controparte centrale cessa di essere bilanciata, in quanto vengono meno le posizioni del partecipante inadempiente. Conseguentemente, la gestione dell'inadempimento ha come obiettivo per la controparte centrale il ritorno ad una posizione bilanciata. Ciò può avvenire principalmente con due modalità: (i) mercato; e (ii) asta.⁴⁹ La prima modalità è utilizzata in relazione a strumenti finanziari negoziati in un mercato organizzato. La seconda è utilizzata sicuramente per i contratti derivati OTC, ma può essere utilizzata anche con riferimento a valori mobiliari e strumenti derivati negoziati in un mercato organizzato, che non siano sufficientemente liquidi.

Il ritorno ad una posizione bilanciata avviene ad un costo per la controparte centrale che dipende: (i) dal prezzo di mercato prevalente degli strumenti finanziari inclusi nelle posizioni del partecipante inadempiente; e (ii) dai costi aggiuntivi relativi alla gestione dell'inadempimento. Il primo elemento è indifferente rispetto alle due modalità di gestione dell'inadempimento sopra indicate. Il secondo, invece, varia. Gli stessi concetti possono essere espressi ed elaborati facendo riferimento al concetto di margini di variazione. Come anticipato al paragrafo 4.2, le risorse necessarie alla controparte centrale per la gestione dell'inadempimento possono essere considerate pari alla somma degli ipotetici margini di variazione riferiti al partecipante inadempiente e dei costi aggiuntivi relativi alla gestione dell'inadempimento.

Con la **modalità di mercato**, la controparte centrale sostituisce le posizioni (nette) del partecipante inadempiente per il tramite di acquisti o vendite effettuate in un mercato organizzato. Facciamo un esempio molto semplice. Ipotizziamo che al momento del *default* il partecipante inadempiente abbia una posizione lunga su un certo titolo, derivante da una serie di negoziazioni in acquisto (ancora non regolate) concluse ad un prezzo medio P_0 . Ipotizziamo inoltre che il prezzo del titolo sia diminuito, al momento del *default*, ad un valore (*mid-price*) $P_1 < P_0$.

Non potendo regolare le transazioni concluse con il partecipante inadempiente, al fine di ritornare ad una posizione bilanciata, la controparte centrale dovrà

49 Un'ulteriore modalità è rappresentata dalla contrattazione su base bilaterale.

L'inadempimento di un partecipante dà altresì luogo a fabbisogni di liquidità, soprattutto in relazione a transazioni su titoli. Per tali transazioni, infatti, mentre i margini e le altre risorse finanziarie allocate a copertura delle possibili perdite derivanti dall'inadempimento del partecipante corrispondono ad una percentuale più o meno limitata del controvalore delle transazioni, le risorse liquide a disposizione della controparte centrale devono permettere il regolamento delle transazioni e dunque essere pari al controvalore delle transazioni medesime. Per tali aspetti si veda il paragrafo 5.1.3.1.

vendere sul mercato un numero di titoli (della specie in questione) coincidente con a posizione del partecipante inadempiente. Se la vendita si concludesse al *mid-price* riscontrato per il titolo al momento del *default*, il costo dell'inadempimento sarebbe proporzionale alla differenza $P_1 - P_0$. Tuttavia, l'inserimento di ordini di vendita da parte della controparte centrale porterà ad un incremento del costo dell'inadempimento.

I costi addizionali relativi alla gestione dell'inadempimento possono idealmente essere distinti in tre categorie. In primo luogo, gli ordini di vendita della controparte centrale potrebbero avere un ulteriore effetto depressivo sul prezzo (*mid-price*) del titolo, di tipo "permanente".⁵⁰ Inoltre, i costi addizionali relativi alla gestione dell'inadempimento dipendono dall'ampiezza dello spread *bid-ask* e dal cosiddetto *market impact*. Il primo rappresenta, appunto, uno spread rispetto al *mid-market price* e indica i prezzi ai quali possono essere effettuati in concreto acquisti e vendite di ordini di dimensioni "normali". Il secondo rappresenta le variazioni di prezzo (temporanee) associate a ordini di ammontare elevato.

Questi elementi, a loro volta, dipendono dalla liquidità dello strumento finanziario, in quanto all'aumentare della liquidità del titolo corrispondono valori più contenuti del *bid-ask spread* e una maggiore capacità del mercato di assorbire ordini di grandi dimensioni. Il *market impact*, inoltre, dipende da due ulteriori elementi. Da una parte, il *market impact* aumenta all'aumentare del numero dei titoli presenti nella posizione del partecipante inadempiente, in quanto all'aumentare del numero dei titoli da vendere corrispondono, *ceteris paribus*, ordini di ammontare più elevato, rispetto a quelli di dimensioni normali. Dall'altra, il *market impact* si riduce all'aumentare del tempo di gestione dell'inadempimento, in quanto la posizione dell'inadempiente può essere bilanciata attraverso la distribuzione di un maggior numero di ordini di dimensione contenuta su un arco temporale più lungo, invece che con pochi ordini di ammontare elevato su un intervallo più breve. Tuttavia, maggiore è l'arco temporale utilizzato per chiudere la posizione, maggiore è l'effetto negativo derivante dalle possibili variazioni avverse dei prezzi di mercato. Pertanto la scelta del tempo di gestione dell'inadempimento deve tenere conto del *trade-off* tra questi due effetti.

Quanto testé detto spiega perché la modalità di gestione dell'inadempimento tramite il mercato sia utilizzata in relazione a strumenti finanziari negoziati in un mercato organizzato.

Al contrario, la gestione dell'inadempimento con **modalità asta** è particolarmente indicata con riferimento ai contratti derivati OTC, proprio per la scarsa liquidità di tali contratti: la controparte centrale mette all'asta il portafoglio del partecipante inadempiente. Rispetto alla modalità del mercato, la modalità asta è un'attività complessa, che richiede un certo numero di giorni per essere espletata (oltre ad un'intensa attività di programmazione e a una periodica attività di *test*). Il fattore tempo, dunque,

⁵⁰ Come abbiamo visto nel capitolo 3, la gestione dell'inadempimento di un proprio partecipante da parte della controparte centrale ha un effetto positivo in termini di minore impatto sui prezzi di mercato. Tuttavia, un effetto rimane. Se in condizioni normali ciò non rappresenta un problema, in un periodo di crisi, la gestione dell'inadempimento da parte della controparte centrale potrebbe avere un importante effetto pro-ciclico sui prezzi di mercato.

rappresenta prioritariamente un vincolo tecnico di cui tenere conto, che dipende in prima approssimazione dalla complessità del portafoglio.

A tal proposito, proprio al fine di neutralizzare o, più realisticamente, di ridurre il rischio di variazione negativa del valore del portafoglio del partecipante inadempiente durante la gestione dell'asta, la controparte centrale può decidere di effettuare operazioni di copertura nei confronti di uno o più dei rischi (tasso, cambio, etc.) che ne influenzano il valore. Ciò permette di ridurre il rischio che la controparte centrale debba versare margini di variazione in luogo del partecipante inadempiente, e il conseguente rischio di esaurire i margini iniziali e le altre risorse di pertinenza del partecipante inadempiente e della controparte centrale. Da questo punto in poi, infatti, il rischio di riduzione del valore del portafoglio del partecipante inadempiente è sopportato dai partecipanti della controparte centrale, in primo luogo con riferimento ai contributi da questi versati al *default fund*; una copertura contro tale rischio da parte della controparte centrale ha come conseguenza di incentivare la partecipazione all'asta da parte dei *clearing member*. La strategia della controparte centrale tende quindi a realizzare il miglior *trade-off* tra i costi delle operazioni di copertura e i benefici che esse comportano in termini di incentivo alla partecipazione all'asta da parte dei *clearing member*.⁵¹

Allo stesso fine di incentivare la partecipazione all'asta, la controparte centrale può decidere di suddividere il portafoglio del partecipante inadempiente in parti, da mettere all'asta separatamente. La suddivisione del portafoglio del partecipante inadempiente in parti può avere altresì l'effetto di ridurre il tempo necessario per la gestione dell'asta. La suddivisione può avvenire sulla base, tra l'altro, della classe a cui appartiene il contratto, del tipo di prodotto, della valuta e della scadenza.

La relazione tra numero di partecipanti all'asta e probabilità di successo dell'asta non è tuttavia univoca. Da una parte, una maggiore partecipazione aumenta la probabilità di successo in quanto aumenta la probabilità che la controparte centrale riceva offerte accettabili. Dall'altra, tuttavia, una maggiore partecipazione implica un maggior grado di diffusione dell'informazione: il mercato avrà una maggiore conoscenza del portafoglio di contratti acquisito dal vincitore dell'asta e sarà pronto a offrirgli prezzi relativamente svantaggiosi quando questi cercherà di ridurre (in tutto o in parte) il rischio insito nel portafoglio acquisito. Tale circostanza sarà considerata *ex ante* da tutti i partecipanti all'asta, i quali effettueranno *ceteris paribus* offerte meno competitive.

In generale, l'asta sarà aggiudicata ad un prezzo inferiore al valore del portafoglio utilizzato per il calcolo degli ipotetici margini di variazione riferiti al partecipante inadempiente. La differenza rappresenta, per la controparte centrale, i costi addizionali relativi alla gestione dell'inadempimento e, per il vincitore dell'asta, il premio per il rischio residuo di riduzione del valore del portafoglio durante la gestione dell'asta e,

51 L'incentivo alla partecipazione all'asta vale per i *clearing member*, e non per i partecipanti all'asta in generale, in quanto sono i primi a fornire alla controparte centrale le risorse mutualistiche da utilizzare nella gestione dell'inadempimento (si veda il paragrafo 4.4).

come testé indicato, per il rischio di perdita connesso con la successiva riduzione del rischio (in tutto o in parte) insito nel portafoglio acquisito.

È la controparte centrale a invitare i partecipanti all'asta tra i propri partecipanti o clienti. La controparte centrale dovrà decidere sul numero ottimale di partecipanti, che massimizza la probabilità di successo dell'asta.

Relativamente alla **partecipazione dei clienti all'asta**, vi sono diversità di vedute tra *clearing member*, da una parte, e controparti centrali e clienti, dall'altra (si veda FIA-ISDA, 2019, pp. 18-20). I primi ritengono che i clienti debbano essere incentivati a fare offerte competitive (prevedendo, in capo ai clienti, il versamento di contributi al *default fund* o di altre risorse finanziarie) o che, in ogni caso, gli incentivi di *clearing member* e clienti debbano essere allineati (eliminando totalmente il *default fund*, a carico dei *clearing member*). Alternativamente, i clienti potrebbero essere ammessi a partecipare solo una volta che il primo tentativo di asta non sia andato a buon fine e diventi probabile l'uso di risorse dei clienti (nella forma del cosiddetto *variation margin gain haircutting*, "VMGH"). Al contrario, i secondi considerano adeguato lo *status quo* e, in particolare, ritengono che i clienti siano in grado di fare offerte competitive – in quanto operano, alcuni di essi, quali *market maker* nei rispettivi mercati – e abbiano dato prova in concreto di questa capacità.

Al fine della gestione dell'asta – in particolare, in relazione agli aspetti sopra menzionati della copertura e della suddivisione in parti del portafoglio del partecipante inadempiente – le controparti centrali attive nel segmento dei derivati OTC si possono servire della consulenza di gruppi di *trader* dipendenti di partecipanti e clienti (cosiddetti "*default management group*", "DMG"). Secondo quanto riportato da FIA-ISDA (p. 6), i clienti e, soprattutto, i partecipanti gradirebbero per se stessi un maggior ruolo nella *governance* dei DMG; in particolare, i partecipanti gradirebbero un ruolo di "*oversight and challenge*" delle decisioni assunte dalla controparte centrale.

Il tema delle aste quale strumento di gestione dell'inadempimento è un tema molto rilevante, in quanto momento topico dell'attività delle controparti centrali, che è all'attenzione del *Committee on Payments and Market Infrastructures* e dell'*International Organization of Securities Commissions* ("CPMI-IOSCO"), il quale nei mesi scorsi ha pubblicato un rapporto sull'argomento (CPMI-IOSCO, 2020). Il rapporto non intende fissare nuovi standard per le controparti centrali, bensì intende favorire lo sviluppo di *best practice* e la collaborazione tra i diversi *stakeholder* (controparti centrali, partecipanti e clienti), al fine di migliorare il funzionamento delle aste.

Il rapporto individua tre aree in cui la collaborazione tra i diversi *stakeholder* è necessaria. La prima area riguarda aspetti operativi in cui vi è consenso tra le parti e che dunque non presentano profili di criticità (per esempio, procedure di comunicazione e formato dei *file* condivisi nel corso dell'asta). La seconda area riguarda temi problematici in cui si registrano difformità di vedute tra controparti centrali, partecipanti e clienti, in particolare per ciò che concerne i temi a cui si è già fatto riferimento della partecipazione dei clienti all'asta e della *governance* dei DMG. La terza area ri-

guarda il tema prospetticamente potenzialmente rilevante del coordinamento tra controparti centrali nel caso di inadempimento di un partecipante comune di grosse dimensioni.

Il rapporto fissa in due anni l'orizzonte temporale di riferimento, alla fine del quale verificare i progressi compiuti e, entro il quale, si auspica che le tematiche afferenti alle prime due aree siano risolte.

Gli elementi specifici analizzati in questo paragrafo – liquidità degli strumenti finanziari, *market impact* e modalità di gestione dell'inadempimento tramite asta – avranno un impatto sui margini iniziali richiesti dalle controparti centrali. Tale impatto può essere colto direttamente dalle serie storiche dei prezzi utilizzati come *input* dei modelli statistici utilizzati dalle controparti centrali oppure, più probabilmente, da periodi di liquidazione più lunghi o da appositi *add-on* (cfr. il paragrafo 4.2).

4.4 Il *default waterfall* – Le fasi di risanamento e risoluzione

Le risorse a disposizione delle controparti centrali, al fine di gestire l'inadempimento di un proprio partecipante, devono essere utilizzate in un ordine predefinito (cosiddetto *default waterfall*). Nel contesto europeo, EMIR (articolo 45) definisce il *default waterfall* per la parte delle risorse *funded*. In particolare, EMIR stabilisce il seguente ordine di utilizzo delle risorse *funded*:

- dapprima devono essere utilizzate le garanzie ricevute dal partecipante inadempiente – margini e contributi al *default fund* (del medesimo partecipante);
- successivamente, lo *skin in the game* della controparte centrale; e
- infine, le rimanenti risorse *funded*, prevalentemente i contributi al *default fund*.

Eccezion fatta per lo *skin in the game*, il *default waterfall* EMIR fotografava la situazione esistente con riferimento alle risorse *funded*.

Tra le varie risorse a disposizione delle controparti centrali, la componente dei margini è, tradizionalmente, quella principale. Ciò è vero, dunque, con riferimento sia all'ordine in cui le risorse devono essere utilizzate nell'ambito del *default waterfall*, sia da un punto di vista quantitativo (cfr. il paragrafo 4.3). I margini versati da un partecipante possono essere utilizzati esclusivamente per la gestione dell'inadempimento del medesimo partecipante.

Da un punto di vista quantitativo, lo *skin in the game* è l'elemento meno importante del *default waterfall* EMIR, essendo – nel confronto con i margini, e con il *default fund* – di un ammontare molto limitato, pari al 25% dei requisiti di capitale

standard previsti da EMIR.⁵² La sua importanza consiste, o dovrebbe consistere, nell'incoraggiare le controparti centrali a richiedere margini adeguati, in modo tale da rendere meno probabile l'utilizzo delle risorse dei partecipanti non inadempienti.

Due sono, dunque, le caratteristiche salienti dello *skin in the game* EMIR⁵³:

1. rappresenta una quota di patrimonio addizionale, rispetto ai requisiti di capitale standard previsti da EMIR, soggetta ai medesimi requisiti di investimento⁵⁴; e
2. rappresenta una quota di patrimonio dedicata alla copertura delle perdite derivanti dall'inadempimento di uno o più partecipanti ("*default losses*"), subordinata rispetto alle altre risorse *funded*⁵⁵.

Dal medesimo punto di vista quantitativo, il *default fund* si pone in una posizione intermedia tra i margini e lo *skin in the game*. La rilevanza del *default fund* – la cui *ratio*, riconosciuta a livello internazionale, è di garantire alla controparte centrale risorse sufficienti a coprire "condizioni di mercato estreme ma plausibili" – dipende da una serie di fattori, tra cui ricordiamo:

- la severità degli scenari considerati, in osservanza all'articolo 49 di EMIR, al fine di definire le suddette condizioni, che definisce la *copertura complessiva*;
- il numero di partecipanti dei quali si vuole garantire l'inadempimento (*cover 1*, *cover 2*, e così via) in condizioni di mercato estreme ma plausibili; a livello europeo vige il principio del *cover 2*, seppure questo possa essere soddisfatto con il *default fund* o con altre risorse finanziarie pre-finanziate;⁵⁶ come anticipato, il *default fund* è comunque, nei fatti, la componente più importante tra tali risorse *funded*;
- il livello di copertura dei margini; *ceteris paribus* (ossia, a parità di copertura complessiva), più elevati sono i margini richiesti da una controparte centrale – al di sopra dei minimi fissati da EMIR – minore è l'ammontare del *default fund*;⁵⁷

52 I requisiti di capitale standard delle controparti centrali sono disciplinati dall'articolo 16, di EMIR. Lo *skin in the game* è disciplinato in EMIR, articolo 45, paragrafo 4, e regolamento delegato (UE) n. 153/2013, articolo 35, paragrafo 2.

53 Come si vedrà a breve, il regolamento europeo in materia di risanamento e risoluzione delle controparti centrali recentemente adottato prevede una seconda *tranche* di *skin in the game*.

54 Più precisamente, l'articolo 47 di EMIR, rubricato "*Politica di investimento*", al paragrafo 2 così recita: "*L'importo del capitale, compresi gli utili non distribuiti e le riserve della CCP che non vengono investiti ai sensi del paragrafo 1, non è preso in considerazione per gli scopi previsti dall'articolo 16, paragrafo 2 [requisiti di capitale standard], o dall'articolo 45, paragrafo 4 [skin in the game EMIR]*".

55 Alle *default losses* si contrappongono le perdite derivanti da cause diverse dall'inadempimento ("*non default losses*").

56 EMIR, articolo 43, paragrafo 2.

57 Si fa riferimento alla metodologia denominata "*Stress Loss-over-Margin*" ("*SLOM*"), considerata da chi scrive più appropriata rispetto alla metodologia alternativa in base alla quale i contributi al *default fund* sono calcolati in percentuale dei margini iniziali. A tal proposito, può essere utile ricordare che, in data 9 dicembre 2020, la controparte centrale tedesca *Eurex Clearing AG* ha annunciato il passaggio dalla metodologia basata sui margini iniziali alla metodologia *SLOM*; la nuova metodologia – già utilizzata a fini di "*operational monitoring and potential mitigation of*

in tali circostanze, rispetto al totale delle risorse utilizzate da una controparte centrale per la gestione dell'inadempimento di un partecipante, *ex ante* aumenta la quota a carico del partecipante inadempiente e si riduce la quota a carico dei partecipanti non inadempienti;

inoltre, in linea con quanto anticipato in via generale nel paragrafo 3.4, in relazione ai meccanismi di garanzia dei contratti (non mutualistici e mutualistici), un incremento della copertura a carico dei margini (e una corrispondente riduzione della copertura a carico del *default fund*) fa sì che aumentino le risorse complessivamente raccolte dalla controparte centrale; ciò in quanto l'incremento della copertura con lo strumento dei margini è a carico di *tutti* i partecipanti, mentre la copertura tramite *default fund* è comunque limitata, a due (*cover 2*) o più partecipanti, e conseguentemente l'incremento aggregato dei margini è superiore alla riduzione del *default fund* (anche qualora il numero di partecipanti dei quali si voglia garantire l'inadempimento fosse massimo, l'incremento aggregato dei margini sarebbe comunque pari o superiore al doppio della riduzione del *default fund*)⁵⁸;

come accennato al paragrafo 4.2, a parità di copertura complessiva, l'incremento dei margini richiesti da una controparte centrale può prendere la forma di *add-on* specifici sui margini richiesti ai partecipanti con le esposizioni maggiori (per esempio, in rapporto ai margini)⁵⁹; in questo caso, l'eventuale incremento delle risorse complessivamente raccolte dalla controparte centrale è minore, in quanto l'incremento dei margini è limitato ad alcuni partecipanti e non alla generalità dei partecipanti.

I *default waterfall* previsti nelle regole operative delle controparti centrali – che, per ciò che concerne quelle europee, devono comunque incorporare il *default waterfall* EMIR – vanno oltre le risorse *funded* e prevedono, una volta esaurite le risorse *funded*: (i) il ricorso a risorse *unfunded* (*assessment*); e (ii) altre misure, anch'esse attivabili al fine della gestione dell'inadempimento di uno o più partecipanti. Per una rappresentazione stilizzata dei *default waterfall* esistenti si può fare riferimento alla tabella 7, parte (A). Come si può evincere dalla tabella, è uso riferirsi alla parte *funded* del *default waterfall* come alla fase della "resilienza" ("*resilience*"), mentre la parte del *default waterfall* che va oltre le risorse *funded* rappresenta la fase del "risanamento"

excess exposure" – sarà utilizzata per il calcolo del *default fund* e dei relativi contributi a partire dal 1° aprile 2021 (sulle posizioni di fine giornata del 31 marzo 2021). Si veda *Eurex Clearing AG* (2021, in particolare pp. 2 e 3).

58 Anche ipotizzando l'insolvenza contestuale di *tutti* i partecipanti, la controparte centrale non potrà registrare perdite su *tutti* i partecipanti: in un dato intervallo temporale, i prezzi possono aumentare o diminuire, non possono contemporaneamente aumentare e diminuire! In linea con quanto anticipato in via generale nel paragrafo 3.4 (si veda, in particolare, la nota 25), quanto argomentato nel testo si applica strettamente ai soli strumenti finanziari con *pay-off* simmetrici.

59 Nasdaq (2020, p.1): "This add-on provides Nasdaq Clearing the ability to lower the mutualization of a specific clearing participant's tail risks among clearing participants by shifting part of the risk from the member collective to the individual account holder".

("recovery"). Nel caso in cui la controparte centrale non riesca a gestire l'inadempimento di un partecipante – o l'autorità così ritenga (cfr. *infra*) – si passa alla fase della "risoluzione" (non rappresentata in tabella).⁶⁰

Tabella 7 – Il default waterfall

	(A) Typical CCP Waterfall		(B) Proposed Waterfall	
Resilience	Defaulting Clearing Member's IM and DFC		Defaulting Clearing Member's IM and DFC	
	CCP SITG (generally minimal)		CCP Meaningful SITG: 1 st Tranche	
	Non-Defaulting Clearing Members' DFC		Non-Defaulting Clearing Members' DFC (min Cover 2 standard)	
Recovery	Two typical models for recovery		Pre-defined Capped Cash Assessments (1x DFC)	
	Pre-defined Cash Assessment	Uncapped Cash Assessments	CCP Meaningful SITG: 2nd Tranche	
	VMGH and/or Partial Tear Ups/ Full Tear Ups (in some markets)**		Voluntary CCP Capital	
			Mandatory Poll of Clearing Members (supermajority required)	
			Vote to support CCP Succeeds*	Vote Fails
			Non-Defaulting Clearing Members Cash Calls (1x DFC)	Failed CCP: RS likely to decide to resolve
			Limited Use of Additional Recovery Measures with RA approval (VMGH and PTUs)	

DFC: *default fund contributions* (contributi al *default fund*); IM: *initial margins* (margini iniziali); PTU: *partial tear-up* (cessazione parziale dei contratti in essere); SITG: *skin in the game*; VMGH: *variation margin gain haircutting*

(*) *Losses borne by CMs and end-users after this point are subject to compensation claims*

(**) *Under current structures, losses borne by CMs and end-users are NOT subject to compensation claims*

Fonte: ABN-AMRO Clearing, *et alter* (March 2020, grassetti presenti nella versione originale).

Gli *assessment* rappresentano un impegno contrattuale, da parte dei partecipanti, al versamento di risorse aggiuntive, a richiesta della controparte centrale e, spesso, entro determinati limiti quantitativi.⁶¹ Gli *assessment* sono generalmente parametrati ai contributi al *default fund* dei singoli partecipanti – per esempio, 1 o 2 volte i contributi al *default fund*.

Per quanto riguarda, invece, le altre misure, il tratto comune consiste nella decurtazione dei pagamenti dovuti dalla controparte centrale: mentre con gli *assessment* la controparte centrale chiede risorse aggiuntive ai partecipanti al fine di soddisfare i propri obblighi nei confronti dei partecipanti medesimi, con le altre misure la controparte centrale riduce i pagamenti dovuti nei confronti dei partecipanti.

60 Si fa riferimento alle fasi di *recovery* e di *resolution* per perdite derivanti dall'inadempimento di uno o più partecipanti (*default losses*).

61 EMIR (articolo 43, paragrafo 3).

Forse l'esempio più intuitivo tra le misure presenti nella parte *unfunded* del *default waterfall* è quello del VMGH, applicabile quantomeno laddove margini di variazione siano effettivamente ricevuti e versati dalla controparte centrale, cosa che tipicamente avviene per i contratti derivati. Il VMGH consiste nel prevedere una decurtazione percentuale del valore dei margini di variazione che la controparte centrale è tenuta a versare, decurtazione che (auspicabilmente) permette alla controparte centrale di ritornare ad una posizione bilanciata. Ciò avverrà a condizione che le risorse necessarie alla controparte centrale per la gestione dell'inadempimento – pari, come abbiamo visto, alla somma degli ipotetici margini di variazione riferiti al partecipante inadempiente e dei costi addizionali relativi alla gestione dell'inadempimento – o, più realisticamente, degli inadempimenti, al netto delle risorse disponibili (risorse *funded* più eventuali *assessment*), sia inferiore al valore dei margini di variazione che la controparte centrale è tenuta a versare.

Qualora, invece, il VMGH non permetta di ritornare ad una posizione bilanciata, è possibile terminare i contratti in essere. La cessazione dei contratti può essere totale ("*Full Tear Up*") o parziale ("*Partial Tear Up*"). Con il *Full Tear Up* i contratti in essere sono valutati ai rispettivi prezzi di mercato, decurtati della percentuale necessaria affinché la controparte centrale possa risparmiare un ammontare pari agli ipotetici margini di variazione riferiti ai partecipanti insolventi (al netto delle risorse disponibili). Con il *Partial Tear Up*, invece, è terminato l'insieme di contratti che permette alla controparte centrale di ritornare ad una posizione bilanciata. Sugli altri contratti la controparte centrale potrà applicare il VMGH. Le percentuali di decurtazione applicate alle due categorie di contratti possono essere uguali o, più realisticamente, la percentuale applicata ai contratti cessati sarà minore, al fine di compensare i partecipanti i cui contratti sono stati cessati per gli ulteriori rischi e costi che dovranno o potranno essere incorsi per la ricostituzione delle posizioni terminate (rischio di sostituzione).⁶²

Un'ulteriore misura in astratto utilizzabile in fase di *recovery* – non presente nella tabella 7, parte (A), relativa al *default waterfall* tipico, ma neanche nella parte (B) ("*Proposed Waterfall*") – consiste nell'uso dei margini iniziali versati dai partecipanti della controparte centrale. Tale misura, in effetti, non è facilmente catalogabile in una delle due categorie sopra richiamate. Con questa misura, la controparte centrale ha la possibilità di attingere all'enorme *stock* di margini iniziali in suo possesso per coprire le perdite associate agli inadempimenti. Si potrebbe pensare di equiparare tale misura agli *assessment*, in quanto entrambe le misure permettono un incremento delle risorse a disposizione della controparte centrale per la gestione degli inadempimenti. Se però guardiamo alle due misure più da vicino, vediamo che il *proprium* degli *assessment* è rappresentato dal *versamento* di risorse aggiuntive, mentre i margini iniziali sono *già* in possesso della controparte centrale, e questa differenza è rilevante. Al netto di sempre possibili margini in eccesso, i margini iniziali sono a disposizione della controparte centrale quale prima linea di difesa in caso di inadempimento; la controparte centrale

62 Il rischio di sostituzione è presente nel caso di *Partial Tear Up*, ma anche nel caso di *Full Tear Up*.

Per un esempio numerico delle misure illustrate nel testo, si veda Elliott (2013, *Annex 2*).

non può farne a meno. I margini iniziali astrattamente utilizzati dalla controparte centrale in fase di risanamento dovranno essere ripristinati e ciò ci riporta al tema del versamento di risorse aggiuntive: la misura dei margini iniziali, in sé, non è risolutiva. Inoltre, la misura contraddice il principio, presente in molte giurisdizioni, di protezione dei margini iniziali in caso di insolvenza di soggetti diversi dal partecipante che li ha versati e di uso esclusivo degli stessi nel caso di inadempimento di tale partecipante.

Poiché con il *Full Tear Up* tutti i contratti in essere garantiti dalla controparte centrale sono cessati, viene meno, per definizione, la necessità per la controparte di gestire gli inadempimenti e con essa i costi aggiuntivi associati alla gestione degli inadempimenti. Ne consegue che le perdite complessive sopportate dai partecipanti sono minori nel caso di *Full Tear Up*, rispetto a tutte le altre misure di *recovery*, a fronte però del venir meno della garanzia della controparte centrale. Più nello specifico, la percentuale di decurtazione nel caso di *Full Tear Up* è dunque minore della percentuale di decurtazione nel caso di VMGH. Per quanto riguarda la distribuzione delle perdite tra i partecipanti della controparte centrale, questa varia da una misura all'altra. In particolare, la distribuzione delle perdite nel caso del VMGH è simile a quella che si avrebbe in una situazione di insolvenza della controparte centrale. Infine, la possibilità di traslare le perdite dai partecipanti ai clienti è probabilmente minore nel caso degli *assessment*.

Per quanto possano essere ampie le risorse *funded* a disposizione della controparte centrale, per definizione esse sono limitate. È dunque importante che i *default waterfall* delle controparti centrali prevedano la fase di *recovery*. L'importanza della fase di *recovery* sta nel fatto che essa permette di evitare la mera insolvenza della controparte centrale e, conseguentemente, di dare continuità al funzionamento dei mercati. Inoltre, anche se buona parte delle perdite sono comunque in prima battuta sopportate dai partecipanti della controparte centrale – in un contesto di insolvenza come di risanamento – in caso di risanamento le perdite sono allocate molto più rapidamente.⁶³

Nel contesto europeo, è stato recentemente adottato un regolamento in materia di risanamento e risoluzione delle controparti centrali ("Regolamento RR" oppure semplicemente "Regolamento").⁶⁴ Per ciò che concerne la fase di *recovery*, il Regolamento prevede un set di norme volte a fissare le basi per un ordinato risanamento delle controparti centrali in diversi scenari in cui possa essere a rischio la continuità del

63 Sul punto si veda, tra gli altri, Elliott (2013, p. 6), il quale annovera tra i benefici del risanamento anche la circostanza che le perdite sono allocate in una maniera determinata *ex-ante* e dunque conosciuta dai partecipanti. Tuttavia, ciò è probabilmente vero anche in caso di insolvenza.

64 Regolamento (UE) n. 2021/23, del 16 dicembre 2020, relativo a un quadro di risanamento e risoluzione delle controparti centrali.

Sono di interesse in questa sede le norme sostanziali – e non quelle procedurali – relative alla fase di *recovery*, con particolare riferimento ai piani di risanamento, e agli strumenti di risoluzione. Inoltre, la trattazione è limitata agli aspetti più importanti dal punto di vista del loro collegamento con la normativa EMIR e con il *default waterfall*.

Essendo il Regolamento fresco di pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea, la trattazione non ha potuto beneficiare dell'attività di interpretazione che potrà essere effettuata dalla Commissione europea e dall'ESMA.

servizio. In particolare, le controparti centrali sono chiamate a predisporre e a mantenere un piano di risanamento (o "*recovery plan*") contenente misure finalizzate ad assicurare continuità nella prestazione dei servizi critici in diversi scenari: (i) scenari di inadempimento; (ii) scenari diversi dall'inadempimento; e (iii) scenari derivanti da una combinazione degli scenari *sub (i) e sub (ii)*.⁶⁵ Il *recovery plan* deve essere attivato nel caso di un "*deterioramento significativo della situazione finanziaria*" o quando si manifesti il "*rischio di violazione dei requisiti patrimoniali e prudenziali*" EMIR.⁶⁶

Dunque, mentre fino a ora ci siamo concentrati sulla diade *default losses - default waterfall*, in quanto rilevante in relazione al rischio tipico della controparte centrale – ossia, il rischio di inadempimento – per le controparti centrali rilevano altresì le *non default losses* e i fabbisogni finanziari o di liquidità che, per questo motivo, sono parte integrante dei piani di risanamento.⁶⁷

Gli scenari previsti nei piani di risanamento devono comportare:

- perdite derivanti dall'inadempimento di uno o più partecipanti ("*default losses*"), in eccesso a quanto previsto nella parte *funded* del *default waterfall* EMIR;
- fabbisogni di liquidità straordinari, in eccesso a quanto determinato ai sensi dell'articolo 49 di EMIR; e
- perdite derivanti da cause diverse dall'inadempimento ("*non default losses*") – per esempio, perdite derivanti dall'attività di investimento delle garanzie raccolte nella forma del contante o perdite legate a problemi operativi, quali gli attacchi *cyber* – che possano mettere a repentaglio il patrimonio della controparte centrale.⁶⁸

I piani di risanamento devono prevedere la copertura di tutte le suddette perdite e fabbisogni di liquidità straordinari e, laddove necessario, la ricostituzione delle risorse finanziarie – in termini di risorse presenti nel *default waterfall*, patrimonio e liquidità – ai livelli richiesti da EMIR.

I piani di risanamento devono altresì:

65 La predisposizione di un *recovery plan* è raccomandata dagli standard internazionali (CPMI-IOSCO, 2012; e CPMI-IOSCO, July 2017, paragrafo 2.3.2) a tutte le FMI (per il concetto di FMI si veda la nota 3).

66 Articolo 9, paragrafo 1.

67 Il tema dei fabbisogni di liquidità delle controparti centrali è trattato nel paragrafo 5.1.3.1, in relazione all'attività di regolamento e, dunque, al funzionamento dei sistemi di regolamento titoli.

68 In relazione agli scenari di inadempimento rileva il seguente periodo, tratto dal considerando 18, il quale limpidamente recita: "*Gli scenari dovrebbero essere più rigorosi di quelli utilizzati ai fini delle prove di stress periodiche a norma dell'articolo 49 del regolamento (UE) n. 648/2012, pur restando plausibili*". Come già rilevato, l'articolo 49 di EMIR è funzionale alla determinazione del *default fund* e del livello minimo di risorse liquide in "condizioni di mercato estreme ma plausibili". Tuttavia, requisiti più stringenti rispetto a quelli previsti da EMIR, possono derivare non solo da scenari più severi, ma anche dalla previsione di un *cover* più elevato di quello previsto da EMIR (*cover 2*), come confermato dal punto 22, della sezione A dell'allegato.

- prevedere indicatori qualitativi o quantitativi al fine dell'attivazione delle misure ivi previste;⁶⁹
- non assumere alcun supporto pubblico straordinario, né la fornitura di liquidità da parte della banca centrale a condizioni non standard;⁷⁰
- tenere conto degli interessi di tutti gli *stakeholder*, compresi i partecipanti e, se conosciuti, i clienti (diretti e indiretti);⁷¹
- assicurare che i partecipanti non abbiano esposizioni illimitate nei confronti della controparte centrale;⁷² e
- incentivare la partecipazione all'asta da parte dei partecipanti alla controparte centrale⁷³.

Dal punto di vista degli strumenti, i piani di risanamento devono includere tutte le misure descritte in precedenza – ossia, cessazione totale o parziale dei contratti, VMGH e *assessment* o "*cash call*" – con la precisazione che: (i) è obbligatorio prevedere la cessazione parziale dei contratti, non quella totale; (ii) non vi è un'indicazione esplicita dell'ordine in cui gli strumenti devono essere utilizzati; e (iii) gli *assessment* devono essere previsti nella misura minima di un contributo al *default fund* (o ai *default fund*) per ciascun partecipante non inadempiente.⁷⁴ Viceversa, è vietato l'uso dei margini iniziali versati dai partecipanti della controparte centrale.⁷⁵

Il Regolamento non sembra indicare se gli strumenti testé menzionati debbano essere utilizzati per coprire le *default losses* o le *non default losses* e, dunque, sembra lasciare flessibilità alle controparti centrali in tale ambito. Con riferimento specifico alle *default losses*, dove è più probabile che gli strumenti di risanamento siano previsti e utilizzati, dunque, il Regolamento RR non prevede un'armonizzazione della parte *unfunded* del *default waterfall*, come, invece, fatto da EMIR per la parte *funded*. Inoltre, non è chiarissimo se il Regolamento RR preveda l'obbligo di copertura delle perdite da inadempimento, e il ritorno a una posizione bilanciata, con riferimento

69 Articolo 9, paragrafo 3.

70 Articolo 9, paragrafo 11, lettera (a).

71 Articolo 9, paragrafo 11, lettera (b).

72 Articolo 9, paragrafo 11, lettera (c).

73 Sezione A dell'allegato, punto 12.

74 Sezione A dell'Allegato, punti 15(vi), 15(vii) e 15(viii). I punti 15(vii) e 15(viii) – relativi al VMGH e agli *assessment*, rispettivamente – si ritengono prevalere sull'ultimo periodo del punto 4, il quale si esprime in termini di *facoltà* e non di obbligo.

Il punto 15(viii) fa riferimento al "*contributo di ciascun partecipante diretto al fondo di garanzia*" (*default fund*), al singolare. Alla luce delle corrispondenti norme applicabili in fase di risoluzione (articolo 28, paragrafo 3, comma 3, e articolo 31, paragrafo 1, commi 1-3) è possibile sostenere che: (i) se lo strumento degli *assessment* è utilizzato con riferimento a un evento di inadempimento, il requisito si riferisce ai singoli contributi ai *default fund* interessati dall'inadempimento; e (ii) se invece lo strumento è utilizzato in relazione a un evento diverso dall'inadempimento, il requisito si riferisce alla somma dei diversi contributi ai *default fund* versati da ciascun partecipante non inadempiente.

75 Sezione A dell'Allegato, punto 4, ultimo periodo.

esclusivo agli scenari inclusi nei *recovery plan* oppure in qualunque circostanza, la qual cosa renderebbe evidentemente inutile l'esercizio degli scenari.⁷⁶

Laddove un piano di risanamento preveda il VMGH per le *non default losses*, e la controparte centrale lo abbia utilizzato, in tal modo evitando la fase della risoluzione, l'autorità competente può imporre alla controparte centrale di risarcire i partecipanti per le perdite subite in eccesso a quanto previsto contrattualmente, tramite pagamenti o l'emissione di titoli attestanti un credito sugli utili futuri della controparte centrale.⁷⁷

Infine, il Regolamento RR prevede una seconda *tranche* di *skin in the game* a carico della controparte centrale, da utilizzare prima delle misure di *recovery*.⁷⁸ L'obiettivo della seconda *tranche* di *skin in the game* è simile a quello della prima, ossia incentivare la controparte centrale ad implementare requisiti prudenziali che rendano meno probabile il ricorso, appunto, alle misure di *recovery*. A differenza della prima *tranche* di *skin in the game*, che è posta a copertura delle sole *default losses*, la seconda è posta a copertura sia delle *default losses* che delle *non default losses*. Nel caso di inadempimento di uno o più partecipanti, la seconda *tranche* di *skin in the game* deve essere utilizzata dopo le risorse *funded* e, tipicamente, prima degli *assessment*. Nel caso delle *non default losses*, la seconda *tranche* di *skin in the game* deve essere utilizzata prima delle misure di *recovery* a carico dei partecipanti, a condizione, ovviamente, che il piano di risanamento della controparte centrale le preveda.

Le questioni, collegate, dell'ammontare di tale seconda *tranche* di *skin in the game* e se questa rappresenti una quota di patrimonio addizionale, rispetto ai requisiti di capitale (standard e prima *tranche* di *skin in the game*) previsti da EMIR, non sono di semplicissima trattazione. L'ammontare della seconda *tranche* non può essere inferiore al 10% e non può essere superiore al 25% dei requisiti minimi di capitale previsti dall'articolo 16, paragrafo 2, di EMIR (*risk-based capital*).⁷⁹ Tuttavia, al fine del soddisfacimento di tale requisito, le controparti centrali possono fare affidamento al capitale regolamentare appostato ai fini della soglia di notifica alle autorità, pari al 110% del capitale regolamentare ai sensi dell'articolo 16, di EMIR.⁸⁰ Tale soglia di notifica rappresenta, *de facto*, un ulteriore requisito di capitale, pari, per l'appunto, al 10% del capitale regolamentare. Conseguentemente, la parte della seconda *tranche* di *skin in*

76 Si veda per esempio il considerando 18 (*"I piani di risanamento ... dovrebbero inoltre includere disposizioni esaustive in materia di ribilanciamento delle posizioni, allocazione piena delle perdite derivanti dall'inadempimento dei partecipanti diretti e capacità di assorbimento adeguate per tutti gli altri tipi di perdite"*) e l'articolo 9, paragrafo 2, lettera b) (*"Le misure previste nel piano di risanamento ... in caso di perdite dovute a un evento di inadempimento garantiscono il ribilanciamento del portafoglio e l'allocazione piena delle perdite"*).

77 Articolo 20 (*"Risarcimento dei partecipanti diretti non inadempienti"*).

78 Articolo 9, paragrafo 14, comma 1.

79 Il riferimento al paragrafo 2 (dell'articolo 16) e non, come è per la prima *tranche* dello *skin in the game*, semplicemente all'articolo 16, implica che – ai fini del calcolo della seconda *tranche* – non si debba fare riferimento al requisito minimo di 7,5 €/MLN, previsto al paragrafo 1, nelle circostanze in cui – come sembra essere il caso per alcune controparti centrali europee di piccole dimensioni – il requisito previsto al paragrafo 2 sia minore.

80 Regolamento delegato (UE) n. 152/2013, articolo 1, paragrafo 3.

the game coincidente con tale soglia di notifica non si configura come un requisito di capitale addizionale.

La definizione della metodologia precisa per il calcolo – tra il 10% e il 25% del *risk-based capital* – e la gestione della seconda *tranche* di *skin in the game* è rimessa a un atto delegato della Commissione europea. Tale atto *potrebbe* stabilire che è appropriato investire la seconda *tranche* di *skin in the game* in attività diverse da quelle permesse ai sensi delle norme sulla politica di investimento, di cui all'articolo 47 di EMIR. Nel qual caso e qualora le suddette attività non siano prontamente disponibili, la controparte centrale può far ricorso a misure di risanamento che richiedono il contributo finanziario dei partecipanti: in base alle procedure stabilite nel medesimo atto delegato, le perdite sarebbero coperte in prima battuta dai partecipanti, i quali, però, avrebbero diritto alla restituzione dalla controparte centrale delle somme da essi versate.⁸¹ Nella misura in cui sia ammesso l'investimento in attività che una controparte centrale già possiede, in quanto strumentali allo svolgimento dell'attività di impresa, seppure non utilizzabili ai fini del soddisfacimento dei requisiti di capitale (standard e prima *tranche* di *skin in the game*) previsti da EMIR, la seconda *tranche* di *skin in the game* non rappresenterà una quota di patrimonio addizionale.⁸²

Oltre alla fase di *recovery* il Regolamento RR disciplina la fase di *resolution*. L'articolo 22, in particolare, disciplina i "*presupposti per la risoluzione*". Il presupposto principale è che "*la CCP [sia] considerata in dissesto o a rischio di dissesto: i) dall'autorità competente ...; [o] ii) dall'autorità di risoluzione*"⁸³, previa consultazione dell'altra autorità.⁸⁴ Tale presupposto è presumibilmente associato alla circostanza che la fase di *recovery* non sia andata a buon fine. Tuttavia "*l'autorità di risoluzione può [anche] avviare l'azione di risoluzione ... se ritiene che la CCP abbia applicato o intenda applicare misure di risanamento che, seppur in grado di evitarne il dissesto, producono effetti negativi significativi sul sistema finanziario dell'Unione o di uno o più Stati membri*".⁸⁵

Gli strumenti a disposizione dell'autorità di risoluzione includono tutti gli strumenti indicati in precedenza – ossia, cessazione totale o parziale dei contratti,

81 Articolo 9, paragrafo 15.

82 Da questo punto di vista, la logica sottostante alla definizione dell'atto delegato della Commissione europea potrebbe essere la seguente: la deroga dalle norme sulla politica di investimento EMIR dovrebbe essere funzionale a che la seconda *tranche* di *skin in the game* non rappresenti una quota di patrimonio addizionale per le controparti centrali; in assenza di risorse dedicate, le perdite sarebbero coperte dai partecipanti, i quali, in compenso, acquisirebbero un diritto alla restituzione delle somme anticipate alla controparte centrale. Viceversa, una deroga dalle norme sulla politica di investimento EMIR non sembra giustificata. Tuttavia, la *ratio* delle norme in questione non è sufficientemente esplicitata e, dunque, per verificare la fondatezza dell'ipotesi interpretativa proposta, sarà necessario aspettare l'adozione dell'atto delegato da parte della Commissione europea.

83 L'"autorità di risoluzione" è l'autorità appositamente prevista dal Regolamento per l'applicazione degli strumenti di risoluzione e per l'esercizio dei poteri di risoluzione.

84 Paragrafo 1, lettera a).

85 Paragrafo 5. Le modifiche rispetto alla versione italiana della norma sono conformi alla versione inglese: "*The resolution authority may also take a resolution action where it considers that the CCP ...*".

VMGH e "cash call" – con alcune specificazioni importanti, alcune delle quali sono di seguito riportate.⁸⁶

Con riferimento al VMGH, se lo strumento è applicato in connessione alle perdite derivanti da un evento diverso dall'inadempimento, esso può essere applicato solo fino a un importo cumulato pari ai contributi ai *default fund* dei partecipanti non inadempienti.⁸⁷

Per quanto riguarda, invece, le "resolution cash call":

1. l'autorità di risoluzione può richiedere ai partecipanti non inadempienti contributi non superiori a due volte i contributi ai *default fund*; e
2. qualora i contributi richiesti siano superiori ai contributi ai *default fund*, "l'autorità di risoluzione procede in tal senso dopo aver valutato l'impatto di tale strumento sui partecipanti diretti non inadempienti e sulla stabilità finanziaria degli Stati membri, in collaborazione con le autorità di risoluzione dei partecipanti diretti non inadempienti".⁸⁸

Gli altri strumenti a disposizione dell'autorità di risoluzione sono mutuati dalla corrispondente disciplina bancaria: (i) strumento della svalutazione e conversione; (ii) strumento della vendita dell'attività d'impresa; e (iii) strumento della CCP-ponte.⁸⁹

I partecipanti (come anche gli azionisti e gli altri creditori) che, a seguito della risoluzione di una controparte centrale, abbiano subito perdite in eccesso rispetto alla situazione ipotetica in cui la controparte centrale non fosse stata posta in risoluzione, hanno diritto al pagamento della differenza ("principio per cui nessun creditore può essere svantaggiato" o "no creditor worse off principle").⁹⁰ Quello che è definito il controfattuale ha due elementi fondamentali: (i) le perdite che i partecipanti avrebbero subito qualora la controparte centrale, invece di essere posta in risoluzione, fosse stata

⁸⁶ Articolo 27, paragrafo 1, lettera a).

⁸⁷ Articolo 28, paragrafo 3, comma 3. Questa norma appare però di difficile applicazione in quanto essa prevede altresì che l'importo cumulato sia distribuito tra i partecipanti in proporzione ai contributi ai *default fund*, con ciò confondendo lo strumento del VMGH, nell'ambito del quale le perdite dei singoli partecipanti dipendono dai margini di variazione positivi che essi dovevano ricevere, con lo strumento delle *cash call*, le quali, esse sì, sono parametricate ai contributi dei partecipanti ai *default fund*.

⁸⁸ Articolo 31, paragrafo 1, comma 1. Se lo strumento delle *resolution cash call* è utilizzato con riferimento a un evento di inadempimento, il requisito si riferisce alla somma dei contributi ai *default fund* relativi ai comparti a cui partecipa il partecipante inadempiente (comma 2); se invece lo strumento è utilizzato in relazione a un evento diverso dall'inadempimento, il requisito si riferisce alla somma di tutti i contributi ai *default fund* (comma 3).

⁸⁹ Articolo 27, paragrafo 1. Infine, "in caso di crisi sistemica uno Stato membro può, come soluzione di ultima istanza, anche prestare sostegno finanziario pubblico straordinario applicando gli strumenti pubblici di stabilizzazione previsti agli articoli 45, 46 e 47, a condizione che sia stata ottenuta l'approvazione preventiva e definitiva nell'ambito della disciplina degli aiuti di Stato dell'Unione e ove siano previste, conformemente al paragrafo 10 del presente articolo, modalità credibili per recuperare i fondi in modo completo e tempestivo" (articolo 27, paragrafo 2).

⁹⁰ Articoli 60-62.

liquidata con le ordinarie procedure di insolvenza; e (ii) il costo che i partecipanti avrebbero dovuto subire per sostituire la controparte centrale ipoteticamente posta in liquidazione.⁹¹

Al fine di soddisfare temporanee esigenze di liquidità, l'autorità di risoluzione può stipulare contratti per contrarre prestiti o ottenere altre forme di sostegno finanziario; essa può, in particolare, prendere a prestito le risorse ancora presenti nei *default fund* della controparte centrale in risoluzione.

A questo punto possiamo tornare alla **tabella 7**, in particolare alla parte (B), che si riferisce al *default waterfall* proposto da un gruppo molto importante di banche e investitori istituzionali, in un ambito che va al di là di quello strettamente europeo.⁹² Rileva in primo luogo la proposta che le controparti centrali si dotino di due *tranche* di *skin in the game*, ciascuna di ammontare significativo ("*meaningful*"), per esempio pari nell'aggregato al 20% del *default fund*. Questo ammontare è notevolmente superiore alle quote di patrimonio dedicato appostate nei bilanci delle controparti centrali ("*generally minimal*") e di quanto previsto da EMIR e dal Regolamento RR, nell'ordine, a occhio e croce, di un numero compreso tra 5 e 10. Inoltre, si propone la suddivisione in due parti del *default waterfall*. Nella prima parte, le risorse dei partecipanti, nella forma degli *assessment*, sono molto limitate (non possono superare un contributo al *default fund*), anche se il loro utilizzo viene prima della seconda *tranche* di *skin in the game* della controparte centrale. Una volta esaurite tali risorse (e l'eventuale quota di patrimonio addizionale, che la controparte centrale volontariamente metterebbe in gioco), la proposta prevede l'introduzione di meccanismi di *governance* a favore dei partecipanti: la possibilità per la controparte centrale di usufruire di ulteriori risorse dei partecipanti è oggetto di votazione e deve essere approvata da una maggioranza qualificata dei partecipanti, per esempio in relazione ai contributi al *default fund*. Le risorse richieste ai partecipanti a seguito di un voto positivo devono essere restituite.

Tali proposte sono di difficile, se non impossibile, realizzazione! Nel contesto europeo, esse si muovono in direzione diversa – in alcuni casi contraria – rispetto a quanto previsto da EMIR e dal Regolamento RR. Tuttavia, le suddette proposte sono un sintomo di tensione tra controparti centrali, da una parte, e partecipanti e clienti, dall'altra, in un contesto in cui le prime sono molto profittevoli e, a differenza di quanto avviene per le banche, la fase di risanamento è quasi interamente a carico dei secondi! In considerazione degli obblighi imposti da EMIR in termini di "copertura complessiva", si può intravedere un'azione di medio termine – in verità, in una certa misura già in atto presso talune controparti centrali – volta ad aumentare il peso dei margini e a ridurre corrispondentemente il peso del *default fund*. Una riduzione del *default fund* avrebbe l'effetto di aumentare il peso dello *skin in the game* rispetto, appunto, al *default fund*, seppure le logiche di determinazione delle due *tranche* rimarrebbero non

91 Alla luce delle norme *testé* ricordate, previste agli articoli 60-62, non è chiara la portata della norma di cui all'articolo 27, paragrafo 6, che ha un contenuto simile, seppure non identico.

92 ABN-AMRO Clearing, *et alter*. Alcune delle proposte effettuate da tale gruppo di banche e investitori istituzionali non sono rilevanti nel contest europeo, per esempio quella relativa al *cover 2* per il *default fund*, il quale, come indicato in precedenza, è previsto da EMIR.

paramtrate al *default fund*, ma soprattutto avrebbe l'effetto di ridurre i contributi a carico dei singoli partecipanti. Avrebbe, inoltre, l'effetto di ridurre il valore delle *cash call* – minimo e massimo, rispettivamente nella fase di risanamento e nella fase di risoluzione – in quanto, come abbiamo visto, parametrato proprio ai contributi ai *default fund*.

5 L'attività di regolamento e di gestione accentrata – I depositari centrali (e i sistemi di pagamento)

Rispetto alle controparti centrali, i depositari centrali sono soggetti più complessi, i quali:

- annoverano tra i propri clienti, oltre agli intermediari "partecipanti", gli emittenti titoli; e
- svolgono due funzioni principali: (i) l'attività di regolamento; e (ii) l'attività di gestione accentrata.

Affinché i depositari centrali possano svolgere queste funzioni, gli emittenti devono registrare i titoli di propria emissione presso, appunto, un depositario centrale, per il tramite di scritture contabili. La registrazione viene effettuata sulla base del principio della partita doppia, tipicamente, con l'addebito di un conto intestato all'emittente e il contestuale accredito di conti (titoli) intestati agli intermediari; il principio della partita doppia assicura che il numero dei titoli "accreditati" sui conti detenuti dagli intermediari corrisponda con il numero dei titoli "addebitati" sul conto dell'emittente. In concreto, la registrazione può avvenire in due modi: con la dematerializzazione dei titoli, i quali perdono la loro caratteristica di cartolarità, oppure con l'accenramento dei titoli presso il *caveau* del depositario centrale (cosiddetta "dematerializzazione di fatto").

La registrazione dei titoli presso un depositario centrale e la relativa rappresentazione per il tramite di scritture contabili produce due ordini di conseguenze. Da una parte, il regolamento di una transazione su titoli non avviene più tramite la consegna fisica degli stessi, bensì, di nuovo, sulla base del principio della partita doppia – ossia, tramite l'addebito e l'accredito, rispettivamente, dei conti dell'intermediario in consegna e dell'intermediario in ritiro presso il depositario centrale ("attività di regolamento"). D'altra parte, il depositario centrale permette di collegare in maniera efficiente emittenti e intermediari per la detenzione dei titoli e la gestione degli eventi societari (che rappresentano il cuore dell'"attività di gestione accentrata").⁹³

Il fatto che i titoli siano rappresentati da registrazioni su conti fa sì che i medesimi titoli possano essere replicati sui conti di soggetti diversi (la locuzione "replicati" è qui usata in senso tecnico e non giuridico). Infatti, come già evidenziato, l'industria del post-trading è caratterizzata da una struttura piramidale, al vertice della quale si trovano appunto, per quanto di interesse in questa sede, i depositari centrali. Poi vi sono gli intermediari, una catena più o meno lunga di intermediari. Alla base della piramide vi sono gli investitori. Ne derivano due ordini di conseguenze: (i) da una parte, i trasferimenti dei titoli effettuati presso un depositario centrale debbono essere

93 Sul punto insiste l'articolo 3 di CSDR, il quale è incardinato nel Titolo II ("*Regolamento Titoli*") e, dunque, sembra interessarsi solo del primo ordine di conseguenze tra le due summenzionate: il paragrafo 1 prevede la rappresentazione per il tramite di scritture contabili dei "valori mobiliari", emessi da emittenti europei, ammessi alla negoziazione o negoziati in "sedi di negoziazione" (così come definiti, gli uni e le altre, dalla MiFID II), mentre il paragrafo 2, paragrafo 1, prevede – in relazione alle transazioni su "valori mobiliari" eseguite in una "sede di negoziazione" – la registrazione dei relativi titoli *presso un depositario centrale*.

replicati sui conti degli intermediari (presenti nella catena di detenzione); e (ii) dall'altra, l'attività di gestione accentrata non riguarda esclusivamente i depositari centrali, bensì riguarda altresì gli intermediari. Può inoltre verificarsi che i trasferimenti dei titoli siano effettuati tramite scritture contabili, addebiti e accrediti, sui soli conti di un intermediario, senza che siano interessate le registrazioni presso il depositario centrale. In altri termini, l'attività di regolamento può essere effettuata anche dagli intermediari.

Nel contesto europeo, la definizione ufficiale di "depositario centrale di titoli"⁹⁴ è recata dall'articolo 1, paragrafo 1, punto 1, del regolamento (UE) n. 909/2014 ("CSDR"), con riferimento ai "servizi di base" definiti nella sezione A dell'allegato al medesimo regolamento. Sono considerati di base i seguenti servizi:

1. *Registrazione iniziale dei titoli in un sistema di scritture contabili («servizio di notariato»).*
2. *Fornitura e mantenimento dei conti titoli al livello più elevato («servizio di tenuta centralizzata dei conti»).*
3. *Gestione di un sistema di regolamento titoli («servizio di regolamento»).*

Un depositario centrale è una persona giuridica che opera un sistema di regolamento titoli e fornisce almeno un altro servizio di base – ossia, almeno uno tra il servizio di notariato e il servizio di tenuta centralizzata dei conti.

Il "servizio di regolamento" è definito come la "gestione di un sistema di regolamento titoli", come definito, a sua volta, nella *Settlement Finality Directive*.⁹⁵ Ai sensi di CSDR, dunque, il servizio di regolamento non include l'attività di regolamento effettuata dagli intermediari, quest'ultima oggetto di una disciplina *ad hoc* ("internalizzatori di regolamento").⁹⁶

Oltre ai servizi di base, CSDR prevede che un depositario centrale possa offrire una serie di "servizi accessori" distinti in:

- servizi di tipo non bancario, che non comportano rischi di credito o liquidità (sezione B dell'allegato a CSDR); i servizi (accessori) di tipo non bancario possono essere distinti in due sotto-categorie: (i) i servizi esplicitamente elencati; e (ii) i servizi non esplicitamente elencati; e
- servizi di tipo bancario, che comportano rischi di credito o liquidità (sezione C dell'allegato a CSDR).

94 In CSDR (articolo 2, paragrafo 1, punto 8) i "titoli" sono equiparati agli "strumenti finanziari", come definiti dalla MiFID II (articolo 4, paragrafo 1, punto 15, il quale rimanda alla sezione C dell'allegato I alla medesima direttiva). In concreto rilevano, oltre alla categoria dei "valori mobiliari" (punto 1), la quale include la categoria dei derivati "cartolarizzati", ossia incorporati in un titolo, la categoria degli "strumenti di mercato monetario" (punto 2) e la categoria delle "quote di un organismo di investimento collettivo" (punto 3).

95 Si fa riferimento ai sistemi di regolamento titoli propriamente detti (diversi dai sistemi operati da controparti centrali). Il tema è trattato al paragrafo 5.1.1.

96 Si veda l'articolo 2, paragrafo 1, punto 11, per la definizione di internalizzatori di regolamento, e l'articolo 9 per la disciplina sostanziale.

I servizi accessori di tipo non bancario esplicitamente elencati alla sezione B sono distinti nelle seguenti categorie:

1. servizi connessi al servizio di regolamento;
2. servizi connessi ai servizi di notariato e di tenuta centralizzata dei conti, tra i quali, in primo luogo, il servizio di gestione degli eventi societari;
3. istituzione di collegamenti (o "*link*") fra depositari centrali, nell'ambito dei quali un depositario centrale (denominato "*investor CSD*") diventa un partecipante di un altro depositario centrale, tipicamente l'"*issuer CSD*" – ossia, il depositario centrale che, con riferimento ad uno specifico titolo, presta i servizi di notariato e di tenuta centralizzata dei conti, o quantomeno uno di essi;⁹⁷

grazie ai collegamenti fra depositari centrali, i partecipanti di un depositario centrale possono trasferire i titoli di propria pertinenza ai partecipanti dell'altro depositario centrale; al di fuori di T2S (cfr. *infra*) il regolamento è effettuato presso l'*issuer CSD*; e

4. altri servizi.

I servizi accessori di tipo non bancario non esplicitamente elencati alla sezione B sono consentiti nella misura in cui contribuiscono a migliorare la sicurezza, l'efficienza e la trasparenza dei mercati mobiliari. I servizi accessori di tipo bancario, elencati in via esemplificativa alla sezione C, sono limitati a servizi "*direttamente connessi ai servizi di base o accessori elencati nelle sezioni A e B*".

Nella pratica, non è agevole separare nettamente il servizio di notariato dal servizio di tenuta centralizzata dei conti e la maggior parte dei depositari centrali fornisce tutti e tre i servizi di base ex CSDR, incluso, in particolare, il servizio di notariato e il servizio di tenuta centralizzata dei conti. Ciò è sicuramente vero nella tradizione giuridico-istituzionale italiana, nella quale i due servizi di base, diversi dal servizio di regolamento, sono stati (implicitamente) considerati – congiuntamente all'attività di gestione degli eventi societari e di altre attività assimilabili (cfr. *infra*) – parte integrante del servizio di "gestione accentrata". Tale approccio verrà mantenuto nel seguito di questo capitolo.

L'attività di regolamento (dei depositari centrali) e l'attività di gestione accentrata sono analizzate con un certo grado di dettaglio nei paragrafi 5.1 e 5.2, rispettivamente. L'attività degli internalizzatori di regolamento è descritta nel paragrafo 5.4. Il paragrafo 5.3 tratta invece dell'operatività transfrontaliera dei depositari centrali in relazione al servizio di notariato.

⁹⁷ La seconda alternativa corrisponde alla definizione di *issuer CSD* contenuta nel Regolamento delegato (UE) n. 2017/392, articolo 1, lettera e). È anche possibile che un *investor CSD* sia un partecipante di un altro *investor CSD*.

5.1 L'attività di regolamento

Prima di addentrarci nei dettagli dell'attività di regolamento, sia consentito di riprendere il discorso relativo al contesto istituzionale in cui controparti centrali (attive nel settore dei valori mobiliari) e depositari centrali europei operano, a cui si è già fatto riferimento nel paragrafo 1.1. Ci sono alcuni fattori che rilevano in tale ambito.

Il primo riguarda la circostanza che il meccanismo istituzionale di garanzia dei contratti prevalente in Europa è costituito dalle controparti centrali, le quali si interpongono tra i propri partecipanti. La seconda che, come testé ricordato, il servizio di regolamento è una delle funzioni di base dei depositari centrali. La terza, infine, che le controparti centrali in genere diventano partecipanti dei depositari centrali. Le controparti centrali, dunque, non gestiscono il servizio di regolamento, ma esse stesse utilizzano il sistema di regolamento al fine di regolare le obbligazioni reciproche con i propri partecipanti. Tutto ciò ha un impatto in termini di fabbisogno di liquidità per le controparti centrali europee, per il quale si rimanda al paragrafo 5.1.3.

5.1.1 La *Settlement Finality Directive*

L'attività di regolamento è comunemente effettuata nell'ambito di un "sistema di regolamento".⁹⁸ Nel contesto europeo i sistemi di regolamento sono designati quali "sistemi" ai sensi della direttiva "concernente il carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli" (*Settlement Finality Directive*, "SFD").⁹⁹

Semplificando un po', un sistema può essere definito come un accordo formale:

1. con regole comuni e accordi standardizzati per la compensazione attraverso una controparte centrale o meno o per l'esecuzione di istruzioni di regolamento (ordini di trasferimento, in base alla terminologia della SFD);
2. gestito da un operatore;
3. disciplinato dalla legge di uno Stato membro; e
4. designato come tale, dopo che lo Stato membro di cui si applica la legge ne abbia accertato la conformità alle regole dello stesso.¹⁰⁰

98 Come già detto, un'eccezione è costituita dall'attività di regolamento svolta dagli "internalizzatori di regolamento", per i quali si rimanda al paragrafo 5.4.

99 Direttiva 98/26/CE. Come in CSDR, la SFD (articolo 2, punto h) equipara la nozione di "titoli" a quella di "strumenti finanziari", come definiti dalla MiFID II.

100 Articolo 2, lettera a), per la definizione di sistema, e lettera p), per la definizione di operatore del sistema.

Meritano di essere evidenziate le condizioni *sub* 2 e 3. La prima prevede la presenza di un "operatore del sistema", definito come "*il soggetto o i soggetti giuridicamente responsabile/i della gestione del sistema*". La seconda rappresenta il cuore della definizione di sistema.

Infatti, se da una parte – al fine di assicurarne il buon funzionamento in condizioni normali – un sistema si deve basare su "regole comuni e accordi standardizzati" (condizione *sub* 1) e questi devono essere conformi alle "regole" dello Stato membro di cui si applica la legge, dall'altra – al fine di assicurarne il buon funzionamento in condizioni "patologiche" (ossia, in caso di insolvenza di uno dei partecipanti al sistema) – è cruciale che un sistema sia disciplinato da un'unica legge e che non vi siano interferenze all'applicazione di tale legge derivanti dalle leggi (diverse) potenzialmente applicabili ai partecipanti.

La condizione *sub* 3 prescrive che un sistema debba essere disciplinato dalla legge di uno Stato membro. Tale condizione, tuttavia, non è sufficiente ad assicurare che, in caso di insolvenza di un partecipante stabilito in un altro Stato membro, non vi siano interferenze dalla legge potenzialmente applicabile al partecipante insolvente. Tale risultato è ottenuto grazie all'articolo 8 della direttiva, il quale prescrive che in caso di insolvenza di un partecipante di un sistema "*i diritti e gli obblighi derivanti dalla partecipazione ... a tale sistema ... sono stabiliti in base alle regole che disciplinano detto sistema*".

Ai sensi della direttiva, i "sistemi di regolamento titoli" includono – oltre ai sistemi di regolamento titoli propriamente detti – i sistemi operati da controparti centrali.¹⁰¹ Ai sensi del regolamento CSDR, i sistemi di regolamento titoli (diversi dai sistemi operati da controparti centrali) possono essere gestiti solo da depositari centrali autorizzati ai sensi del medesimo regolamento.¹⁰²

I sistemi di pagamento sono dedicati al trasferimento interbancario di fondi, indipendentemente dalle motivazioni sottostanti. Tra le varie motivazioni sottese al trasferimento del contante, vi è anche quella relativa al regolamento delle transazioni in titoli.

Tra le altre cose, la SFD mira a dare certezza all'attività di compensazione e di regolamento effettuata nell'ambito di sistemi designati ai sensi della direttiva medesima, stabilendo che, in caso di insolvenza di un partecipante, gli ordini di trasferimento e i relativi trasferimenti immessi in detti sistemi, nonché l'attività di compensazione effettuata nell'ambito dei suddetti sistemi, non possano essere invalidati o revocati.¹⁰³

101 Articolo 2, paragrafo 1, n. 10. Nelle restanti parti di questo lavoro, con la locuzione "sistemi di regolamento titoli" si intendono i sistemi di regolamento titoli propriamente detti (diversi dai sistemi operati da controparti centrali).

102 Articolo 18, paragrafo 2.

103 Lo stesso vale per l'attività di *netting*.

La protezione degli ordini di trasferimento e dei relativi trasferimenti garantita dalla SFD non è una protezione assoluta, bensì limitata all'operatività nell'ambito dei sistemi. In tale direzione opera il considerando 13 della direttiva:

considerando che la presente direttiva non dovrebbe impedire in alcun modo a un partecipante o a un terzo di far valere qualsiasi diritto o credito risultante dall'operazione sottostante che la legge possa riconoscergli ai fini di ricupero o di restituzione in relazione a un ordine di trasferimento immesso in un sistema, ad esempio nel caso di frode o di errore tecnico, purché ciò non porti al ricalcolo del netting o alla revoca dell'ordine di trasferimento immesso nel sistema.

Nel caso in cui sia necessario modificare le risultanze dei conti titoli, ciò può essere fatto tramite l'immissione di un nuovo ordine di trasferimento (o più ordini di trasferimento).

5.1.2 Il rischio di capitale

In prima approssimazione, il rischio di capitale è il rischio di perdita dell'intero controvalore di una negoziazione in valori mobiliari. Esso sorge nel momento in cui il venditore trasferisce i titoli al compratore senza ricevere l'ammontare corrispondente di denaro o, viceversa, nel momento in cui il compratore trasferisce il denaro al venditore senza ricevere l'ammontare corrispondente di titoli. Il rischio di capitale si ha, dunque, quando il trasferimento dei titoli dal venditore al compratore e il trasferimento del denaro dal compratore al venditore non sono contestuali. La non contestualità delle due "gambe", titoli e contanti, di cui si compone il regolamento rappresenta l'elemento caratterizzante del rischio di capitale.

Ciò nonostante, la soluzione utile ad eliminare il rischio di capitale può non essere quella di rendere contestuali la gamba titoli e la gamba contante. Tale soluzione è spesso impraticabile. In generale, la soluzione va ricercata in strutture istituzionali e legali che permettano di raggiungere gli stessi effetti della contestualità.

Da un punto di vista istituzionale, i depositari centrali permettono di superare il problema della non contestualità delle due gambe grazie all'applicazione del principio di consegna contro pagamento ("*delivery versus payment*" o "DVP"). Nell'ambito dell'attività di regolamento, il depositario centrale rappresenta il soggetto terzo rispetto alle controparti di mercato in grado di far sì che il venditore non acquisisca la disponibilità del contante fino a quando non abbia perso la disponibilità dei titoli e, allo stesso tempo, il compratore non acquisisca la disponibilità dei titoli fino a quando non abbia perso la disponibilità del contante.¹⁰⁴

Da un punto di vista giuridico, il DVP si fonda sul concetto di "definitività" del regolamento, della gamba titoli e della gamba contante: la definitività dell'uno si deve basare sulla definitività dell'altro, in modo che lo siano entrambi o nessuno dei due. Il

¹⁰⁴ Il principio DVP è riflesso nell'articolo 39, paragrafo 7, di CSDR: "Tutte le operazioni in titoli contro contante tra partecipanti diretti a un sistema di regolamento titoli gestito da un CSD e regolate in tale sistema di regolamento titoli sono regolate con DVP".

concetto di definitività è strettamente connesso al concetto di "sistema", come visto nel contesto europeo entrambi definiti dalla direttiva SFD.

5.1.3 Costo e rischio di liquidità¹⁰⁵

L'attività di regolamento può avvenire sulla base di diversi modelli, con implicazioni diverse in termini di costo di liquidità, rischio di liquidità e definitività del regolamento. A fini euristici, è utile partire da due modelli stilizzati di regolamento: (i) i modelli di tipo netto; e (ii) i modelli di tipo lordo.

I **modelli di regolamento di tipo netto**, prevalenti in passato, prevedono il regolamento dei saldi multilaterali a credito e a debito, in capo a ciascun partecipante, per singolo valore mobiliare e per il contante, nel caso dei sistemi di regolamento titoli, o solo per il contante, nel caso dei sistemi di pagamento. Il regolamento avviene alla fine di un ciclo di regolamento, tradizionalmente alla fine della giornata operativa. Si parla in questo caso di sistemi di tipo netto a regolamento differito ("*Deferred Net Settlement Systems*").

I **modelli di regolamento di tipo lordo** prevedono il regolamento delle istruzioni una ad una – ossia, il trasferimento dei titoli e del contante, nel caso dei sistemi di regolamento titoli, o solo del contante, nel caso dei sistemi di pagamento, oggetto di ogni singola istruzione di regolamento. Il regolamento avviene in tempo reale. Si parla in questo caso di sistemi di tipo lordo con regolamento in tempo reale ("*Real Time Gross Settlement Systems*").

Le caratteristiche specifiche e distintive delle due tipologie di sistemi di regolamento influenzano il momento in cui i regolamenti sono definitivi. Nei sistemi di regolamento di tipo netto la definitività si ha alla fine del ciclo di regolamento (tradizionalmente alla fine della giornata operativa). Nei sistemi di regolamento di tipo lordo la definitività si ha in tempo reale.¹⁰⁶

I modelli di tipo netto (lordo) minimizzano (massimizzano) le risorse necessarie a regolare un dato numero e/o controvalore di istruzioni di regolamento. Facciamo il seguente esempio:

- due partecipanti (A e B) ad un sistema di pagamento;
- due istruzioni (di pagamento): (i) A deve trasferire 100 a B; e (ii) B deve trasferire 100 ad A; e
- A e B hanno disponibilità sui rispettivi conti pari a zero.

¹⁰⁵ Per la similitudine delle materie trattate, in questo paragrafo, salvo dove diversamente indicato, ci riferiamo sia ai sistemi di regolamento titoli, in relazione a istruzioni di regolamento titoli contro pagamento, che ai sistemi di pagamento. Un *focus* specifico sui sistemi di regolamento titoli si trova nel paragrafo 5.1.3.1.

¹⁰⁶ È per questo motivo che la norma di CSDR sul punto non appare particolarmente stringente. L'articolo 39, paragrafo 5, così recita: "I CSD prendono tutte le misure ragionevoli per garantire che ... i trasferimenti di titoli e contante ... siano definitivi in tempo reale o nel corso della giornata e, in ogni caso, non oltre la fine del giorno lavorativo della data di regolamento effettivo".

In tale esempio – estremo, ma che rende perfettamente il concetto – un sistema di pagamento di tipo netto permette di regolare entrambe le istruzioni, mentre un sistema di pagamento di tipo lordo non è in grado di regolarne alcuna.¹⁰⁷

D'altra parte, la capacità di un modello di regolamento di tipo netto di completare il regolamento dipende in maniera cruciale dalla capacità di tutti i partecipanti di adempiere alle proprie obbligazioni; l'inadempimento (anche temporaneo) di un partecipante, infatti, non permette di completare il regolamento. Ciò in quanto la mancanza delle risorse – in termini di titoli e/o contante – del partecipante inadempiente fa sì che le risorse disponibili siano insufficienti a completare il regolamento: il modello prevede il regolamento di tutto o di niente.

Al fine di permettere il completamento del regolamento, nel caso di inadempimento di uno o più partecipanti, ad un sistema di regolamento titoli o ad un sistema di pagamento, è necessario prevedere la costituzione di apposite risorse liquide da cui attingere le risorse mancanti in termini di contante.¹⁰⁸ Tali risorse liquide possono prendere la forma di linee di credito oppure di fondi pre-finanziati, che possiamo chiamare "fondi di garanzia della liquidazione", per distinguerli dai "fondi di garanzia dei contratti" descritti nel paragrafo 3.4, che hanno, appunto, la funzione precipua di garantire il buon fine del regolamento. Analogamente a quanto avviene per i fondi di garanzia dei contratti, anche l'ammontare delle risorse liquide richieste dipenderà dal grado di copertura desiderato (*cover 1*, se le risorse richieste coprono l'inadempimento del partecipante con la posizione debitoria maggiore, *cover 2*, se le risorse richieste coprono l'inadempimento dei primi due partecipanti, e così via).

Nel caso specifico dei sistemi di regolamento titoli, tali misure sono complementari alla costituzione dei fondi di garanzia dei contratti, in quanto questi ultimi, a parità di copertura, non hanno la capienza sufficiente a garantire il buon fine del regolamento.¹⁰⁹ Ciò si aggiunge al fatto che l'ambito di copertura è tendenzialmente diverso: mentre i fondi di garanzia dei contratti coprono le negoziazioni di mercato, le misure volte a garantire il buon fine del regolamento coprono il processo di regolamento nella sua interezza, non rilevando la circostanza che la specifica negoziazione su titoli sia eseguita su di un mercato organizzato o al di fuori di esso. D'altra parte, però, i fondi di garanzia della liquidazione, a loro volta, operano altresì in veste di fondi di garanzia dei contratti.¹¹⁰

107 Gli impatti, in termini di liquidità, derivanti dall'utilizzo di diversi modelli di regolamento titoli, inclusi quelli tipizzati nel testo, sono particolarmente rilevanti per le controparti centrali. Sul punto si veda il paragrafo 5.1.3.1.

108 Soluzioni diverse e specifiche sono necessarie nel caso in cui l'inadempimento di un partecipante ad un sistema di regolamento titoli impatti sulla disponibilità di titoli, ossia l'inadempiente abbia uno o più saldi multilaterali a debito in una o più categoria di titoli.

109 Come già detto, astraendo dalla compensazione multilaterale, il costo di sostituzione rappresenta soltanto una percentuale del controvalore di una transazione.

110 Un fondo di garanzia dei contratti e un fondo di garanzia della liquidazione sono stati utilizzati nel contesto istituzionale italiano, fino all'introduzione, nel 2004, della controparte centrale nei mercati organizzati dei valori mobiliari e del sistema di regolamento *Express II*, operato da Monte Titoli. L'introduzione della controparte centrale e di un più moderno sistema di regolamento titoli hanno fatto venire meno la necessità del fondo di garanzia dei contratti e del fondo di garanzia della liquidazione, che sono stati conseguentemente dismessi.

Poiché i sistemi di regolamento di tipo netto, basandosi sulla compensazione multilaterale delle istruzioni di regolamento, rappresentano, in uno scenario di insolvenza, una deroga al principio della *par condicio creditorum*, è necessario, altresì, che essi siano supportati da un quadro giuridico chiaro, che ne garantisca l'operatività in condizioni di certezza giuridica. Nel contesto europeo, tale risultato è ottenuto grazie all'applicazione ai sistemi di regolamento della SFD, la quale, come abbiamo visto (si veda il paragrafo 5.1.1) prevede che l'attività di compensazione effettuata nell'ambito dei suddetti sistemi non possa essere invalidata.

Per ciò che concerne, invece, i modelli di tipo lordo, poiché tali modelli sono estremamente costosi in termini di risorse liquide, nella realtà questi includono delle funzionalità tese a ridurre le risorse necessarie a regolare un dato numero e/o controvalore di istruzioni di regolamento ("funzionalità *liquidity saving*").¹¹¹ Inoltre, la riduzione delle risorse necessarie a regolare un dato numero e/o controvalore di istruzioni di regolamento può essere altresì ottenuta immettendo liquidità nel sistema, grazie al credito infragiornaliero concesso dalla banca centrale o, nell'ambito di un modello integrato con regolamento in moneta di banca commerciale (cfr. *infra*), dal depositario centrale. *Ceteris paribus*, le risorse richieste nei modelli di tipo lordo aventi le due suddette caratteristiche rimangono comunque superiori alle risorse richieste nei modelli di tipo netto.

Con riferimento specifico ai sistemi di pagamento (di tipo lordo) gestiti dalle banche centrali, molte banche centrali – incluso l'Eurosistema – attuano una politica di concessione del credito infragiornaliero su base: (i) gratuita; (ii) non discrezionale; e (iii) collateralizzata. La concessione di credito infragiornaliero ha un'offerta infinitamente elastica. L'unico vincolo deriva dalla disponibilità di titoli 'stanziabili'. Nel caso dell'Eurosistema, la concessione di credito esclusivamente a fronte di adeguate garanzie è prescritta dall'articolo 18 dello statuto del Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC) e della Banca Centrale Europea (BCE).

5.1.3.1 Impatti sulle CCP – focus sui sistemi di regolamento titoli

I sistemi di regolamento titoli sono codificati a livello internazionale in maniera più modulare rispetto alla (più semplice) distinzione tra sistemi di tipo lordo e sistemi di tipo netto fin qui utilizzata.¹¹² Tradizionalmente sono state tipizzate tre tipologie di sistemi di regolamento titoli, in relazione a istruzioni di regolamento titoli contro pagamento. Nella prima e nella terza categoria ("Modello 1" e Modello 3") rientrano pienamente i modelli di tipo lordo e i modelli di tipo netto, rispettivamente, a cui si è fatto riferimento nel paragrafo precedente.

Il "Modello 2", invece, è una sorta di via di mezzo tra il Modello 1 e il Modello 3, in quanto prevede che: (i) il regolamento dei titoli avvenga su base lorda nel corso della giornata; mentre (ii) il regolamento del contante avvenga su base netta alla fine

111 Una di queste funzionalità – cosiddetta di *technical netting* – permette di ottenere gli stessi benefici in termini di liquidità di un modello di tipo netto, evitando allo stesso tempo ai partecipanti il rischio di liquidità derivante dalla necessità – per i modelli di tipo netto – di regolare la totalità delle istruzioni.

112 Si vedano i Principi CPMI-IOSCO, 2012, pp. 153-154.

della giornata. Il fatto che il regolamento dei titoli sia effettuato su base lorda nel corso della giornata significa che, al momento in cui si va a regolare il contante, i titoli di un ipotetico partecipante inadempiente sono stati già bloccati e non sono più nella sua disponibilità. Conseguentemente, l'inadempimento può riguardare soltanto la capacità di un partecipante di regolare il suo saldo multilaterale (a debito) in contante.

D'altra parte, il rispetto del principio DVP implica che la definitività del regolamento si abbia solo con il regolamento della gamba contante. Ciò significa che anche i sistemi appartenenti alla seconda categoria (Modello 2) sono del tipo con regolamento differito, con definitività alla fine della giornata operativa, analogamente a quanto avviene per i sistemi appartenenti alla terza categoria (Modello 3). Ciò significa altresì che le conseguenze derivanti dall'incapacità di un partecipante di regolare il suo saldo multilaterale (a debito) in contante sono le stesse, *ceteris paribus*, nelle due categorie di sistemi. Semplicemente, le modalità di funzionamento delle due categorie di sistemi con riferimento alla gamba contante sono le stesse. Conseguentemente, con riferimento alla gamba contante e ai corrispondenti fabbisogni di liquidità, possiamo continuare a riferirci ai modelli di tipo netto, in contrapposizione ai modelli di tipo lordo.

Gli impatti, in termini di liquidità, derivanti dall'utilizzo di un modello di regolamento di tipo netto o di tipo lordo sono particolarmente rilevanti per le controparti centrali, le quali si trovano, al di fuori di un'ipotesi di inadempimento di un proprio partecipante, in condizioni strutturalmente pareggiate. Facciamo un altro esempio, vicino alla realtà delle controparti centrali:

- due partecipanti (A e B) ad un sistema di regolamento titoli e alla controparte centrale ("CCP");
- due istruzioni di regolamento:¹¹³ (i) CCP deve trasferire 100 ad A (in contropartita al trasferimento in senso contrario di una certa quantità di titoli); e (ii) CCP deve ricevere 100 da B (in contropartita al trasferimento in senso contrario della stessa quantità di titoli della medesima categoria); e
- CCP ha disponibilità sul proprio conto pari a zero.

In tale esempio, prescindendo dalla gamba titoli, un sistema di regolamento titoli di tipo netto permette di regolare entrambe le istruzioni, mentre un sistema di regolamento titoli di tipo lordo non è in grado di regolarne alcuna. In un sistema di regolamento di tipo lordo, la CCP necessita di risorse liquide pari a 100 per poter operare.¹¹⁴

113 Le due istruzioni di regolamento indicate nel testo sono quelle della CCP. A queste si devono aggiungere altre due istruzioni di regolamento: una di A e una di B. Ciascun regolamento necessita di due istruzioni di segno opposto. Nell'esempio, per ciascuna coppia di istruzioni di regolamento: (i) dare contante (per un partecipante), ricevere contante (per l'altro partecipante); e (ii) ricevere titoli (per un partecipante), dare titoli (per l'altro partecipante).

114 Ipotizzando istruzioni di regolamento uguali a quelle indicate nel testo, oppure che il controvalore massimo di ciascuna istruzione di regolamento sia pari a 100, una disponibilità di 100 da parte della CCP è sufficiente a regolare ciascuna coppia di istruzioni di regolamento e dunque è sufficiente a permettere l'operatività della CCP in un sistema di regolamento di tipo lordo, nelle condizioni date.

L'esempio rappresenta una situazione (fittizia o quantomeno poco probabile) in cui una controparte centrale ha una posizione in ritiro (di titoli) perfettamente bilanciata da una posizione in consegna. In realtà, in linea generale, a valle del processo di interposizione e di *contractual consolidation* che si verifica in relazione alle negoziazioni di mercato (si veda il capitolo 4), la controparte centrale non avrà una posizione in ritiro (di titoli) perfettamente bilanciata da una posizione in consegna, bensì avrà n' posizioni in ritiro che nell'aggregato saranno perfettamente bilanciate da n'' posizioni in consegna (per categoria di valori mobiliari e per il contante).¹¹⁵

Tale rappresentazione più realistica del contesto in cui una controparte centrale attiva nell'ambito dei valori mobiliari si trova ad operare modifica gli impatti, in termini di liquidità, derivanti dall'utilizzo di un modello di regolamento di tipo netto o di tipo lordo.¹¹⁶ Non modifica però la conclusione generale che, qualora una controparte centrale si trovi ad operare in un sistema di regolamento di tipo netto, essa "normalmente" non avrà bisogno di alcuna disponibilità di contante. Al contrario, la stessa controparte centrale in un sistema di regolamento di tipo lordo necessiterà di un ammontare ingente di contante anche in condizioni "normali". Rimane, tuttavia, fermo quanto affermato nel paragrafo precedente con riferimento ai modelli di tipo lordo aventi le due caratteristiche ivi menzionate – ossia, presenza di funzionalità *liquidity saving* e disponibilità del credito infragiornaliero della banca centrale o del depositario centrale. Anzi, quanto sostenuto in merito alla riduzione dei fabbisogni di liquidità è massimamente vero per le controparti centrali, in ragione della loro posizione strutturalmente bilanciata.

Per riepilogare: a differenza di quanto avviene in relazione ai fondi di garanzia dei contratti, l'interposizione tra "compratore" e "venditore" nell'ambito delle transazioni su valori mobiliari crea di per sé degli ingenti, seppure potenziali, fabbisogni di liquidità per le controparti centrali. Nell'ordinario – ossia, al di fuori di un'ipotesi di inadempimento – le controparti centrali godono di una posizione strutturalmente bilanciata; conseguentemente (nell'ordinario) tali fabbisogni sono: (i) eliminati nei casi in cui la controparte centrale si interfaccia con un sistema di regolamento di tipo netto; o (ii) minimizzati – grazie ad un *mix* di funzionalità *liquidity saving* e di credito infragiornaliero della banca centrale o del depositario centrale – nei casi in cui, invece, la controparte centrale si interfaccia con un sistema di regolamento di tipo lordo. In caso di inadempimento di un proprio partecipante, le controparti centrali non godono più di una posizione strutturalmente bilanciata e dunque gli ingenti fabbisogni di liquidità conseguenza diretta dell'interposizione da potenziali diventano reali.

115 $n' + n'' = n$, laddove n corrisponde al numero dei partecipanti al sistema di regolamento e alla controparte centrale (nell'ipotesi, in verità contraria alle norme CSDR in tema di segregazione, che ciascun partecipante disponga di un unico conto). Ciascuna delle n posizioni rappresenta il risultato di una *contractual consolidation* a sé stante e dunque, in generale, non vi sarà corrispondenza tra le singole posizioni in ritiro e in consegna. L'unico vincolo è che, come indicato nel testo, la somma delle n' posizioni in ritiro sia uguale alla somma delle n'' posizioni in consegna (per categoria di valori mobiliari e per il contante).

116 In generale, il processo di *contractual consolidation* riduce i fabbisogni di liquidità, ma ciò potrebbe non essere vero nei casi di elevata e concentrata attività direzionale in vendita, ai quali corrispondono fabbisogni di liquidità per la controparte centrale ugualmente elevati.

Si pone, dunque, un tema di accesso delle controparti centrali al credito della banca centrale, al di là del credito infragiornaliero. Secondo Pirrong (2011, p. 40), da questo punto di vista, non ci sono ragioni per trattare le controparti centrali diversamente dalle banche: in entrambi i casi, il credito della banca centrale può creare problemi di *moral hazard* – ossia, può incentivare comportamenti più rischiosi; d'altra parte, in entrambi i casi, il credito della banca centrale può evitare che problemi di liquidità di istituzioni comunque solventi abbiano effetti sistematici sull'intero sistema finanziario. A tale riguardo, è utile riportare la raccomandazione del Fondo Monetario Internazionale (2018, pp. 21-22), formulata nel *Financial System Stability Assessment* dell'area dell'Euro:

"The Eurosystem should further develop a harmonized policy for CCP access to central bank accounts and liquidity provision. There could be extreme circumstances in which CCPs' liquid resources turn out to be insufficient or unavailable, in which case a central bank must step in. Access for all CCPs authorized under EMIR to central bank accounts and liquidity arrangements, under certain conditions, would reduce CCPs' dependence on commercial banks and repo markets for liquidity. The availability of such a safety net in times of market strain is critical to financial stability. Currently the Eurosystem may offer account facilities to European Economic Area (EEA) and non-EEA clearing and settlement entities and may provide liquidity to euro area CCPs. A further harmonized policy is needed for all CCPs, with and without banking licence, addressing also third country CCPs, to ensure a level playing field."

5.1.4 La gamba contante (ancora sul rischio di credito)

Due ulteriori utili classificazioni dei sistemi di regolamento titoli hanno a che vedere con la gamba contante. La prima è relativa all'attività utilizzata quale "contante": da questo punto di vista distinguiamo i sistemi che regolano in moneta di banca centrale dai sistemi che regolano in moneta di banca commerciale. La seconda si riferisce alle modalità di interazione tra il regolamento della gamba titoli e il regolamento della gamba contante: da questo punto di vista distinguiamo i modelli cosiddetti interfacciati dai modelli cosiddetti integrati (si veda il paragrafo 5.1.5).

L'eliminazione del rischio di capitale non implica, di per sé, che l'attività di regolamento sia scevra dal rischio di credito. Un rischio di credito è implicito nell'attività finanziaria utilizzata per il regolamento delle transazioni. In generale, tale attività consiste – dal punto di vista dell'emittente – in una passività bancaria. La banca in questione può essere una banca centrale o una banca commerciale.

Com'è noto, le banche commerciali sono specializzate nella concessione di crediti. Le loro passività sono rischiose, in modo più o meno accentuato a seconda della rischiosità delle loro attività. Per questo motivo le autorità pubbliche hanno espresso una chiara preferenza per il regolamento in **moneta di banca centrale**: ai sensi del regolamento CSDR, il regolamento di una transazione in titoli deve avvenire in moneta

di banca centrale.¹¹⁷ Il regolamento in moneta di banca centrale avviene presso sistemi di pagamento all'ingrosso designati ai sensi della SFD, gestiti dalle banche centrali.

Vi sono tuttavia casi in cui il regolamento in moneta di banca centrale è impossibile – quando un gran numero di partecipanti al depositario centrale non ha accesso alla rispettiva banca centrale nazionale – o, in ogni caso, impraticabile – quando un gran numero di partecipanti al depositario centrale non ha accesso al relativo credito infragiornaliero.¹¹⁸

In questi casi, è necessario ricorrere al regolamento in **moneta di banca commerciale**. Ai fini di riduzione del rischio ed altresì, come vedremo, di aumento dell'efficienza, sono gli stessi depositari centrali che in qualche caso si costituiscono come banca.¹¹⁹ E' il caso dei depositari centrali internazionali (in primo luogo, *Euroclear Bank e Clearstream Banking Luxembourg*).

Tali soggetti – presumibilmente, grazie anche alla *moral suasion* delle autorità di vigilanza nazionali – hanno tradizionalmente limitato la propria attività, in buona sostanza, alla raccolta di depositi e alla concessione di prestiti, di moneta e titoli, nei confronti dei propri partecipanti, esclusivamente al fine di agevolare le attività dei depositari centrali, e in particolare l'attività di regolamento. La specializzazione funzionale è il presupposto per la limitazione del rischio delle loro passività quali attività utilizzate al fine di regolamento.¹²⁰

117 Articolo 40, paragrafo 1.

118 L'articolo 40, paragrafo 1 così recita: "Per le operazioni denominate nella valuta del paese in cui si svolge il regolamento, i CSD regolano i pagamenti in contanti dei suoi sistemi di regolamento titoli attraverso conti aperti presso una banca centrale che emette la valuta pertinente, se pratico o possibile".

119 La fornitura di servizi di tipo "bancario" è specificamente disciplinata in CSDR (Titolo IV). Tra le varie norme ricordiamo: (i) una procedura *ad hoc* per l'autorizzazione a prestare servizi bancari, ulteriore rispetto all'autorizzazione all'attività di depositario centrale (articolo 55); (ii) l'obbligo, per il depositario centrale e, eventualmente, per il soggetto esterno sui cui conti si regola la gamba contante, di essere in possesso di una licenza quale ente creditizio (articolo, 54, paragrafo 3, lettera a), e articolo 54, paragrafo 4, lettera a), rispettivamente, ai sensi della normativa bancaria europea; e (iii) requisiti prudenziali specifici, in materia di liquidità e di collateralizzazione delle esposizioni creditizie (articolo 59).

120 Come indicato in precedenza, il regolamento CSDR prevede alla Sezione C dell'Allegato una lista non esaustiva di servizi accessori di tipo bancario, i quali devono essere "*direttamente connessi ai servizi di base o accessori elencati nelle sezioni A e B*".

La Sezione C dell'Allegato a CSDR definisce il novero delle attività di tipo bancario esercitabili nelle due fattispecie previste all'articolo 54, paragrafo 2 – ossia, fornitura diretta da parte di un depositario centrale e fornitura da parte di una o più banche a tal fine designate da un depositario centrale – in forza delle limitazioni rispettivamente previste all'articolo 54, paragrafi 3, lettera c), e 4, lettera d), di CSDR.

Per ciò che concerne la seconda fattispecie sopra menzionata, in effetti, le banche designate da un depositario centrale sembrerebbero abilitate esclusivamente alla fornitura di servizi di tipo bancario; sicuramente, a loro è fatto esplicito divieto di offrire alcuno dei servizi di base di cui alla Sezione A dell'Allegato a CSDR (articolo 54, paragrafo 4, lettera c).

Tale doppia limitazione del novero delle attività esercitabili da parte delle banche a tal fine designate da un depositario centrale rende questo modello di offerta di servizi di tipo bancario poco plausibile.

5.1.5 Interazione tra il regolamento della gamba titoli e il regolamento della gamba contante (focus su T2S)

In relazione alle modalità di interazione tra il regolamento della gamba titoli e il regolamento della gamba contante, giova preliminarmente osservare che, a prescindere dal modello utilizzato (lordo o netto), il funzionamento di un sistema di regolamento titoli "presuppone" che il sistema di pagamento funzioni su base lorda. Ciò è evidente nel caso dei sistemi di regolamento titoli di tipo lordo, in quanto questi prevedono il trasferimento dei titoli e del contante per ogni singola istruzione di regolamento. Nel caso dei sistemi di regolamento titoli di tipo netto l'utilizzo di un sistema di pagamento di tipo lordo serve a separare le sorti dell'uno dalle sorti dell'altro; in particolare, serve a separare il regolamento delle transazioni in valori mobiliari dal regolamento degli altri pagamenti, stante che il principio DVP opera nel senso di legare il trasferimento dei titoli con il trasferimento del contante.¹²¹

Ciò premesso, come anticipato, i sistemi di regolamento titoli possono essere distinti a seconda che utilizzino un modello interfacciato o un modello integrato. Nei **modelli interfacciati** il regolamento della gamba contante avviene al di fuori del depositario centrale – come abbiamo visto, solitamente, nel sistema dei pagamenti gestito dalla banca centrale. A differenza di quanto avviene per i normali pagamenti – per i quali il potere di disposizione spetta ai partecipanti al sistema di pagamento – per quanto riguarda i pagamenti collegati a transazioni in titoli, il potere di disposizione spetta al depositario centrale.

I modelli interfacciati sono tipicamente utilizzati per i sistemi di regolamento titoli di tipo netto; viceversa, l'applicazione dei modelli interfacciati ai sistemi di regolamento titoli di tipo lordo risulta inefficiente. Per loro natura, infatti, i sistemi di regolamento titoli che funzionano su base lorda necessitano di una relazione continua – istruzione di regolamento per istruzione di regolamento – tra sistema di regolamento titoli e sistema dei pagamenti. Tale relazione continua tra sistema di regolamento titoli e sistema dei pagamenti risulta molto laboriosa.

Per questo motivo, i sistemi di regolamento titoli di tipo lordo e i corrispondenti sistemi di pagamento, nella parte relativa al regolamento della gamba contante delle istruzioni generate dai suddetti sistemi di regolamento titoli, sono spesso gestiti nell'ambito di un'unica piattaforma tecnologica. In questo caso si parla di **modelli integrati** in quanto il regolamento delle gambe titoli e contante avviene, da un punto di vista tecnico, nell'ambito di un'unica piattaforma tecnologica.

Fino all'implementazione di *TARGET2-Securities* ("T2S", si veda *infra*), l'utilizzo di modelli integrati è stato prevalente nel caso di regolamento in moneta di banca commerciale nel quale, come già osservato, il depositario centrale ha licenza bancaria ed esegue il regolamento della gamba contante a valere sui conti da esso stesso detenuti. Per quanto riguardava, invece, il caso di regolamento in moneta di banca centrale,

¹²¹ In caso contrario, infatti – ossia, nel caso di utilizzo di un sistema di pagamenti di tipo netto – l'inadempimento di un partecipante al sistema dei pagamenti si tradurrebbe, come visto sopra, nella mancata conclusione del regolamento nell'ambito del sistema dei pagamenti medesimo e, conseguentemente, nella mancata conclusione del regolamento nell'ambito del sistema di regolamento titoli.

la maggior parte dei sistemi utilizzava un modello interfacciato. Solo alcuni depositari centrali – ossia, *Euroclear France*, *Euroclear Netherlands* e *Euroclear Belgium*, tutti facenti parte del gruppo Euroclear – utilizzavano un modello integrato, nell'ambito del quale ciascuna banca centrale nazionale (*Banque de France*, *De Nederlandsche Bank* e *Banque Nationale de Belgique*) dava in *outsourcing* la gestione dei conti contante al rispettivo depositario centrale.

I modelli integrati con regolamento in moneta di banca centrale si concretizzano nell'utilizzo di un conto dedicato al regolamento della gamba contante delle istruzioni generate dai sistemi di regolamento titoli. Il passo successivo consiste nell'integrazione nell'ambito della piattaforma unica di regolamento della gamba titoli e della gamba contante delle funzionalità per la concessione del credito infragiornaliero da parte della banca centrale, alle condizioni da essa previste.

Come abbiamo già visto, la concessione di credito infragiornaliero da parte delle banche centrali serve a mitigare le elevate esigenze di liquidità tipiche dei sistemi di pagamento di tipo lordo. L'integrazione delle funzionalità per la concessione del credito infragiornaliero nell'ambito della piattaforma unica di regolamento della gamba titoli e della gamba contante permette di contenere in maniera efficiente le elevate esigenze di liquidità tipiche dei sistemi di regolamento titoli di tipo lordo.

Può essere utile, a questo punto, prima di passare alla descrizione di T2S, quale modello integrato con regolamento in moneta di banca centrale, accennare brevemente al contesto europeo dei depositari centrali, nell'ottica dell'attività di regolamento e dell'interazione tra sistemi di regolamento titoli e sistemi di pagamento.

Il contesto europeo dei depositari centrali è caratterizzato dalla presenza:

- di almeno un depositario centrale (nazionale) in ciascuno Stato membro (con alcune limitate eccezioni), con regolamento in moneta di banca centrale e specializzazione nell'attività domestica;¹²²
- dei depositari centrali internazionali *Euroclear Bank* e *Clearstream Banking Luxembourg*, con regolamento in moneta di banca commerciale (sui propri conti) e specializzazione nel mercato degli *eurobond* e nell'attività transfrontaliera.

Ciascun depositario centrale (nazionale) opera uno o più sistemi di regolamento titoli designati ai sensi della SFD.¹²³ Il regolamento in moneta di banca centrale avviene presso sistemi di pagamento all'ingrosso designati ai sensi della SFD, gestiti

122 Non sono presenti depositari centrali in Irlanda, Estonia e Lituania. Per l'Irlanda vi sono due depositari centrali di riferimento, stabiliti nel Regno Unito (*Euroclear UK & Ireland*), per ciò che concerne i titoli *corporate*, e in Belgio (*Euroclear Bank*, depositario centrale internazionale, cfr. *infra*), per quanto riguarda i titoli governativi e gli ETF (*exchange-traded fund*); per Estonia e Lituania il depositario centrale di riferimento è stabilito in Lettonia (*Nasdaq CSD*).

L'operatività di *Euroclear UK & Ireland* in Europa a partire dal 1° gennaio 2021 è soggetta ai requisiti previsti da CSDR in relazione ai depositari centrali stabiliti in un Paese terzo (articolo 25). A tal proposito, ESMA ha annunciato che *Euroclear UK & Ireland* sarà riconosciuto in via temporanea, per il periodo 1° gennaio – 30 giugno 2021.

123 Tra i depositari centrali che operano più di un sistema di regolamento titoli ricordiamo *Euroclear UK & Ireland*, il quale opera due sistemi di regolamento titoli (uno per i titoli UK e l'altro per i titoli *corporate* irlandesi), e *Nasdaq CSD*, il quale opera tre sistemi di regolamento titoli (per i titoli lettoni, estoni e lituani, rispettivamente), per citare solo i sistemi disciplinati dalla legge di Stati membri diversi.

dalle rispettive banche centrali. Per ciò che concerne l'area dell'euro, valgono alcune considerazioni specifiche.

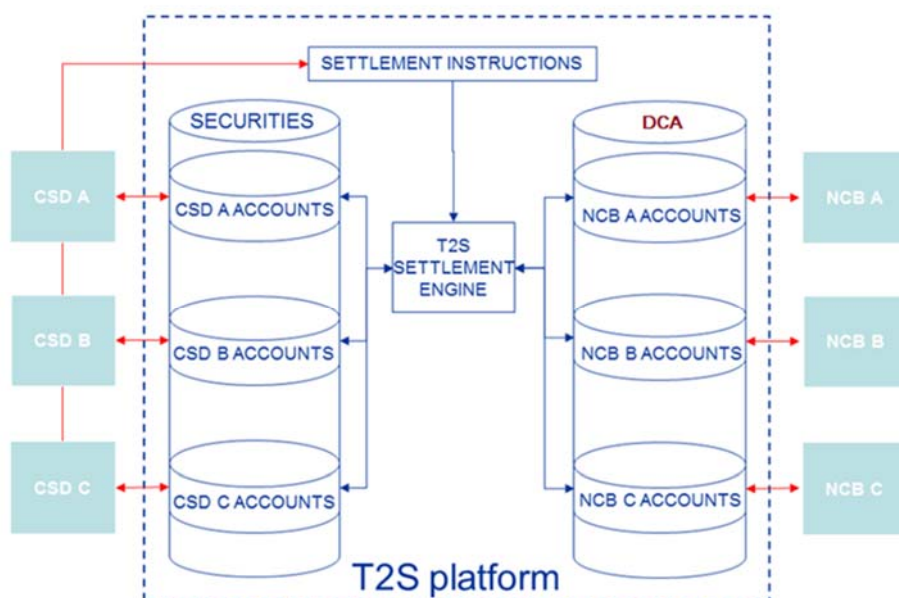
In primo luogo, il regolamento della gamba contante avviene presso TARGET2, il sistema di pagamento all'ingrosso di tipo lordo gestito dall'Eurosistema. Seppure, da un punto di vista giuridico, TARGET2 sia costituito da una molteplicità di sistemi di pagamento designati ai sensi della SFD, esso è, di fatto, un sistema di pagamento unico, in quanto i suddetti sistemi di pagamento sono supportati da un'unica piattaforma tecnologica e sono soggetti alle medesime regole.

In secondo luogo, l'interazione tra i sistemi di regolamento titoli e TARGET2 rientra nella categoria dei modelli integrati, laddove l'integrazione avviene per il tramite della piattaforma T2S, anch'essa gestita dall'Eurosistema. Come si vede dal grafico 5, in T2S sono presenti sia i conti titoli, che i conti contante, questi ultimi denominati "*dedicated cash account*" ("DCA") proprio perché sono dedicati al regolamento della gamba contante delle istruzioni generate dai sistemi di regolamento titoli.

A differenza di quanto avveniva in passato, quando erano le banche centrali nazionali (*Banque de France*, *De Nederlandsche Bank* e *Banque Nationale de Belgique*) a dare in *outsourcing* la gestione dei conti contante al rispettivo depositario centrale (*Euroclear France*, *Euroclear Netherlands* e *Euroclear Belgium*), nel caso di T2S, sono i depositari centrali a dare in *outsourcing* all'Eurosistema la gestione dei conti titoli, sulla base di un contratto denominato *Framework Agreement*. E' per questo motivo che il modello integrato di T2S è denominato *reverse integrated model*.¹²⁴ Simmetricamente, le banche centrali nazionali partecipanti – in primo luogo, le banche centrali nazionali dell'Eurosistema – danno in *outsourcing* a T2S la gestione dei conti per il regolamento della gamba contante delle istruzioni di regolamento processate da T2S.

124 *Advisory Group on Market Infrastructures for Securities and Collateral* (2017, p. 44).

Grafico 5 – T2S



Fonte: Rielaborazione da Banca Centrale Europea

Partecipano a T2S la maggior parte dei depositari centrali stabiliti nell'area dell'euro che regolano in moneta di banca centrale (euro); partecipano altresì depositari centrali europei stabiliti fuori dall'area dell'euro (il depositario centrale danese, *VP Securities*, e i depositari centrali rumeno e ungherese), oltre al depositario centrale svizzero, almeno inizialmente, limitatamente all'operatività in euro.¹²⁵ Complessivamente, partecipano a T2S 21 depositari centrali e 20 Paesi.¹²⁶

Almeno inizialmente, l'unica valuta di regolamento accettata da T2S era, appunto, l'euro. Ciò non vuol dire che T2S non sia in grado di regolare istruzioni denominate in valute diverse dall'euro; al contrario, previo accordo tra la banca centrale di

¹²⁵ Corrispondentemente, vi partecipano le banche centrali nazionali dell'Eurosistema, sui cui conti si regola la gamba contante delle istruzioni di regolamento processate da T2S.

¹²⁶ Sono rappresentati tutti i Paesi dell'area dell'Euro, ad eccezione di Irlanda, Cipro e Finlandia. A tal ultimo riguardo, il 30 ottobre 2019, *Euroclear Finland* ha annunciato che migrerà a T2S nel novembre 2022. Il periodo previsto per la migrazione è stato recentemente posticipato a settembre 2023, in linea con il posticipo di altri progetti infrastrutturali, causati dalla pandemia da COVID-19.

Inoltre, il 14 novembre 2019, *Euroclear Bank* (uno dei due depositari centrali internazionali) ha pubblicato un comunicato stampa intitolato "*Euroclear Bank intending to join ECB's Target2-Securities platform*", nel quale ha annunciato l'intenzione di offrire ai propri partecipanti – con riferimento alle istruzioni di regolamento denominate in euro – la scelta tra il regolamento in moneta di banca commerciale (sui propri conti), ad oggi unica opzione disponibile, e il regolamento in moneta di banca centrale. A tal ultimo proposito, *Euroclear Bank* dichiara che è in corso di valutazione l'opzione di partecipare a T2S.

Dubbi sorgono in merito alla compatibilità di tale approccio, in cui il regolamento in moneta di banca centrale è opzionale per i partecipanti di *Euroclear Bank*, e le regole di partecipazione a T2S, come stabilite nel *Framework Agreement*.

emissione e l'Eurosistema (cosiddetto *Currency Participation Agreement*), T2S può regolare istruzioni denominate in qualsiasi valuta. E infatti, a partire dal 27 ottobre 2018, T2S regola anche istruzioni denominate in corone danesi, previa partecipazione a T2S della banca centrale danese, per conto di *VP Securities*).

T2S adotta un modello di regolamento di tipo ibrido, il quale coniuga al regolamento di tipo lordo le classiche funzionalità tese a ridurre le risorse necessarie a regolare un dato numero e/o controvalore di istruzioni di regolamento (*technical netting* e parzializzazione delle istruzioni); fondamentali sono, inoltre, al fine di contenere in maniera efficiente le elevate esigenze di liquidità tipiche dei sistemi di regolamento titoli di tipo lordo, le funzionalità di *auto-collateral*, con le quali l'Eurosistema concede credito infragiornaliero direttamente nell'ambito della piattaforma unica di regolamento della gamba titoli e della gamba contante.

Se da un punto di vista tecnico, T2S integra in un'unica piattaforma il regolamento della gamba titoli e il regolamento della gamba contante, da un punto di vista giuridico, il regolamento avviene nei sistemi di regolamento titoli e nei corrispondenti sistemi di pagamento designati ai sensi della SFD e operati dai depositari centrali e dalle banche centrali nazionali, rispettivamente. D'altra parte, stante l'unicità della piattaforma di regolamento, T2S consente l'equiparazione tecnica del regolamento *cross-border* al regolamento domestico. Per poter effettuare il regolamento *cross-border* o, più precisamente, *cross-CSD*, è necessario che i due depositari centrali coinvolti siano in qualche modo "collegati"; per esempio, un depositario centrale partecipa in veste di *investor CSD* all'altro, il quale tipicamente opera in qualità di *issuer CSD*; oppure i due depositari centrali partecipano entrambi (in veste di *investor CSD*) ad un terzo (il quale tipicamente opera in qualità di *issuer CSD*). L'unicità della piattaforma per il regolamento fa sì che, a differenza di quanto avviene fuori da T2S, il regolamento avvenga direttamente sui conti dei partecipanti presso i depositari centrali coinvolti. Nonostante le aspettative iniziali in senso contrario, le percentuali di regolamento *cross-CSD* sono rimaste estremamente basse: nel 2019, le medie giornaliere sono state pari all'1% (circa) in termini di numero di istruzioni di regolamento e al 2% in termini di controvalore.¹²⁷

5.1.6 La disciplina di regolamento ("*settlement discipline*") – focus su *buy-in*

CSDR prevede una serie di misure in tema di disciplina del regolamento (o "*settlement discipline*"). Tali misure, volte a favorire il regolamento delle transazioni in valori mobiliari, si differenziano in misure *ex ante* ("*Misure per prevenire i mancati regolamenti*") e misure *ex post* ("*Misure per la gestione dei mancati regolamenti*").¹²⁸ Le

127 *European Central Bank-Eurosystem* (2020, paragrafo 1.6).

128 Le prime sono previste all'articolo 6 di CSDR e sono specificate al Capo II del regolamento delegato (UE) 2018/1229, in tema di disciplina del regolamento ("*regolamento delegato in materia di *settlement discipline**"); le seconde sono previste all'articolo 7 di CSDR e sono specificate al Capo III del regolamento delegato in materia di *settlement discipline*.

prime ricomprendono misure quali la verifica delle istruzioni di regolamento o la cancellazione bilaterale delle medesime. Le seconde includono principalmente: (i) l'applicazione di penali pecuniarie alle istruzioni di regolamento non regolate ("fail"); e (ii) l'acquisto forzoso dei titoli non consegnati (cosiddetto "buy-in"). Nel proseguo di questo paragrafo ci soffermiamo sulle due misure principali per la gestione dei mancati regolamenti testé menzionate, in particolare sul *buy-in*.

CSDR prevede l'applicazione di penali in capo ai partecipanti – in prima approssimazione, ad un depositario centrale – che hanno causato i mancati regolamenti ("partecipanti in fail"), a favore dei partecipanti che hanno subito i fail ("partecipanti in bonis"), per ogni giornata in cui un'istruzione non è regolata. Le penali consistono in un importo monetario variabile in proporzione del controvalore non regolato, sulla base di percentuali diverse a seconda del tipo di attività – ossia, categorie di titoli e contante – e della liquidità (nel caso specifico delle azioni).¹²⁹ Obiettivo precipuo del sistema di penali di CSDR è, dunque, di disincentivare i fail, tramite l'imposizione di costi aggiuntivi in capo ai partecipanti in fail.

Qualora l'istruzione non sia regolata entro un certo numero di giorni successivi alla data di regolamento contrattualmente prevista o ISD ("periodo di proroga" o "extension period"), CSDR prevede un regime di *buy-in* obbligatorio, ossia un obbligo alla consegna dei titoli, o un risarcimento in contanti, sulla base delle regole stabilite sia a livello primario che a livello secondario. Queste prevedono, tra l'altro, che "se la procedura di acquisto forzoso non va a buon fine o l'acquisto forzoso non è possibile [entro quello che potremmo definire "periodo di esecuzione"], il partecipante destinatario può scegliere di ricevere un risarcimento in contanti o di rinviare l'esecuzione dell'acquisto forzoso a una data successiva adeguata («periodo di differimento»). Se gli strumenti finanziari pertinenti non sono consegnati al partecipante destinatario alla fine del periodo di differimento, è corrisposto il risarcimento in contanti."¹³⁰ Si prevede altresì la nomina di un soggetto terzo per l'esecuzione del *buy-in* ("buy-in agent"), per tutte le categorie di transazioni.¹³¹

Obiettivo del *buy-in* è, o dovrebbe essere, di garantire la consegna dei titoli al prezzo contrattualmente stabilito e, dunque, di garantire l'equivalenza finanziaria per entrambi le parti nel caso di variazione dei prezzi nell'intervallo di tempo che intercorre

129 Si veda l'Allegato al regolamento delegato (UE) n. 2017/389.

130 Articolo 7, paragrafo 7, comma 1.

Il periodo di proroga è pari a: (i) 4 giorni lavorativi, per le azioni garantite da controparti centrali e per le azioni liquide ai sensi del regolamento (UE) 600/2014 ("MiFIR"); (ii) 15 giorni, per gli strumenti finanziari negoziati su un mercato di crescita per le PMI; e (iii) 7 giorni lavorativi, per tutte le altre categorie di strumenti finanziari.

Il periodo di esecuzione e il periodo di differimento sono entrambi pari a: (i) 4 giorni lavorativi, per le azioni liquide ai sensi di MiFIR; e (iii) 7 giorni lavorativi, per tutte le altre categorie di strumenti finanziari.

131 Articoli 27, paragrafo 1, 29, paragrafo 1, e 31, paragrafo 1, del regolamento delegato in materia di *settlement discipline*, applicabili, rispettivamente, alle tre categorie di transazioni previste da CSDR: (i) transazioni garantite da controparte centrale; (ii) transazioni di mercato (non garantite da controparte centrale); e transazioni OTC (non garantite da controparte centrale). Per ciò che concerne le prime, l'articolo 27, paragrafo 1, prevede – in alternativa alla nomina del *buy-in agent* – il meccanismo dell'asta. Nelle altre due fattispecie, la nomina del *buy-in agent* è l'unica alternativa possibile ed è obbligatoria.

tra la data di negoziazione e la data di esecuzione del *buy-in*.¹³² Più precisamente, qualora il *buy-in* sia eseguito ad un prezzo più elevato rispetto al prezzo contrattualmente stabilito, la parte acquirente (*in bonis*) viene compensata di tale differenza o, in ogni caso, paga un prezzo pari nel complesso a quello contrattualmente stabilito; in entrambe le circostanze, la parte acquirente non subisce le conseguenze dell'incremento di prezzo.

La data di applicazione delle misure in tema di *settlement discipline* non è definita in CSDR, il quale rimanda alla data di entrata in vigore del relativo regolamento delegato.¹³³ Quest'ultima è stata originariamente fissata al 13 settembre 2020¹³⁴ e successivamente posticipata al 1° febbraio 2021¹³⁵. Infine, in data 26 agosto 2020, l'ESMA ha presentato alla Commissione europea un progetto di norme tecniche di regolamentazione al fine di posticipare ulteriormente la data di entrata in vigore del regolamento delegato in materia di *settlement discipline*, portandola al 1° febbraio 2022.¹³⁶ Il progetto dell'ESMA è stato adottato dalla Commissione europea in data 23 ottobre 2020 (regolamento delegato (UE) 2021/70).

Il progetto dell'ESMA di posticipare di un ulteriore anno la data di applicazione delle misure in tema di *settlement discipline* è stato influenzato dalle numerose lettere pervenute dall'industria nel 2020, in particolare nel periodo maggio-luglio, sul tema delle penali e del *buy-in*.¹³⁷ Mentre alcune lettere chiedevano un posticipo della data di applicazione delle norme in materia di *settlement discipline* quale opzione di *first best*, altre lo consideravano un *second best* e altre ancora evidenziavano l'impossibilità per l'industria di conformarsi alle suddette norme per la data (prevista) del 1° febbraio 2021.

Tale varietà di vedute può essere semplificata nel modo seguente, sulla base della considerazione generale che, di tutte le misure in tema di *settlement discipline*, la più controversa – l'unica veramente e decisamente controversa – è quella in tema di *buy-in*.¹³⁸ Le norme in tema di penali sono state generalmente accettate come uno

132 Come vedremo, nel regime di *buy-in* previsto da CSDR, ciò non è sempre vero nel caso di riduzione dei prezzi nell'intervallo di tempo che intercorre tra la data di negoziazione e la data di esecuzione del *buy-in*.

133 Articolo 76, paragrafo 4 e paragrafo 5, comma 1.

134 Articolo 42, del regolamento delegato in materia di *settlement discipline*.

135 Articolo 1, del regolamento delegato (UE) 2020/1212. La ragione del posticipo è da ricercare nel ritardo dei depositari centrali nell'implementazione del meccanismo delle penali, a causa principalmente della tempistica di rilascio della messaggistica ISO, la quale prevede delle scadenze temporali precise (nel caso di specie, novembre 2020). Si veda anche il considerando 2 del citato regolamento delegato.

136 ESMA (August 2020). Il progetto dell'ESMA di posticipare di un ulteriore anno la data di applicazione delle misure in tema di *settlement discipline* è stato sollecitato dalla medesima Commissione (p. 4) ed è dovuta, in base al considerando 3 del citato progetto di norme tecniche di regolamentazione, alle difficoltà incontrate dall'industria durante il picco della pandemia da COVID-19 a portare avanti i progetti di implementazione delle suddette misure.

137 Si veda, p.e., AFME *et alter* (2020).

138 Tale affermazione merita un'importante qualificazione con riferimento all'ambito oggettivo di applicazione di penali e *buy-in* – ossia, la tipologia di operazioni alle quali le due misure di *settlement discipline* si applicano. A tal proposito ricordiamo la posizione congiunta FIA-ISDA (2020), relativa alle istruzioni di regolamento connesse alle transazioni in derivati – ossia, il trasferimento di titoli a titolo di margini e di regolamento finale con consegna del sottostante. Con

strumento utile al fine di migliorare le *performance* di regolamento; vi era evidentemente un problema di mancanza di preparazione dell'industria, problema acuito dalla pandemia da COVID-19, che ha costretto l'industria a concentrarsi sulla gestione ordinaria, a scapito della dimensione progettuale. Tale problema dovrebbe essere stato superato con l'ulteriore differimento dell'entrata in vigore delle norme in materia di *settlement discipline* al 1° febbraio 2022.¹³⁹ Al contrario, per ciò che concerne le norme in tema di *buy-in*, la medesima problematica di mancanza di preparazione si accompagna ad un atteggiamento di contrarietà di gran parte dell'industria all'applicazione delle suddette norme alle transazioni non garantite da controparte centrale e, in particolare, alle transazioni OTC.

Le motivazioni, sintetizzate nelle pagine che seguono, alla base della contrarietà di gran parte dell'industria all'applicazione delle norme CSDR in materia di *buy-in* alle transazioni non garantite da controparte centrale possono essere raggruppate in due macro categorie:

1. la natura obbligatoria del regime di *buy-in*; e
2. alcuni elementi specifici della procedura tassativamente prevista di esecuzione del *buy-in*¹⁴⁰.

Come abbiamo visto, in base a CSDR, la procedura di *buy-in* deve essere attivata nel caso in cui i titoli venduti non siano consegnati alla parte acquirente entro la fine del periodo di proroga o *extension period*. L'incapacità per un soggetto di consegnare i titoli venduti dipende sostanzialmente (e banalmente) dall'indisponibilità dei titoli. Per un *market maker* l'indisponibilità dei titoli deriva dalla circostanza che questi operi anche su titoli non in portafoglio – al fine di limitare da una parte i rischi e dall'altra i costi (di *funding* e quelli derivanti dai requisiti di capitale applicabili) – così aumentando la liquidità dei titoli in questione. Ma anche un investitore che sia "proprietario" dei titoli venduti può trovarsi in una situazione di indisponibilità dei titoli; ciò si verifica quando i titoli venduti siano stati dati a prestito (con possibilità di richiamo a vista), qualora i titoli richiamati non siano consegnati in tempo utile.

riferimento a tali istruzioni, FIA e ISDA propongono la non applicazione di entrambe le misure, seppure le argomentazioni a sostegno delle loro tesi si riferiscano soprattutto al *buy-in* (e solo in minima parte alle penali). Una posizione simile è espressa dall'EACH con riferimento ai *repo*.

¹³⁹ Questo non vuol dire che non permangano problemi nel regime delle penali come definito nel regolamento delegato in materia di *settlement discipline*. In questa sede vale la pena di menzionarne due (EACH, 2021; ECSDA, 2021): (i) la mancanza di un *database* unico dal quale poter reperire tutte le informazioni necessarie alla gestione del regime delle penali, in particolare le informazioni relative ai titoli ai quali il regime si applica e quelle relative ai prezzi necessari a valorizzare gli ammontari su cui applicare le penali; e (ii) le modalità peculiari di applicazione delle penali alle istruzioni di regolamento per le quali il partecipante in consegna o in ritiro sia una controparte centrale, come definite, in maniera del tutto arbitraria, dall'articolo 19 del regolamento delegato in materia di *settlement discipline*, rubricato appunto "Meccanismo di penalizzazione se il partecipante è una CCP", con implicazioni negative in termini di efficienza e di rischio (operativo e legale).

La consultazione recentemente avviata dai servizi della Commissione europea per una possibile rivisitazione di alcuni aspetti della disciplina CSDR (cfr. *infra*) apre uno spiraglio per la soluzione di alcuni problemi, anche se, per taluni altri, si riproporrà inevitabilmente la questione tempo!

¹⁴⁰ Anche alcuni degli elementi specifici della procedura tassativamente prevista di esecuzione del *buy-in* per le transazioni garantite da controparte centrale possono essere considerati problematici.

Ora, l'esecuzione del *buy-in* implica dei costi per la parte inadempiente (il venditore), nell'ambito dei quali si possono distinguere: (i) i costi di esecuzione del *buy-in*, che includono le commissioni del *buy-in agent* laddove utilizzato, ma la cui nomina è prevista obbligatoriamente in CSDR per le transazioni non garantite da una controparte centrale (cfr. *infra*); e (ii) i costi legati all'operare del cosiddetto "*buy-in premium*", tanto più elevato quanto minore è la liquidità del titolo in questione, che si concretizza in un incremento del prezzo a cui può essere eseguito un *buy-in*. Il *buy-in premium* dipende – oltre che dal meccanismo denominato "*guaranteed delivery*" (i titoli sono venduti con l'assoluta garanzia che saranno consegnati ad ISD) – dalla circostanza che l'informazione sull'esistenza di un *buy-in*, eventualmente valorizzata dalla nomina di un *buy-in agent*, o comunque l'informazione dell'esistenza di un *distressed buyer* fa sì che i potenziali venditori siano disposti a vendere a prezzi più elevati di quelli a cui sarebbero stati disposti a vendere in assenza del *buy-in*.

A causa del *buy-in premium*, l'esecuzione di *buy-in* ha un impatto sull'integrità dei mercati, che dipende, oltre che dalla liquidità del titolo in questione, dalle condizioni prevalenti di volatilità dei mercati e dalla frequenza dei *buy-in*.¹⁴¹ Un regime di *buy-in* obbligatorio può aumentare la frequenza del *buy-in* ed esacerbare l'impatto del *buy-in premium* sui *market maker* (e sulla parte venditrice in generale); al fine di mitigare il rischio di dover sopportare i costi associati al *buy-in* obbligatorio:

- i *market maker* potrebbero aumentare lo *spread* a cui sono disposti a operare, aumentando i prezzi a cui sono disposti a vendere e riducendo i prezzi a cui sono disposti ad acquistare, o al limite potrebbero decidere di discontinuare la propria attività su determinati titoli, con la conseguenza di ridurre ulteriormente la liquidità, quantomeno per i titoli meno liquidi;
- gli investitori potrebbero avere meno incentivi a dare i propri titoli a prestito, in questo modo riducendo l'attività di *short selling* e, per questa via la liquidità (una vendita in meno oggi causa un acquisto in meno domani).

Tutto ciò implica che un regime di *buy-in* obbligatorio non è necessariamente ottimale dal punto di vista dell'integrità dei mercati.

Sulla base delle considerazioni precedenti, si sostiene che il principale problema della disciplina CSDR in tema di *buy-in* è che essa non ammette deroghe, se non il diritto alla cancellazione bilaterale (delle istruzioni non regolate entro la fine dell'*extension period*); più precisamente, che l'essenza del problema della disciplina CSDR in tema di *buy-in* è la sua natura obbligatoria. Ciò contrasta con la natura discrezionale del regime di *buy-in* previsto nella contrattualistica generalmente applicabile alle transazioni OTC; in tale ambito, il *buy-in* è un diritto e non un dovere. Ciò garantisce flessibilità nella decisione di esecuzione del *buy-in* e, eventualmente, nella relativa tempistica. A loro volta, tali forme di flessibilità permettono:

¹⁴¹ L'obiettivo di minimizzare il numero di *buy-in* è riconosciuto in CSDR; si veda il considerando 19 e l'articolo 7, paragrafo 10, comma 3. Tuttavia, lo strumento previsto – facoltà per i depositari centrali di monitorare l'esecuzione dei *buy-in* "rispetto a istruzioni di regolamento multiple sugli stessi strumenti finanziati e con la stessa data di scadenza del periodo di proroga" – non è efficace.

- in primo luogo, di rendere massimamente efficace l'operatività del meccanismo cosiddetto di *pass-on*, che consiste nella possibilità di trasferire l'onere dell'esecuzione del *buy-in* lungo una catena di transazioni collegate (il venditore inadempiente è a sua volta compratore della medesima categoria di titoli, in tutto o in parte) e che dunque permette di eseguire un solo *buy-in*, in luogo di una molteplicità di *buy-in*, in capo al venditore ultimo; ciò in quanto la flessibilità della procedura permette che siano ricomprese nelle catene tutte le transazioni (sulla medesima categoria di titoli) non regolate, a prescindere dalla ISD;
- in secondo luogo, di evitare l'esecuzione del *buy-in* se non strettamente necessaria; l'investitore (istituzionale) è generalmente interessato alle conseguenze economiche derivanti dall'acquisto di un determinato titolo – conseguenze che sono garantite anche in pendenza di *fail* dal lato del venditore – e dunque non è generalmente interessato all'esecuzione del *buy-in*; solo in casi limitati, funzionalmente all'esercizio di determinati diritti sociali (tipicamente la partecipazione in assemblea), l'investitore è interessato a ricevere i titoli nei tempi previsti o comunque in tempo utile all'esercizio del diritto sociale in questione;
- conseguentemente, di minimizzare il *buy-in premium* e, in generale, l'impatto sulla parte venditrice, cosa particolarmente rilevante, come abbiamo visto, nel caso di soggetti che operano in qualità di *market maker*, in quanto incide sulle condizioni di liquidità del relativo "mercato"; e
- in definitiva, di limitare l'impatto sull'integrità dei mercati.

Se è vero che l'essenza del problema della disciplina CSDR in tema di *buy-in* è la sua natura obbligatoria, è altresì vero che tale disciplina contiene diversi aspetti problematici, relativi ad elementi specifici della procedura tassativamente prevista di esecuzione del *buy-in*, che potrebbero essere migliorati, pur mantenendo il carattere obbligatorio del regime di *buy-in* ivi previsto. Alcuni degli aspetti problematici delle norme CSDR in tema di *buy-in* sono di seguito brevemente riportati:

- **asimmetria nei flussi di pagamento**, in conseguenza della quale non è garantita l'equivalenza finanziaria per le parti: nel caso di incremento del prezzo, la parte acquirente paga un prezzo pari nel complesso a quello contrattualmente stabilito; nel caso di riduzione del prezzo, questa va a beneficio della medesima parte acquirente; ciò è equivalente, da un punto di vista economico, alla fornitura a costo zero di un'opzione *put* dalla parte venditrice alla parte acquirente, che diventa efficace in caso di *buy-in*;

gli effetti di questa problematica sembrano però sopravvalutati in quanto l'ambito di applicazione della norma è limitato: (i) ai *buy-in* su titoli azionari; e (ii) specificamente alle "differenze di prezzo",¹⁴²

142 Articolo 7, paragrafo 6: "*Fatto salvo il meccanismo di penalizzazione di cui al paragrafo 2, quando il prezzo delle azioni concordato al momento della negoziazione è superiore al prezzo versato per l'esecuzione della procedura di acquisto*

- la circostanza che CSDR si riferisca principalmente ai partecipanti (ad un depositario centrale) implica l'attribuzione di un certo grado di responsabilità ai "partecipanti inadempienti" nei confronti dei "partecipanti destinatari"; tuttavia, sebbene sia associato a mancati regolamenti presso il depositario centrale, il *buy-in* è gestito a livello di controparti di negoziazione (o di controparte centrale per le transazioni garantite);¹⁴³
- l'obbligo di nominare un *buy-in agent*, con i connessi costi diretti e indiretti;¹⁴⁴ e
- la previsione di un obbligo di risarcimento in contanti, una volta esaurito il periodo di esecuzione e l'eventuale periodo di proroga, quando invece la parte acquirente potrebbe essere comunque interessata alla consegna dei titoli, seppure non necessariamente nei tempi previsti.

A ciò si aggiunga l'obbligo di contrattualizzare tutte le previsioni CSDR in materia di *buy-in* – in capo ai partecipanti ai depositari centrali, ai loro clienti e lungo l'intera catena di detenzione – che ha natura extra-territoriale, e da cui deriva la necessità di modificare tutti i contratti in essere, con costi enormi per l'industria e difficoltà di implementazione nei confronti dei soggetti non UE.¹⁴⁵ Questo aspetto della disciplina CSDR in tema di *buy-in* può forse essere considerato come strettamente connesso alla sua natura obbligatoria, ma può anche essere paragonato agli elementi specifici poc'anzi considerati della disciplina e dunque, in quanto tale, modificabile e, al limite, eliminabile.

forzoso, la relativa differenza è corrisposta dal partecipante inadempiente al partecipante destinatario ..." (sottolineatura aggiunta).

Che non si tratti di un errore di *drafting* nel verso dei pagamenti, come sostenuto da ICMA (2018, p. 6), è, ad avviso dello scrivente, chiaro dall'*incipit* della norma ("Fatto salvo il meccanismo di penalizzazione di cui al paragrafo 2"), da cui si evince l'intento di "penalizzazione". D'altra parte, è altresì evidente che, per qualche oscuro motivo, la norma si riferisce esclusivamente alle "azioni". Di tale limitazione non vi è traccia nei documenti citati dell'ICMA e delle altre associazioni.

Secondo ICMA (2018, p. 6) e AFME (2021, p. 4), l'asimmetria nei flussi di pagamento si applica altresì al "risarcimento in contanti" (articolo 7, paragrafo 7). Nel caso del paragrafo 7, però, non vi è nulla nel *wording* utilizzato che legittimi questa posizione, se non – a volerlo trovare – il fatto che l'approccio asimmetrico non è esplicitamente vietato. La lettera della norma contenuta nel paragrafo 6 rende però questa interpretazione poco plausibile.

143 Tale caratteristica precipua del *buy-in* è stata riconosciuta dal regolamento delegato in materia di *settlement discipline*, il quale ha cercato di circoscrivere al massimo il ruolo dei partecipanti al depositario centrale, nei limiti resi possibili dal *wording* utilizzato all'articolo 7 di CSDR e specificamente ai paragrafi 6 ("differenza di prezzo"), 7 ("risarcimento in contanti") e 8 ("costi"). Il risultato è un *patchwork* di responsabilità in base al quale, con riferimento alle transazioni non garantite da controparte centrale, la responsabilità ultima – nel caso in cui le controparti di negoziazione siano inadempienti – ricade comunque sui partecipanti inadempienti per ciò che concerne la differenza di prezzo e i costi associati al *buy-in* (ma non per il risarcimento in contanti). Si veda il considerando 35 del regolamento delegato in materia di *settlement discipline*.

144 Articolo 29, paragrafo 1 e, per quanto concerne in particolare le transazioni OTC, articolo 31, paragrafo 1, del regolamento delegato in materia di *settlement discipline*.

145 Articolo 25 ("Accordi contrattuali e procedure"), del regolamento delegato in materia di *settlement discipline*.

Sulla base di queste, e altre considerazioni, ICMA (2018) dà dei consigli pratici agli investitori europei al fine di evitare gli effetti negativi del regime di *buy-in* obbligatorio previsto da CSDR, tra i quali merita di essere ricordato il seguente ("Tip 5", p. 10): "*avoid settling on EU regulated CSDs (as well as EU trading venues and CCPs)*"!

La conseguenza, secondo ICMA, sarà una riduzione della liquidità sui *global bond* sui mercati UE a favore di quelli extra-UE, con possibili effetti anche sulle decisioni degli emittenti circa il luogo di emissione.

A completare il quadro delle problematiche connesse al regime di *buy-in* obbligatorio previsto da CSDR, si consideri infine che tale regime mal si adatta a determinate istruzioni di regolamento, come per esempio quelle associate a contratti che si compongono di più transazioni (tra cui i contratti *repo*) – esentate da CSDR, ma solo quando la ISD della seconda transazione è fissata entro trenta giorni lavorativi dalla ISD della prima transazione – e quelle associate a trasferimento di titoli a titolo di margini, per le quali si applicano le regole specifiche previste nelle relative contrattualistiche.

Anche senza necessariamente voler dare pieno credito alle conclusioni raggiunte dall'ICMA, le problematiche connesse all'implementazione di un regime di *buy-in* obbligatorio con riferimento alle transazioni non garantite da controparte centrale e, in particolare, alle transazioni OTC, come sopra sintetizzate, sono serie e andrebbero attentamente considerate. *De minimis*, il rischio è che tale regime possa ridurre la liquidità dei titoli e amplificare la variabilità dei prezzi, quantomeno per i titoli meno liquidi.

Se, da una parte, è difficile valutarne con precisione la rilevanza, è sicuramente auspicabile, come richiesto da alcune associazioni nelle lettere in precedenza menzionate, che la Commissione europea confermi l'utilità del regime di *buy-in* obbligatorio previsto da CSDR, sottoponendolo ad una (scrupolosa e) rinnovata analisi costi-benefici. Probabilmente andrebbe invertito l'onere della prova: anche in considerazione dell'applicazione del regime delle penali, in base al quale la penalizzazione è proporzionale al numero di giorni in cui un'istruzione non è regolata, quali sono i benefici che potrebbero derivare da un regime di *buy-in* obbligatorio relativamente alle transazioni non garantite da controparte centrale e, in particolare, alle transazioni OTC?

In data 8 dicembre 2020, i servizi della Commissione europea hanno lanciato una consultazione per una possibile rivisitazione di alcuni aspetti della disciplina CSDR. Il documento di consultazione non contiene indicazioni precise sulle scelte di *policy* che potranno essere incluse in un'eventuale proposta formale della Commissione di modifica di CSDR. Il documento di consultazione più che altro contiene un insieme articolato di domande, le cui risposte potranno orientare le scelte di *policy*.

Tra gli aspetti inclusi nel documento di consultazione vi è la *settlement discipline* (sezione 7) e, in particolare, il regime di *buy-in*. Si noti che la *question 34* include la domanda se il regime di *buy-in* debba essere obbligatorio o opzionale.

Nell'ambito di tale consultazione, numerose associazioni di categoria hanno ribadito la loro contrarietà al regime di *buy-in* obbligatorio così come attualmente previsto da CSDR e, nel suggerirne una valutazione approfondita, hanno sottolineato i rischi derivanti dalla necessità di sostenere investimenti, in vista dell'entrata in vigore del regolamento in materia di *settlement discipline* (1° febbraio 2022), che potrebbero in definitiva risultare ridondanti, qualora le norme in tema di *buy-in* dovessero essere modificate sostanzialmente. Conseguentemente, tali associazioni chiedono, da una parte, un ulteriore differimento dell'entrata in vigore delle norme in materia di *buy-in*, in modo da permettere alla *CSDR review* di fare il suo corso legislativo, e, dall'altra, di dare indicazioni sul punto nel rapporto che precede la proposta di modifica legislativa, che la Commissione dovrebbe pubblicare nel secondo trimestre del 2021.¹⁴⁶

5.2 L'attività di gestione accentrata

Come anticipato, il fatto che i titoli siano rappresentati da registrazioni su conti fa sì che questi possano essere replicati sui conti di soggetti diversi. Conseguentemente, la detenzione dei titoli avviene tipicamente attraverso una, più o meno lunga, catena di intermediari/depositari centrali. La catena di detenzione dei titoli riflette la struttura piramidale dell'industria del post-trading: al vertice vi sono gli *issuer CSD*, al centro si trovano banche e imprese di investimento, nonché gli *investor CSD*, mentre alla base vi sono gli investitori finali. La catena di detenzione dei titoli rileva altresì ai fini della gestione degli eventi societari e, in generale, dell'"amministrazione dei titoli" (o "*asset servicing*"). Le due attività di detenzione e di amministrazione dei titoli sono trattate nei paragrafi 5.2.1 e 5.2.2, rispettivamente.

5.2.1 La detenzione dei titoli¹⁴⁷

La detenzione dei titoli da parte di un investitore finale si estrinseca nell'apertura di un conto (o anche di più conti) presso un intermediario, definito "ultimo intermediario". A sua volta, l'ultimo intermediario apre uno o più conti presso un altro intermediario ("intermediario di livello superiore"), e così via fino all'*issuer CSD*.

La detenzione dei titoli da parte degli intermediari presso l'intermediario di livello superiore o presso il depositario centrale può avvenire attraverso diverse tipologie di conti. Distinguiamo tre macro tipologie: (i) i "conti *omnibus*"; (ii) i "conti proprietà"; e (iii) i "conti individualmente segregati". Nei conti *omnibus* sono registrati: (a) tutti i valori mobiliari di pertinenza di un singolo intermediario, o quantomeno (b) i valori mobiliari di pertinenza dei clienti dell'intermediario o di una parte di essi. Nel caso *sub b*), i titoli di proprietà dell'intermediario sono detenuti tramite appositi "conti proprietà". Al contrario, nei conti individualmente segregati sono registrati i titoli di pertinenza di un singolo cliente dell'intermediario. I conti individualmente segregati possono essere intestati (esclusivamente) all'intermediario oppure possono essere

¹⁴⁶ AFME *et aliter* (2021).

¹⁴⁷ In questa sezione non si fa riferimento agli *investor CSD*.

sotto-rubricati a nome del cliente dell'intermediario. Per motivi di efficienza economica, non è infrequente che i titoli di pertinenza di un intermediario siano detenuti tramite conti *omnibus*.

Quella che abbiamo definito, in ossequio al sentire comune, catena di detenzione dei titoli, è disciplinata, a livello europeo, da regole diverse, a seconda della qualificazione giuridica del soggetto presso il quale i titoli sono registrati (imprese di investimento/banche o depositari centrali).¹⁴⁸ Nel caso delle imprese di investimento/banche rilevano le regole contenute nella MiFID II (e nella relativa legislazione delegata),¹⁴⁹ nel caso dei depositari centrali rilevano le regole contenute in CSDR. La MiFID II prevede il servizio di "custodia e amministrazione di strumenti finanziari per conto dei clienti", accessorio ai "servizi e attività di investimento".¹⁵⁰ La prospettiva è, gioco forza, quella degli investitori finali. Al contrario, CSDR si pone nell'ottica dei depositari centrali. La prima guarda alla catena di detenzione dal basso, il secondo guarda alla catena di detenzione dall'alto.

Per quanto riguarda la MiFID II, l'articolo 16 ("*Requisiti organizzativi*"), paragrafo 8, contiene, tra l'altro, una norma generale in tema di salvaguardia dei "diritti di proprietà" dei clienti, la quale prescrive che:

Quando detengono strumenti finanziari appartenenti ai clienti, le imprese di investimento adottano misure adeguate a salvaguardare i diritti di proprietà di questi ultimi, segnatamente in caso di insolvenza dell'impresa di investimento, ...

L'articolo 16, paragrafo 8, della direttiva di primo livello è dettagliato nel Capo II della direttiva delegata e specificamente, per quanto di interesse in questa sede, nell'articolo 2, rubricato "*Salvaguardia degli strumenti finanziari e dei fondi dei clienti*".

Rilevano, in primo luogo, due norme contenute nel paragrafo 1, dell'articolo 2 della direttiva delegata, riguardanti, rispettivamente, la tenuta dei conti presso l'intermediario (lettera a) e la tenuta dei conti presso l'intermediario di livello superiore (lettera d):

1. *Gli Stati membri prescrivono alle imprese di investimento di adempiere ai seguenti obblighi:*

- a) *conservare le registrazioni e mantenere i conti in modo tale da poter distinguere in qualsiasi momento e senza indugio le attività detenute per conto di un cliente da quelle detenute per conto di altri clienti e dalle attività di proprietà delle imprese stesse;*

¹⁴⁸ Rileva anche la circostanza che gli investitori finali si qualificano come "fondi comuni di investimento" o "fondi alternativi di investimento". Le regole specifiche applicabili ai "fondi" non verranno considerate in questa sede.

¹⁴⁹ Direttiva delegata (UE) n. 2017/593. Come noto, in termini generali, la disciplina MiFID applicabile alle imprese di investimento si applica altresì alle banche che offrono servizi e attività di investimento. Si veda l'articolo 1, paragrafi 3 e 4, della direttiva di primo livello.

¹⁵⁰ Direttiva 2014/65/UE (Allegato I, Sezione A). Rilevano, in particolare, i servizi di "esecuzione di ordini per conto dei clienti" e di "negoiazione per conto proprio".

...

- d) *adottare le misure necessarie per garantire che gli eventuali strumenti finanziari dei clienti depositati presso terzi ai sensi dell'articolo 3 siano identificabili separatamente dagli strumenti finanziari appartenenti all'impresa di investimento e dagli strumenti finanziari appartenenti a tali terzi, tramite conti intestati diversamente nei registri dei terzi, ...*

...

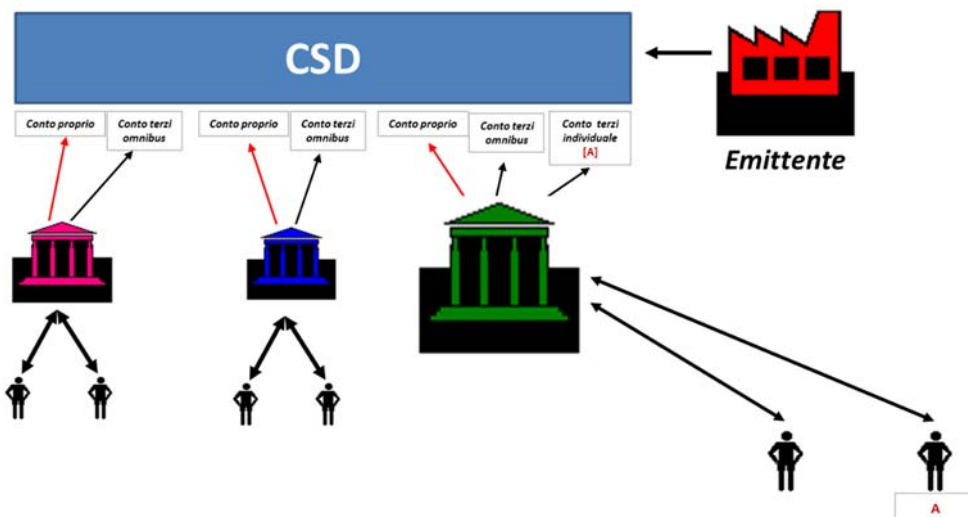
Inoltre, la lettera c) del medesimo paragrafo 1, dell'articolo 2 della direttiva delegata prescrive alle imprese di investimento/banche di "effettuare con regolarità riconciliazioni delle registrazioni e dei conti interni con le registrazioni e i conti" presso l'intermediario di livello superiore.

È importante, tuttavia, notare che tutte le prescrizioni incluse nel paragrafo 1, dell'articolo 2, della direttiva delegata possono essere disapplicate e sostituite da altre disposizioni imposte dagli Stati membri che raggiungano gli stessi obiettivi (paragrafo 2) "qualora, per ragioni connesse con il diritto applicabile, in particolare con la normativa in materia di proprietà o di insolvenza, le imprese di investimento non possano conformarsi al paragrafo 1". Ciò vale in particolare – come ulteriormente specificato nel paragrafo 3 – per l'obbligo di segregazione dei titoli dei clienti in conti terzi *omnibus* presso intermediario di livello superiore.

Per quanto riguarda, invece, CSDR, l'articolo 38, rubricato "Protezione dei titoli dei partecipanti e di quelli dei loro clienti", impone, tra l'altro, obblighi in capo ai depositari centrali e agli intermediari partecipanti di questi ultimi in relazione alla struttura dei conti detenuti da questi ultimi presso i depositari centrali, al fine di segregare i titoli di pertinenza dei propri clienti. Più precisamente CSDR prevede:

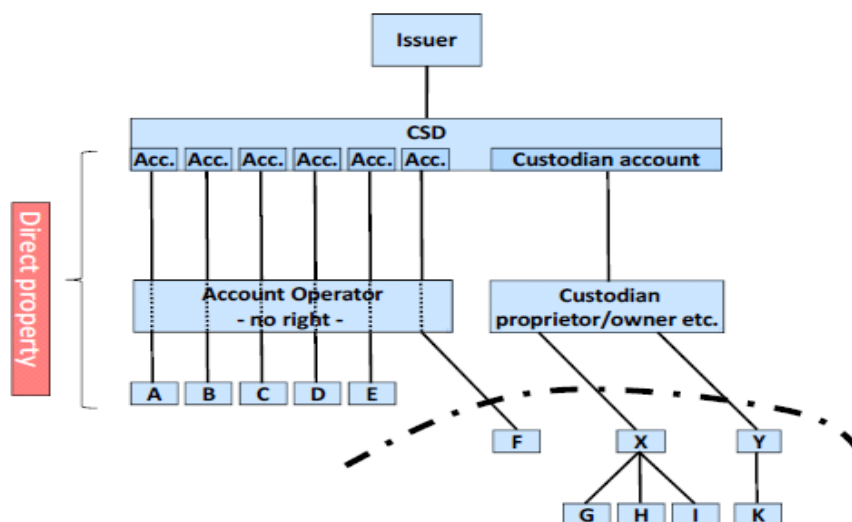
- un obbligo, in capo ai depositari centrali, di segregazione dei titoli di ciascun partecipante (dai titoli di tutti gli altri partecipanti e, eventualmente, dalle attività del depositario centrale);
- un obbligo, in capo ai depositari centrali, di fornire, ai propri partecipanti, tre tipologie di conto: (i) conto proprio; (ii) conto terzi *omnibus*; e (iii) conto (terzi) individualmente segregato;
- un obbligo, in capo ai partecipanti, di segregare i titoli di propria pertinenza dai titoli di pertinenza dei propri clienti, nei conti del depositario centrale – ossia, l'obbligo di registrare i primi in un conto proprio e i secondi in un conto terzi *omnibus*; e
- un obbligo, in capo ai partecipanti, di fornire ai propri clienti la scelta di registrare i titoli di propria pertinenza in un conto terzi *omnibus* o in un conto individualmente segregato (intestato al partecipante oppure sotto-rubricato a nome del cliente).

Grafico 6 – Struttura dei conti titoli prevista da CSDR



CSDR attribuisce, dunque, ai clienti (dei partecipanti dei depositari centrali) una facoltà di scelta tra la segregazione *omnibus* e la segregazione individuale. Tale facoltà ben si addice ad un contesto, che è quello prevalente, caratterizzato da conti *omnibus*. Al contrario, essa non si addice ai modelli di detenzione cosiddetti "trasparenti", caratterizzati dalla presenza esclusiva di conti segregati individualmente. Conseguentemente, l'obbligo previsto da CSDR in capo a depositari centrali e partecipanti di fornire ai clienti la facoltà di scelta tra segregazione *omnibus* e segregazione individuale non si applica ai Paesi che (alla data del 17 settembre 2014) prevedono esclusivamente la segregazione individuale.

Grafico 7 – Modelli di detenzione c.d. "trasparenti"



Fonte: Paech (2011)

Infine, CSDR (articolo 37) prevede, in capo ai depositari centrali, obblighi volti a garantire l'integrità dell'emissione. Tra tali obblighi, specificati in un regolamento della Commissione europea, vi sono vari obblighi di riconciliazione su base giornaliera dei conti titoli registrati presso di essi, oltre a un obbligo di utilizzo della partita doppia:¹⁵¹

Il CSD si avvale di una contabilità in partita doppia, secondo la quale ad ogni registrazione di accredito su un conto titoli detenuto dal CSD a livello centrale o non centrale corrisponde una registrazione di addebito su un altro conto titoli detenuto dal medesimo CSD.

Come si evince dalle rubriche degli articoli richiamati in precedenza – oltre che dai relativi considerando¹⁵² – obiettivo delle norme in materia di segregazione contenute nelle discipline MiFID e CSDR è la salvaguardia/protezione dei valori mobiliari/titoli/strumenti finanziari dei clienti delle imprese di investimento/banche (nel caso della disciplina MiFID) e dei partecipanti a un depositario centrale e dei loro clienti (nel caso della disciplina CSDR). La *ratio* delle norme in materia di segregazione è, dunque, di ridurre il rischio di perdita dei suddetti titoli in caso di insolvenza dell'impresa di investimento (come esplicitamente indicato nell'articolo 16, paragrafo 8, della MiFID II) e in caso di insolvenza del depositario centrale o di un suo partecipante (nel caso della disciplina CSDR).

¹⁵¹ Regolamento delegato (UE) n. 2017/392, articolo 59, paragrafo 1, paragrafo 3.

¹⁵² Considerando 51 della MiFID II, considerando 2 della direttiva delegata e considerando 42 di CSDR.

Tuttavia, il regime applicabile ai titoli di pertinenza dei clienti di un'impresa di investimento, in caso di insolvenza di quest'ultima, e il regime applicabile ai titoli di pertinenza dei partecipanti a un depositario centrale e dei loro clienti, in caso di insolvenza di un depositario centrale o di un partecipante, è questione di competenza degli ordinamenti nazionali in materia di diritto civile e/o fallimentare ed è, dunque, dubbio che delle norme di tipo "regolamentare" possano raggiungere l'obiettivo prefissato.

La protezione dei diritti degli investitori sui titoli può essere ottenuta tramite la separazione patrimoniale delle attività dell'intermediario dalle attività degli investitori. Tale "segregazione di tipo legale" è cosa diversa dalla "segregazione di tipo operativo" prevista dalle discipline MiFID e CSDR. Seguendo Haentjens¹⁵³, è possibile sostenere che l'imposizione di requisiti volti ad assicurare la "segregazione operativa" non è condizione sufficiente ad assicurare la "segregazione legale", ma che la prima è condizione necessaria per la seconda. Se quest'ultima affermazione è vera, non è chiaro però a quale livello o a quali livelli della catena di detenzione sia necessario assicurare la segregazione operativa, al fine di permettere, seppure non di assicurare, la segregazione legale.

5.2.2 L'amministrazione dei titoli

Nell'attività di amministrazione dei titoli o di *asset servicing* possiamo far rientrare almeno le seguenti attività: (i) la gestione degli eventi societari o "*corporate action on stock*"; (ii) la gestione delle "*corporate action on flow*"; (iii) i processi legati alla fiscalità; e (iv) l'identificazione degli azionisti. Il *focus* del presente paragrafo è sulla gestione delle *corporate action* e, in particolare, degli eventi societari.

Fino ad oggi, a livello europeo gli eventi societari – in generale, le *corporate action* – sono stati "disciplinati" da standard concordati dalle principali associazioni di categoria di settore ("standard di mercato").¹⁵⁴ Gli standard di mercato si ponevano, e si pongono, l'obiettivo di armonizzare la gestione delle *corporate action* nell'Unione

153 Haentjens (2019), p. 268 ss.

154 Per ciò che concerne le *corporate actions on stock*, ci sono due set di standard di mercato. Il primo, relativo alle *distribution* e alle *reorganisation* ("**Market Standards for Corporate Actions Processing**"), è stato predisposto dal *Corporate Actions Joint Working Group* nel 2009, rivisto nel 2012 e aggiornato nel 2015. Il secondo, relativo all'evento partecipazione/voto in assemblea ("**MARKET STANDARDS FOR GENERAL MEETINGS**"), è stato predisposto dal *General Meetings Joint Working Group* nel 2010. L'esistenza di due set di standard per *distribution* e *reorganisation*, da una parte, e partecipazione/voto in assemblea, dall'altra, dipende dalla circostanza che i relativi processi sono molto diversi (cfr. *infra*).

Il primo set di standard include altresì standard in materia di *corporate actions on flow*. Questi ultimi, però, costituiscono l'oggetto esclusivo di un ulteriore set di standard, applicabile in ambito T2S. I **T2S corporate actions standards**, adottati dal *T2S Advisory Group* (predecessore dell'*Advisory Group on Market Infrastructures for Securities and Collateral*, cfr. *infra*) nel 2009 e successivamente rivisti nel 2013, sono perfettamente compatibili con i *Market Standards for Corporate Actions Processing*; rispetto a questi ultimi, sono più dettagliati e tengono conto delle specificità di T2S – p.e., chiariscono quale dei due depositari centrali coinvolti in una istruzione di regolamento *cross-CSD* è responsabile per la generazione di un "*market claim*" (cfr. *infra*).

Il secondo set di standard è stato recentemente aggiornato nell'ambito dei lavori di implementazione della SHRD II ed è in attesa di approvazione da parte delle associazioni di categorie facenti parte dello "*SRD II Industry Steering Group*" (cfr. *infra*).

europea in un contesto non regolamentato e, conseguentemente, di superare quella che era stata considerata, già agli inizi di questo secolo, una delle barriere più rilevanti all'integrazione dell'industria europea del post-trading, nel segmento dei valori mobiliari.¹⁵⁵

Gli standard di mercato utilizzano una classificazione degli eventi societari basata sui processi sottostanti. Ne consegue una classificazione per categorie generali di eventi, con le seguenti caratteristiche: (i) le categorie generali di eventi possono essere distinte in base alla tipologia di evento e, in particolare, in base al carattere obbligatorio (con opzione o meno) o volontario dell'evento, come rappresentato nella **tabella 8**; (ii) a ciascuna categoria generale possono corrispondere più tipologie di eventi; e (iii) una tipologia di evento corrisponde ad una o più delle categorie generali.

Tabella 8 – Classificazione degli eventi societari

	<i>Distribution</i>	<i>Reorganisation</i>	Partecipazione/ voto in assemblea
Obbligatori			NA
Obbligatori con opzione			NA
Volontari	NA		

Le *distribution* possono essere definite come gli eventi societari in cui un emittente valori mobiliari attribuisce ai loro possessori delle attività, tipicamente moneta o valori mobiliari, senza che ciò modifichi i valori mobiliari sottostanti (che hanno generato la distribuzione medesima). L'esempio tipico di *distribution* sono i dividendi azionari e le cedole obbligazionarie.

Le *reorganisation* possono essere definite come gli eventi societari che modificano i valori mobiliari sottostanti con nuovi valori mobiliari o con altre attività. L'esempio tipico di *reorganisation* sono le fusioni o le conversioni obbligatorie.

L'evento partecipazione/voto in assemblea non necessita, in questo frangente, di particolari commenti, salvo notare gli elementi che lo distinguono dalle due categorie precedentemente menzionate: mentre le *distribution* e le *reorganisation* implicano un accredito di risorse – nella forma di risorse aggiuntive (per le *distribution*) o in sostituzione dei titoli che hanno generato la *reorganisation* – ciò non avviene per l'evento partecipazione/voto in assemblea. Conseguentemente, i processi sono molto diversi, e ciò spiega l'esistenza di due set di standard per *distribution* e *reorganisation*, da una parte, e partecipazione/voto in assemblea, dall'altra.

¹⁵⁵ Si fa riferimento alle cosiddette barriere Giovannini, dal nome del compianto professor Giovannini, che ha presieduto un gruppo di esperti costituito dalla Commissione europea, responsabile di due influenti rapporti (*Giovannini Group*, 2001, e *Giovannini Group*, 2003).

Molto rilevante è altresì la classificazione basata sul carattere obbligatorio (con opzione o meno) o volontario dell'evento. Considerato che l'evento partecipazione/voto in assemblea è, per definizione, un evento volontario, l'affermazione precedente rileva in relazione a *distribution* e *reorganisation*.¹⁵⁶

Gli **eventi obbligatori** – o "*non-elective event*", ossia, "*cash distribution*", "*securities distribution*" e "*mandatory reorganisation*" – sono eventi per la cui esecuzione non è richiesta un'azione specifica da parte dei possessori dei valori mobiliari. L'esempio tipico di eventi obbligatori sono i dividendi azionari e le cedole obbligazionarie.

Gli **eventi volontari** (le "*voluntary reorganisation*") sono eventi per la cui esecuzione è richiesta un'azione specifica da parte dei possessori dei valori mobiliari; in assenza di tale azione, l'evento non avrà influenza sui valori mobiliari sottostanti.

Gli **eventi obbligatori con opzione** – ossia, "*distribution with options*" e "*mandatory reorganisation with options*" – sono eventi che attribuiscono ai possessori dei valori mobiliari il diritto di scelta tra opzioni diverse (per esempio, nel caso delle *distribution*, in relazione all'attività da ricevere). Dal punto di vista della complessità, gli eventi obbligatori con opzione sono assimilabili agli eventi volontari. Gli uni e gli altri sono identificati quali "*elective event*" e, intuitivamente, sono molto più complessi degli eventi obbligatori in quanto, appunto, *non-elective event*.

Come detto, una tipologia di evento può corrispondere a più di una delle categorie generali individuate negli standard di mercato. Un esempio è costituito dalla tipologia di evento "aumento di capitale con diritto di opzione". Tale tipologia di evento si può scomporre: (i) nella distribuzione di diritti di opzione (*distribution*); e (ii) nell'eventuale sostituzione dei diritti di opzione con le azioni rivenienti dall'aumento di capitale (*voluntary reorganisation*), qualora l'azionista *decida* di aderire all'aumento di capitale.

Gli standard di mercato su *distribution* e *reorganisation* si preoccupano di definire tre macro categorie di questioni attinenti alla gestione delle *corporate action*: (i) i flussi informativi e gli attori coinvolti; (ii) gli aspetti più propriamente operativi; e (iii) le date rilevanti ("*key dates*") e la loro sequenza. Analizziamo, in maniera esemplificativa, ciascuno dei predetti aspetti.

Gli aspetti relativi ai **flussi informativi** sono molto rilevanti in quanto rappresentano una condizione necessaria per una gestione efficiente degli eventi societari da parte degli **attori coinvolti** e, in ultima analisi, per permettere agli investitori, in particolare agli investitori istituzionali, di essere adeguatamente informati sui contenuti operativi degli eventi societari, nelle forme ritenute appropriate. A tal proposito, gli standard prevedono che le informazioni siano comunicate:

- dagli emittenti all'*issuer CSD*, da questi ai propri partecipanti e a seguire lungo la catena di detenzione e, infine, dall'ultimo intermediario agli investitori finali; e

¹⁵⁶ Salvo ove diversamente indicato, il seguito dell'analisi si focalizza su *distribution* e *reorganisation*, soprattutto sulle prime.

- in un formato elettronico e strutturato, che rispetti gli standard internazionali, per esempio gli standard ISO;

questo standard non si applica alla comunicazione agli investitori finali; tuttavia, la sua applicazione a depositari centrali e intermediari permette all'ultimo intermediario di utilizzare gli stessi standard di comunicazione nei confronti dei propri clienti, laddove previsto contrattualmente.

Per ciò che concerne, specificamente, gli *elective event*, gli standard prevedono l'obbligo per l'emittente di prevedere un'opzione di *default*, che si applica, appunto, in assenza di un'indicazione da parte dei possessori dei valori mobiliari. Qualora, al contrario, gli investitori effettuino una scelta, gli standard prevedono che le scelte degli investitori siano comunicate dall'ultimo intermediario all'emittente, previa trasmissione lungo la catena di detenzione.¹⁵⁷

Per ciò che concerne gli aspetti più propriamente operativi, gli standard prevedono che i pagamenti siano effettuati per il tramite dell'*issuer CSD*, utilizzando il medesimo sistema di pagamento utilizzato per il regolamento della gamba contante delle istruzioni di regolamento – moneta di banca centrale o di banca commerciale, come sopra evidenziato – prima possibile nella giornata di pagamento (cfr. *infra*) e non più tardi delle 12:00. Gli standard prevedono altresì che le distribuzioni di titoli (e i corrispondenti trasferimenti nell'ambito delle *reorganisation*) siano effettuati (per il tramite dell'*issuer CSD*) in concomitanza dell'apertura del sistema di regolamento.

In generale – ossia, con riferimento sia agli aspetti informativi che agli aspetti operativi – gli standard prevedono che due eventi diversi siano trattati separatamente. Per esempio, il pagamento dell'ultima cedola e il rimborso del capitale di un prestito obbligazionario dovrebbero essere annunciati come due eventi diversi e, corrispondentemente, devono, in base agli standard, essere processati come due eventi diversi – ossia, con due pagamenti diversi – anche se le date di pagamento coincidono.

È possibile, a questo punto, tornare sul confronto tra eventi obbligatori (*non-elective*) ed eventi *elective*, in termini di complessità degli uni e degli altri. La maggiore complessità degli eventi *elective* risulterà di tutta evidenza. Gli eventi obbligatori consistono, in prima approssimazione, di due azioni "top-down", che vanno dagli emittenti al depositario centrale/intermediari e agli investitori: (i) l'annuncio dell'evento; e (ii) un trasferimento di risorse. Invece, gli eventi *elective* consistono, in prima approssimazione, di:

- due azioni *top-down*, come per gli eventi obbligatori: (i) l'annuncio dell'evento; e (ii) un trasferimento di strumenti (nella forma di cosiddetti "*interim security*") che incorporano i "diritti" di effettuare le scelte insite nell'evento;

¹⁵⁷ Standard 19 sulle *reorganisation* obbligatorie con opzione e standard 20 sulle *reorganisation* volontarie, applicabili anche alle *distribution* (con opzione).

- un'azione "*bottom-up*", che va dagli investitori all'emittente, previa trasmissione lungo la catena di detenzione: la comunicazione della decisione di partecipare all'evento (per gli eventi volontari) o dell'opzione scelta (nel caso degli eventi obbligatori con opzione); e
- un'azione, che va dagli emittenti al depositario centrale/intermediari e agli investitori: un trasferimento di risorse.

Per quanto riguarda, infine, le *date* rilevanti e la loro sequenza, facciamo riferimento, per semplicità, esclusivamente alle *distribution*. In tale ambito le "*key date*" sono: (i) "*ex-date*"; (ii) "*record date*"; e (iii) "*payment date*".

La gestione degli eventi societari si basa, in linea di massima, sui saldi dei conti detenuti dal depositario centrale e dagli intermediari; in particolare, si basa sui saldi dei conti degli intermediari presso il depositario centrale alla fine di una determinata giornata denominata *record date*, i quali saldi, evidentemente, tengono conto dell'attività di regolamento fino a quel momento. È per questo motivo che gli eventi societari sono altresì denominati "*corporate action on stock*". Le *corporate action on stock* implicano una relazione emittenti-depositario centrale-intermediari-investitori.

La logica della gestione delle *corporate action on stock* è una logica di regolamento. Al contrario, la logica dell'attribuzione dei diritti è una logica di negoziazione. Se un soggetto acquista un titolo che incorpora il diritto ad una *distribution*, il prezzo convenuto terrà conto di tale diritto (sarà corrispondentemente più alto) e il soggetto acquisirà il diritto a ricevere la *distribution*.

Le due logiche spesso conducono al medesimo risultato – ossia, la *distribution* viene pagata all'avente diritto. Al fine di massimizzare la percentuale dei casi in cui ciò avviene, è necessario che la sequenza delle *key date* (o di parte di esse) sia definita in maniera ottimale. Abbiamo già introdotto il concetto di *record date*. L'altra *key date* rilevante è la *ex-date* – ossia, la prima giornata di negoziazione in cui un titolo viene negoziato senza il diritto. Ebbene, la sequenza ottimale è che la *ex-date* preceda la *record date* di un numero di giorni pari all'intervallo di regolamento meno uno. In tal caso, infatti, in assenza di *fail* (inadempimento degli obblighi di regolamento o mancato regolamento), tutte le compravendite effettuate fino al giorno precedente la *ex-date* saranno regolate entro la *record date* e, dunque, contribuiranno alla formazione dei saldi alla fine della medesima data, con la conseguenza che i diritti saranno pienamente assegnati agli aventi diritto.

Nei casi in cui la logica di regolamento e la logica della negoziazione non conducono, invece, al medesimo risultato – tipicamente, appunto, a causa di *fail* – sono necessari dei processi che portino, comunque, al medesimo risultato. Tali processi – denominati *corporate action on flow*, in quanto coinvolgono l'attività di regolamento dei partecipanti – permettono di integrare le istruzioni di regolamento originarie (regolate tardivamente) con ulteriori istruzioni di regolamento al fine di allineamento con quanto pattuito in fase di negoziazione. Nel caso specifico delle *distribution*, tipicamente il depositario centrale genererà un "*market claim*", ossia un'istruzione di regolamento che prevede il trasferimento di titoli o, più frequentemente, il pagamento di

una somma pari alla distribuzione medesima, dal partecipante in consegna, che ha ricevuto la *distribution* senza averne diritto, al partecipante in ritiro, che ne aveva diritto ma non l'ha ricevuta.^{158, 159}

La terza *key date* rilevante per le *distribution* è la data di pagamento: gli standard di mercato prevedono che la data di pagamento sia preferibilmente il giorno dopo la *record date*.

La gestione delle *corporate action* – in generale, l'attività di amministrazione dei titoli – è caratterizzata da elevata complessità. Lo *European Post Trade Forum* ("EPTF") si esprime nei seguenti termini:¹⁶⁰ "*Corporate actions processing is deemed one of the most complex areas of post trading.*¹⁶¹ [...] *The degree of complexity has for result that entities that deliver securities processing services need much more staff (ratio of four to one) to handle asset services than to handle trades / transactions.*"

Gli standard di mercato in materia di eventi societari prevedono, come detto, un rapporto diretto tra gli emittenti e l'*issuer CSD*. Gli standard, tuttavia, non si spingono a prevedere il set di informazioni operative necessarie alla gestione degli eventi societari, quello che è stato in seguito definito, in relazione ad una specifica tipologia di evento, *Golden Operational Record* ("GOR"). Quest'ultimo rappresenta un minimo comune denominatore di elementi informativi necessari per la gestione, appunto, di una specifica tipologia di evento. Il GOR, dunque, varia in relazione alle singole tipologie di evento e non in relazione alle tipologie generali di evento fino ad ora esaminate.

La fornitura del GOR dall'emittente al depositario centrale (*issuer CSD*) permette a quest'ultimo di collegare in maniera efficiente emittenti ed intermediari per la gestione degli eventi societari. In assenza, gli intermediari si troveranno nella condizione di recuperare l'informazione circa l'evento societario da fonti diverse e di dover verificare l'accuratezza dell'informazione ricevuta e risolvere eventuali incongruenze con le informazioni ricevute da altri intermediari lungo la catena di detenzione.

Permette altresì di evitare il rischio che depositari centrali diversi interpretino in maniera diversa il medesimo evento societario. Ciò vale innanzitutto per i titoli accentrati presso più *issuer CSD* – è il caso degli *eurobond*, accentrati presso i depositari

¹⁵⁸ Per poter generare un *market claim* il depositario centrale deve avere contezza della data di negoziazione. Per quanto concerne le transazioni garantite da una controparte centrale, ciò dipende, tra l'altro, dalle modalità operative utilizzate in relazione al processo di compensazione e di creazione delle corrispondenti istruzioni di regolamento.

Delle tre tecniche analizzate nel capitolo 4, la tecnica denominata "*trade date netting*" permette al depositario centrale di conoscere la data di negoziazione; la tecnica denominata "*continuous net settlement*" non lo permette; mentre la tecnica denominata "*ISD netting*" lo permette nella misura in cui tutte le transazioni oggetto di compensazione abbiano il medesimo intervallo di regolamento.

¹⁵⁹ Vi è, dunque, una corrispondenza tra *corporate action on stock* e *corporate action on flow*. Come alle *distribution* corrispondono i *market claim*, alle *reorganisation* corrispondono le *transformation* e agli eventi *elective* corrisponde la *buyer protection*.

¹⁶⁰ EPTF (2017, *Annex 3*, p. 95).

¹⁶¹ Il medesimo concetto era già stato espresso negli stessi termini in *Corporate Actions Joint Working*, 2015, p. 3, fin dal 2009.

centrali internazionali *Euroclear Bank* e *Clearstream Banking Luxembourg*. Ma vale altresì nelle circostanze "normali" in cui l'*issuer CSD* è unico, e ciononostante gli *investor CSD*, in violazione degli standard di mercato, interpretino un evento societario in maniera diversa dall'*issuer CSD*.

Ad oggi, non sembra che la pratica dei GOR sia prassi generalmente accettata. A tal proposito, l'*Advisory Group on Market Infrastructures for Securities and Collateral* ("AMI-SeCo")¹⁶² dell'Eurosistema cita un unico esempio di mercato (nazionale) nel quale, *a contrario*, sembra che la pratica dei *Golden Operational Record* sia prassi generalmente accettata.¹⁶³

An example of a Golden copy model could be considered implemented in the Italian market where for most types of corporate actions the Issuers/Issuer Agents provide the CSD with information relevant for the processing of corporate actions.

Lo stesso rapporto¹⁶⁴ attribuisce un ruolo positivo alla direttiva cosiddetta *Shareholders Rights II* ("SHRD II"), in termini di trasmissione elettronica delle informazioni.¹⁶⁵ Per quanto di interesse in questa sede, la SHRD II ha come obiettivo quello di favorire l'identificazione degli azionisti, la trasmissione delle informazioni e l'agevolazione dell'esercizio dei diritti degli azionisti. La direttiva non si applica a tutte le categorie di valori mobiliari; essa si applica esclusivamente alle azioni. Il regolamento di esecuzione della direttiva, a sua volta, prevede che i messaggi scambiati tra gli intermediari, nella cui definizione rientrano anche i depositari centrali, abbiano un formato elettronico e strutturato che rispetti gli standard internazionali, per esempio gli standard ISO, e che le informazioni ivi contenute siano standardizzate, in termini di contenuto e di formato, in conformità ai requisiti previsti nell'allegato del regolamento medesimo.¹⁶⁶ Gli eventi riguardano sostanzialmente la partecipazione/voto in assemblea e l'identificazione degli azionisti.

162 L'AMI-SeCo è un gruppo di contatto dell'Eurosistema su tematiche di post-trading dei titoli e, in particolare, di gestione del *collateral*, avente due funzioni principali: (i) di consultazione su tematiche afferenti a T2S; l'AMI-SeCo ha ereditato le funzioni originariamente attribuite al *T2S Advisory Group* e rappresenta, dunque, una parte rilevante della *governance* di T2S; e (ii) di armonizzazione delle pratiche di mercato, con particolare riferimento alla gestione degli eventi societari (*corporate action*).

L'AMI-SeCo è composto da rappresentanti di banche, depositari centrali, controparti centrali e banche centrali. Vi partecipano altresì, in veste di osservatori, rappresentanti di numerose associazioni di categoria e, inoltre, della Commissione europea, dell'ESMA e della funzione di vigilanza dell'Eurosistema. Presidente e Segretario sono rappresentanti della BCE, il primo nella persona del responsabile della direzione generale "Infrastrutture di mercato e pagamenti".

163 AMI-SeCo (*January 2019*, p. 34).

164 AMI-SeCo (*January 2019*, p. 35).

165 SHRD rappresenta l'acronimo inglese usato per riferirsi alla direttiva 2007/36/CE, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate.

La direttiva (UE) 2017/828 ("SHRD II") ha modificato la SHRD, per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti.

In attuazione della SHRD II, la Commissione europea ha adottato il regolamento di esecuzione (UE) 2018/1212, per quanto riguarda l'identificazione degli azionisti, la trasmissione delle informazioni e l'agevolazione dell'esercizio dei diritti degli azionisti.

166 Articolo 2, paragrafi 1 e 3. Inoltre, la Commissione europea esorta gli intermediari e gli altri operatori del mercato "ad autoregolamentare ulteriormente tali formati in base alle esigenze dei diversi mercati. Essi potrebbero altresì cercare di

In effetti, l'implementazione della SHRD II potrebbe svolgere un ruolo di propulsore dei GOR, quantomeno con riferimento alle azioni. Sembrano rilevare, a tal proposito, oltre al considerando 8 della Direttiva (miglioramento della trasmissione delle informazioni lungo la catena):

- l'articolo 3 ter, paragrafo 2, della Direttiva (obbligo per gli emittenti di fornire le informazioni agli intermediari in maniera standardizzata e tempestiva) e l'articolo 2, paragrafo 2, del Regolamento di esecuzione (obbligo per gli emittenti di fornire le informazioni agli intermediari in un formato che ne permetta la trasmissione tra gli intermediari in forma elettronica e strutturata);¹⁶⁷
- l'articolo 8, paragrafo 2, lettera a, del Regolamento di esecuzione (obbligo per gli emittenti di notificare le informazioni circa l'evento societario al "primo intermediario", che tipicamente coincide con l'*issuer CSD*, con un anticipo sufficiente);
- l'articolo 9 del Regolamento di esecuzione, che prevede tempistiche particolarmente stringenti per emittenti e intermediari, relativamente agli eventi societari (e all'identificazione degli azionisti); e
- l'articolo 10, paragrafo 2, del Regolamento di esecuzione (obbligo per l'intermediario di verificare che le informazioni provengano dall'emittente).

In effetti, standard specifici in merito alla **definizione dei GOR** sono stati elaborati dall'industria. L'implementazione della SHRD II ha reso altresì necessaria o opportuna, da una parte, la rivisitazione degli standard di mercato esistenti relativamente all'**evento partecipazione/voto in assemblea** e, dall'altra, la definizione di nuovi standard in materia di **identificazione degli azionisti**, oltre all'elaborazione di **messaggi standard**.¹⁶⁸

D'altra parte, ulteriori standard sono stati adottati dall'AMI-SeCo per la gestione degli eventi societari su *titoli di debito* ("standard AMI-SeCo sugli eventi societari" o, semplicemente, "standard AMI-SeCo"), nell'ambito di un progetto di creazione di un unico "regolamento" ("*single rule book*") a livello europeo per la gestione

standardizzare ulteriormente i messaggi di cui al presente regolamento e gli eventuali altri tipi di messaggi necessari per agevolare l'esercizio dei diritti degli azionisti, e di adottare nuove tecnologie che possano accrescere la trasparenza e la fiducia" (considerando 3 del regolamento di esecuzione).

167 In realtà, l'articolo 3 ter, paragrafo 2, nello stabilire (sostanzialmente) un obbligo in capo agli emittenti, simmetrico all'obbligo in capo agli intermediari prescritto dal paragrafo 1 dello stesso articolo, si riferisce all'obbligo "di fornire agli intermediari le informazioni di cui al paragrafo 1, lettera a), o la comunicazione di cui al paragrafo 1, lettera b)" (corsivo aggiunto). La "comunicazione" deve semplicemente indicare "dove è possibile reperire tali informazioni sul sito internet" della società.

168 I lavori sono stati coordinati dal "*SRD II Industry Steering Group*", costituito nel mese di gennaio 2019 e a cui hanno partecipato rappresentanti delle associazioni europee di categoria di settore, e sono stati condotti da quattro *task force* dedicate a ciascuna delle aree indicate nel testo. I nuovi standard sono considerati necessari per un'implementazione coerente della SHRD II, ma allo stesso tempo vanno oltre i requisiti minimi fissati dalla legislazione.

Le versioni più aggiornate degli "**standard SHRD II**" – i quali, comunque, non hanno ancora ricevuto l'approvazione da parte delle associazioni di categoria facenti parte dello *Steering Group* – sono disponibili al seguente [link: www.ebf.eu/home/european-industry-standards/srd-ii-market-standards/](http://www.ebf.eu/home/european-industry-standards/srd-ii-market-standards/).

dei processi inerenti il *collateral management*¹⁶⁹. La struttura degli standard AMI-SeCo sugli eventi societari è molto diversa dalla struttura degli standard di mercato, per cui, anche ammettendo la perfetta coerenza tra i due set di standard¹⁷⁰, il confronto non è semplice. Proviamo ad azzardare alcune considerazioni.

La prima considerazione generale è che i due set di standard sono solo in parte sovrapponibili. Con riferimento agli standard che risultano sovrapponibili, possiamo distinguere: (i) gli standard perfettamente equivalenti, per esempio lo standard 11 ("*Availability of default options*"); e (ii) gli standard più stringenti, per esempio lo standard 8 ("*Payment time*"), quantomeno nella parte relativa ai pagamenti intesi in senso stretto (contante) e ai meri orari di pagamento (7:00/10:30 invece che 12:00)¹⁷¹.

La seconda considerazione generale è che gli standard di mercato contengono standard non inclusi negli standard AMI-SeCo, che gli standard AMI-SeCo contengono standard specifici non inclusi negli standard di mercato e che, spesso, vi è un'evidente, complementarietà tra i primi e i secondi. Per esempio, se da una parte gli standard AMI-SeCo non includono standard relativi alle *key date* e alla loro sequenza, i quali costituiscono, come abbiamo visto, una parte rilevante degli standard di mercato, dall'altra includono standard specifici relativi al pagamento. In primo luogo, rileva lo standard 6 ("*Business day rule*") per l'evenienza in cui la data di pagamento dell'evento cada in un giorno non lavorativo, nel qual caso il pagamento deve essere effettuato, in base allo standard, il primo giorno lavorativo successivo.¹⁷² In secondo luogo, viene nuovamente in considerazione lo standard 8 ("*Payment time*"), nella parte in cui si prevede che, in caso si rimborsi dei titoli (obbligazionari), pagamenti e annullamento dei titoli dovrebbero essere processati in concomitanza.

Quest'ultimo standard è particolarmente rilevante nell'ambito dei rapporti di garanzia finanziaria, al fine di evitare situazioni in cui l'annullamento dei titoli avvenga prima dei corrispondenti pagamenti. In tali circostanze, infatti, l'annullamento dei titoli conduce ad una riduzione del livello di collateralizzazione e potrebbe condurre alla necessità di integrare le garanzie, da parte del "*collateral provider*", senza che quest'ultimo abbia ricevuto i pagamenti dovuti e, dunque, impattare negativamente la sua posizione finanziaria.¹⁷³

169 AMI-SeCo (December 2019). Sul progetto di creazione di un unico regolamento per la gestione dei processi di *collateral management* si ritornerà brevemente nel capitolo 6.

170 AMI-SeCo (December 2019, p. 5).

171 Vi è in verità un'incoerenza tra lo standard propriamente detto, che continua a fare riferimento all'orario indicato negli standard di mercato – ("*as early as possible, but no later than*") 12:00 – e la descrizione dello standard, nella quale si fa riferimento agli orari riportati nel testo: 7:00 per i titoli di Stato e 10:30 per le obbligazioni *corporate*.

172 Nella descrizione dello standard 6 si precisa: "*The terms and conditions of the security must not contain operational requirements stipulating that where the next business day would fall in the following month, the payment needs to be made in the same month (with the payment day being moved to precede the original payment date)*". Non si specifica, tuttavia, se lo standard si applicherà anche ai titoli emessi prima della data di implementazione dello standard (novembre 2023) o se si applicherà solo ai titoli emessi dopo tale data.

173 Un altro esempio di elevata complementarietà tra i due set di standard riguarda il tema del blocco dei titoli: gli standard di mercato prevedono che per le *cash distribution* (per esempio, dividendi e interessi) non si proceda al blocco dei titoli, lo standard 10 AMI-SeCo ("*Blocking of securities*") prevede che per tutti gli *elective event* si proceda al blocco dei titoli.

Prima di concludere su questo tema è opportuno soffermarsi sui due aspetti che sembrano essere maggiormente caratterizzanti gli standard AMI-SeCo. Il primo riguarda il novero degli attori coinvolti: mentre negli standard di mercato il riferimento esplicito è ad emittenti, all'*issuer CSD*, alla catena degli intermediari e agli investitori finali, negli standard AMI-SeCo il riferimento è, da una parte, alla diade "*account servicer*" (per esempio, un depositario centrale) e "*account owner*" (per esempio, un partecipante al depositario centrale) e, dall'altra, agli attori coinvolti in rapporti di garanzia finanziaria, con riferimento sia ai rapporti di tipo bilaterale, limitatamente ai casi in cui il prenditore della garanzia (o "*collateral taker*") sia una banca centrale dell'Eurosistema, sia ai rapporti cosiddetti di "*triparty collateral management*", in cui un soggetto terzo, detto "*triparty agent*", offre servizi di gestione delle garanzie alle parti che forniscono o ricevono le garanzie. Sul punto si tornerà nel capitolo 6. Il riferimento esplicito agli attori coinvolti in rapporti di garanzia finanziaria, come sopra delineati, negli standard AMI-SeCo sugli eventi societari – ossia, la loro applicazione, laddove rilevante, a tali soggetti – rientra perfettamente negli obiettivi del progetto, sopra riferito, di creazione di un unico "regolamento" a livello europeo per la gestione dei processi inerenti il *collateral management*.

Il secondo aspetto riguarda gli standard internazionali in tema di messaggi: mentre, come detto, gli standard di mercato prevedono che le informazioni siano comunicate in un formato elettronico e strutturato, che rispetti gli standard internazionali, per esempio gli standard ISO, lo standard 15 AMI-SeCo, per l'appunto rubricato "*ISO 20022 messages for corporate actions*", contiene un riferimento preciso ed esclusivo allo standard ISO 20022 – ossia, allo standard ISO più recente e più evoluto.¹⁷⁴

Il periodo di implementazione degli standard AMI-SeCo sugli eventi societari – come degli altri standard AMI-SeCo già adottati (si veda il capitolo 6) – è, in generale, novembre 2023, ad eccezione dello standard 15 (messaggi ISO 20022), per il quale è prevista un'implementazione in due fasi, a partire da novembre 2023.¹⁷⁵ Nel frattempo, sono in corso di predisposizione apposite *guidance* in relazione agli standard 6 e 8, volte a precisare, rispettivamente, la *business day rule* applicabile nel caso in cui la data di pagamento dell'evento cada in un giorno non lavorativo e gli orari precisi di pagamento.

L'implementazione dei *Market Standards for Corporate Actions Processing* e dei *T2S corporate actions standards* è stata fino ad oggi oggetto di monitoraggio da parte delle rispettive *constituency*. Con l'adozione degli standard AMI-SeCo sugli eventi

Come già detto, altri standard AMI-SeCo sono relativi a fattispecie non considerate negli standard di mercato. Si possono citare, tra le altre, le fattispecie concernenti: (i) le valute non processate dal sistema di regolamento operato dal depositario centrale (standard 14, "*Processing foreign currency payments*"); e (ii) le cedole che prevedono tassi negativi (standard 5, "*Negative cash flows*").

174 "*Account servicers must have the capability to support ISO 20022 messages for processing corporate actions*" (AMI-SeCo, December 2019, p. 28).

175 Il periodo di implementazione della prima fase coincide con quello degli altri standard (novembre 2023), il secondo è provvisoriamente previsto per novembre 2025. La prima fase di implementazione di questi standard era originariamente prevista per novembre 2022; il posticipo è dovuto alle conseguenze della pandemia da COVID-19.

societari (o, come sono più comunemente conosciuti, *SCoRE Corporate Actions Standards*) è stato recentemente deciso di creare un gruppo *ad hoc*, nell'ambito della *governance* dell'AMI-SeCo, il "*Corporate Events Group*", al fine di sfruttare le sinergie nell'attività di monitoraggio dell'implementazione dei tre set di standard. In futuro il gruppo potrebbe assumere la responsabilità di monitorare l'implementazione di ulteriori set di standard, in particolare i *MARKET STANDARDS FOR GENERAL MEETINGS* e gli ulteriori (adottandi) standard SHRD II.

5.3 Il servizio di notariato – operatività transfrontaliera dei depositari centrali

Come già ricordato, al vertice della struttura piramidale che caratterizza l'industria del post-trading dei valori mobiliari si trovano gli *issuer CSD*. La scelta dell'*issuer CSD* spetta agli emittenti, i quali decidono il depositario centrale presso il quale registrare i titoli di propria emissione. Molto spesso, però, la scelta dell'emittente ricade sul depositario centrale domestico, soprattutto con riferimento ai titoli azionari. D'altra parte, per i titoli obbligazionari, spesso la scelta dell'emittente ricade sui depositari centrali internazionali *Euroclear Bank* e *Clearstream Banking Luxembourg*.

Uno degli obiettivi dichiarati di CSDR è di facilitare l'operatività transfrontaliera dei depositari centrali in relazione al servizio di notariato, favorendo così la concorrenza tra gli stessi nei confronti degli emittenti.¹⁷⁶ A tal fine, CSDR stabilisce: (i) un diritto degli emittenti di scelta del depositario centrale;¹⁷⁷ e (ii) un diritto dei depositari centrali alla libera prestazione di servizi negli altri Stati membri, subordinatamente al rispetto, relativamente al servizio di notariato e di tenuta centralizzata dei conti, di un'apposita procedura¹⁷⁸.

L'aspetto più rilevante di tale procedura è l'obbligo per un depositario centrale di produrre, "ove opportuno", una valutazione delle misure che esso intende adottare (il c.d. "*assessment*") per consentire ai suoi utenti di conformarsi alla normativa nazionale dello Stato *host* richiamata dall'articolo 49 ("*diritto societario o altra normativa analoga sulla base dei quali i titoli sono emessi*"), soggetto ad approvazione da parte dell'autorità *host*. L'esercizio è richiesto in relazione a tutti gli strumenti finanziari interessati dalla prestazione transfrontaliera dei servizi citati.

176 Si veda il considerando 56: "... Al fine ... di consentire agli emittenti di scegliere il modo più efficiente per gestire i loro titoli, è opportuno che gli emittenti abbiano il diritto di scegliere un qualsiasi CSD stabilito nell'Unione per registrare i propri titoli e usufruire di tutti i servizi pertinenti offerti da un CSD. ..."

177 L'articolo 49, paragrafo 1, comma 1, si applica ai titoli ammessi a negoziazione in una sede di negoziazione, relativamente ai depositari centrali stabiliti nell'Unione e subordinatamente al rispetto da parte del depositario centrale delle condizioni previste all'articolo 23 in materia di libera prestazione di servizi.

Il comma 2, dello stesso articolo, prevede che si continui ad "*applicare il diritto societario o altra normativa analoga dello Stato membro in cui i titoli sono emessi*", mentre il comma 3 prevede che un obbligo nei confronti degli Stati membri di trasparenza delle principali disposizioni di tale normativa.

178 Articolo 23, paragrafi 1 e 2.

La produzione di tale *assessment* risulta particolarmente complessa e onerosa per i depositari centrali, e per le autorità di vigilanza (nel ruolo di autorità *host*), tenuto conto, tra l'altro, che, da un lato, la "mappatura" della normativa di cui all'articolo 49 non valorizza le previsioni con potenziali ricadute pratiche per i depositari centrali che intendano prestare servizi di notariato su base transfrontaliera e per i loro utenti e, dall'altra, la definizione stessa del perimetro delle previsioni rilevanti è dibattuta (per esempio, in relazione a strumenti finanziari fuori dall'ambito di applicazione dell'articolo 49).

De minimis, con riferimento ai titoli di debito, l'applicazione di CSDR ha rappresentato indubbiamente un passo indietro in termini di liberalizzazione, in quanto in precedenza l'emissione transfrontaliera di tali titoli avveniva più fluidamente. La nascita dei depositari centrali internazionali *Euroclear Bank* e *Clearstream Banking Luxembourg* si deve proprio alla nascita e allo sviluppo del mercato degli *eurobond*, nel finire degli anni sessanta del secolo scorso!

L'inefficacia dell'impianto CSDR in tema di libera prestazione di servizi è stata rilevata dall'*High Level Forum on the Capital Market Union* (2020), il quale ha invitato la Commissione europea ad effettuare un intervento di revisione di CSDR al fine di rafforzare il "passaporto" per la prestazione transfrontaliera dei servizi. Il tema della libera prestazione di servizi da parte dei depositari centrali in relazione al servizio di notariato è sicuramente un tema molto rilevante e farà molto probabilmente parte della prossima revisione di CSDR. Per intanto, il tema è incluso, seppure ancora in termini molto vaghi, nel nuovo piano di azione della Commissione europea sull'Unione dei mercati dei capitali del settembre 2020.¹⁷⁹

Nell'ambito di una possibile revisione di CSDR sarà sicuramente opportuno risolvere i due problemi sopra evidenziati, prevedendo:

- che la "mappatura" della normativa di cui all'articolo 49 valorizzi le previsioni con potenziali ricadute pratiche, ai sensi dell'articolo 23, per i depositari centrali che intendano prestare servizi di notariato su base transfrontaliera e per i loro utenti, in un'ottica di maggiore semplicità e trasparenza; e
- una definizione precisa del perimetro delle previsioni rilevanti ai fini dell'*assessment*.

D'altra parte, ferma restando l'importanza di risolvere i due problemi sopra evidenziati, quale misura di trasparenza nei confronti di depositari centrali ed emittenti, al fine di liberalizzare compiutamente la libera prestazione di servizi da parte dei depositari centrali in relazione al servizio di notariato, si dovrebbe valutare l'opportunità di eliminare il coinvolgimento *ex ante* delle autorità *host*, lasciando agli emittenti l'onere di valutare la congruità dell'offerta da parte dei depositari centrali, prevedendo al contempo una qualche forma di coinvolgimento delle autorità, per esempio sulla

¹⁷⁹ Commissione europea (COM(2020) 590 *final*, azione 13): "Al fine di migliorare la prestazione a livello transfrontaliero di servizi di regolamento nell'UE senza incidere negativamente sulla stabilità finanziaria, la Commissione riesaminerà le norme concernenti un'ampia serie di aspetti tra i quali: i) l'erogazione transfrontaliera di servizi da parte di CSD sulla base di un passaporto per i CSD;...".

falsariga di quanto previsto nel caso di rifiuto dell'accesso¹⁸⁰. È indubbio che la procedura ex articolo 23 costituisca una notevole fonte di informazioni per le autorità *host*, ma si potrebbe valutare l'opportunità di disaccoppiare i due processi; in altri termini, si potrebbe mantenere la fornitura delle informazioni, inclusa, eventualmente, la produzione dell'*assessment*, eliminando al contempo l'obbligo di approvazione da parte dell'autorità *host*.

Considerati i costi rilevanti sopportati dall'industria e dalle autorità e i dubbi benefici che ne derivano, si ritiene che un'analisi costi-benefici potrà facilmente confermare l'opportunità di eliminare il coinvolgimento *ex ante* delle autorità *host*. *De minimis*, si dovrebbe limitare l'ambito di applicazione del coinvolgimento *ex ante* delle autorità *host* ai titoli più rilevanti dal punto di vista del "*diritto societario o altra normativa analogo*" – ossia, i titoli azionari.¹⁸¹

Come già ricordato in relazione agli aspetti di *settlement discipline* e, in particolare, al regime di *buy-in* (paragrafo 5.1.6, a cui si rimanda), in data 8 dicembre, i servizi della Commissione europea hanno lanciato una consultazione per una possibile rivisitazione di alcuni aspetti della disciplina CSDR. Tra gli aspetti inclusi nel documento di consultazione vi è quello della fornitura transfrontaliera dei servizi da parte dei depositari centrali (sezione 2). Dal tenore delle domande non sembra evincersi l'intenzione della commissione di compiere scelte radicali come quelle sopra prospettate.¹⁸²

5.4 Gli internalizzatori di regolamento

L'attività di regolamento titoli è comunemente effettuata nell'ambito di un "sistema di regolamento titoli" (operato da un depositario centrale). La struttura piramidale dell'industria del post-trading fa sì che i trasferimenti dei titoli effettuati presso un depositario centrale debbono essere replicati sui conti degli intermediari (presenti nella catena di detenzione). Tuttavia, come già indicato, può verificarsi che i trasferimenti dei titoli siano effettuati tramite scritture contabili, addebiti e accrediti, sui conti di un intermediario. In tal caso, l'intermediario è definito (in ambito CSDR) "internalizzatore di regolamento".

Sono due le condizioni necessarie affinché l'attività di regolamento sia svolta da un soggetto diverso da un depositario centrale e, conseguentemente, il soggetto sia qualificabile come internalizzatore di regolamento.¹⁸³ In primo luogo, il soggetto deve essere, appunto, un intermediario, ossia, deve tenere i conti titoli dei clienti nei confronti dei quali opera in qualità di internalizzatore di regolamento. In secondo luogo, con riferimento specifico ai trasferimenti internalizzati, il soggetto non deve inviare

180 Si veda la Sezione 2 del Capo XIII del regolamento delegato 2017/392.

181 I titoli azionari sono anche quelli per i quali le incertezze applicative, e dunque anche i costi, relativamente alla questione della legge applicabile sono minori.

182 Tra le varie risposte alla consultazione, per quanto di interesse in questa sede, si veda ECSDA (2021).

183 Si veda ESMA (30 aprile 2019, paragrafo 10).

istruzioni di regolamento ad altri soggetti (il depositario centrale o un altro intermediario).¹⁸⁴

La probabilità di internalizzazione del regolamento dipende da alcuni fattori, tra i quali:

- la presenza di conti *omnibus*;
- il grado di concentrazione dell'industria;
- il tipo di transazione (di mercato o fuori mercato);
- la capacità dell'intermediario di effettuare l'internalizzazione del regolamento.

Si potrebbe ritenere che la presenza di conti *omnibus* sia condizione necessaria e sufficiente per l'internalizzazione del regolamento. Ciò non sembra corrispondere a verità. Da una parte, non è condizione necessaria in quanto il regolamento può essere internalizzato anche in presenza di conti individualmente segregati presso il depositario centrale (se le due condizioni prima indicate sono soddisfatte). Dall'altra, non è condizione sufficiente in quanto anche in presenza di conti *omnibus* non si dà luogo a internalizzazione del regolamento quando le istruzioni di regolamento sono inviate al depositario centrale.

Ciò detto, come anticipato, la presenza di conti *omnibus* presumibilmente rende l'internalizzazione del regolamento più probabile, in quanto (presumibilmente) è più probabile che, in tali circostanze, le istruzioni di regolamento non siano inviate al depositario, per scelta dell'intermediario o perché non accettate dal depositario centrale.

In secondo luogo, la probabilità di internalizzazione del regolamento dipende dal **grado di concentrazione dell'industria**, la qual cosa evidentemente influenza la probabilità che i due investitori detengano i valori mobiliari presso un medesimo intermediario.

In terzo luogo, la probabilità di internalizzazione del regolamento dipende dal **tipo di transazione**, essendo più bassa per le transazioni di mercato che per le transazioni fuori mercato. Come sappiamo, infatti, per quanto concerne le transazioni di mercato, in molti casi l'inoltro delle istruzioni di regolamento al depositario centrale avviene ad opera del mercato medesimo, o della controparte centrale, in modalità STP, senza alcun intervento da parte degli intermediari. In tali circostanze, non vi può essere internalizzazione del regolamento.

Infine, con riferimento alla **capacità dell'intermediario di effettuare l'internalizzazione del regolamento**, l'invio delle istruzioni di regolamento (al depositario centrale) può derivare da una scelta precisa dell'intermediario di inviare sempre e comunque le istruzioni di regolamento al depositario centrale, anche nei casi in cui l'internalizzazione del regolamento sarebbe stata teoricamente possibile, ammesso che questa scelta sia supportata dal depositario centrale.

¹⁸⁴ Nel seguito si ipotizza la presenza di un unico intermediario tra il depositario centrale e gli investitori finali.

Tutto ciò premesso, l'articolo 9 di CSDR prevede, in capo agli internalizzatori di regolamento, un obbligo di segnalazione alle autorità competenti: gli internalizzatori di regolamento debbono inviare trimestralmente dati aggregati sui regolamenti internalizzati. Tali dati rappresentano un complemento ai dati sull'attività di regolamento svolta dai depositari centrali. Non se ne deve ricavare, tuttavia, che – prescindendo da differenze derivanti da diversi ambiti territoriali – tutta l'attività di negoziazione sia riflessa in uno dei due set informativi. Può risultare esclusa, infatti, l'attività di compensazione bilaterale degli obblighi di consegna/ritiro dei titoli.

Nel caso più semplice due investitori (istituzionali):

1. hanno rapporti negoziali OTC per il tramite di un soggetto specializzato; le transazioni così concluse danno luogo a degli obblighi di consegna e di ritiro dei valori mobiliari oggetto di negoziazione; e
2. detengono i propri titoli presso due diversi intermediari.

La circostanza *sub 2* fa sì che non si possa dar luogo ad internalizzazione di regolamento; il regolamento deve essere effettuato presso il depositario centrale. Tuttavia, qualora i due investitori, o il soggetto specializzato *sub 1*, inviino al depositario centrale istruzioni di regolamento corrispondenti solo ai saldi bilaterali in consegna/ritiro, le parti compensate non saranno regolate neanche dal depositario centrale.

Giova osservare come anche l'attività di compensazione effettuata dalle controparti centrali – e di creazione di istruzioni di regolamento per ammontari corrispondenti ai saldi bilaterali in consegna/ritiro – rientri nel *framework* concettuale testé indicato.

6 I servizi di *collateral management*

Una delle caratteristiche salienti dei sistemi finanziari degli ultimi decenni è il ricorso via via crescente a tecniche di collateralizzazione dei rapporti creditizi, in base alle quali, in caso di insolvenza del debitore, un creditore può rivalersi sulle garanzie prestate da quest'ultimo a soddisfacimento del proprio credito. Le garanzie prestate sono tipicamente titoli o contante.

Questa tendenza si è manifestata in maniera forte con lo sviluppo del mercato dei *repo*, a cui si è fatto cenno nel paragrafo 1.1, che, come detto in quella sede, nella sostanza sono dei contratti di prestito garantiti da titoli. Si è manifestata altresì con l'adozione da parte di quasi tutte le banche centrali di una politica di concessione del credito infragiornaliero su base collateralizzata, a fronte di titoli di elevata qualità, a tal fine spesso utilizzando proprio i contratti *repo*. Inoltre, anche il mercato del prestito titoli è del tipo collateralizzato; i contratti di prestito titoli sono garantiti da titoli (diversi da quelli oggetto del prestito) o da contante.

Parallelamente, come diffusamente argomentato in altre parti di questo lavoro, tecniche di collateralizzazione dei rapporti creditizi si sono affermate al fine di mitigare il rischio di sostituzione derivante dalla possibile insolvenza della controparte di una transazione in strumenti finanziari. Tale tendenza, che ha subito una forte accelerazione a seguito delle iniziative legislative che hanno fatto seguito alla crisi del 2007-2008, ha preso la duplice forma di: (i) un utilizzo sempre maggiore delle controparti centrali; e (ii) un incremento sostanziale – seppure graduato nel tempo, da punto di vista delle categorie di controparti interessate – del livello di collateralizzazione dei contratti derivati OTC non garantiti da una controparte centrale:

- l'obbligo di scambio dei margini di variazione è pienamente applicabile; e
- l'obbligo di scambio dei margini iniziali è applicabile per le controparti appartenenti ai primi quattro scaglioni (controparti il cui valore nozionale dei contratti derivati *outstanding* sia superiore a 750 \$/MLD), mentre le fasi V e VI sono previste per il 1° settembre 2021 e il 1° settembre 2022, rispettivamente, come più diffusamente spiegato nell'allegato 1.

Così stando le cose, la domanda di *collateral* nella forma dei valori mobiliari¹⁸⁵ è cresciuta nel tempo a ritmi molto sostenuti, tali da renderlo un fattore economico sempre più scarso. In tali circostanze, il mercato ha sviluppato, e continua a sviluppare, servizi cosiddetti di *collateral management*, il cui scopo è quello di aumentare l'efficienza nella gestione dello stesso, ossia, di allievare il problema della scarsità del *collateral*.

I servizi di *collateral management* si sono sviluppati in relazione al mercato dei *repo*, nella forma del *triparty collateral management*. Un tipico servizio di *triparty collateral management* offre le seguenti funzionalità:

¹⁸⁵ Nel seguito di questo capitolo per brevità si farà riferimento alla locuzione "*collateral*", con ciò intendendo il "*collateral* nella forma dei valori mobiliari".

- selezione dei titoli da dare a garanzia (e relativo trasferimento dal datore di garanzie al prenditore);
- restituzione dei titoli (dal prenditore al datore), nel caso di *collateral* in eccesso;
- integrazione dei titoli (dal datore al prenditore), nel caso di *collateral* in difetto;
- sostituzione dei titoli (dal datore al prenditore e viceversa), in circostanze determinate, per esempio qualora i titoli dati a garanzia non siano più eleggibili.

Le attività di selezione e sostituzione dei titoli sono svolte sulla base di: (i) regole di eleggibilità; (ii) parametri di valorizzazione; e (iii) limiti di concentrazione. Le attività di restituzione e integrazione dei titoli sono effettuate sulla base dei suddetti parametri di valorizzazione. La valorizzazione dei titoli è attività propedeutica a tutte le altre, in quanto permette di determinare l'adeguatezza dei titoli da dare o dati a garanzia.

Come risulta evidente, le sopra indicate funzionalità implicano il trasferimento di titoli dal datore di garanzie al prenditore e/o dal prenditore al datore, il tutto con l'obiettivo di mantenere le garanzie al valore concordato tra le parti. Come anticipato, l'ottica è quella di economizzare sul valore dei titoli utilizzati a fini di collateralizzazione.

Per raggiungere tale obiettivo il servizio deve avere la "disponibilità" di enormi quantità di titoli e deve essere in grado di effettuare agevolmente il trasferimento dei suddetti titoli (dal datore al prenditore e/o dal prenditore al datore). I soggetti in grado di soddisfare le condizioni precedenti sono, in termini generali, i depositari centrali e gli intermediari, di grosse dimensioni.

Con riferimento specifico ai depositari centrali, la movimentazione dei titoli – a fini di fornitura iniziale, restituzione, integrazione e sostituzione delle garanzie – avviene tramite la generazione automatica di istruzioni di regolamento e conseguente invio al sistema di regolamento.

Più in generale, seppure il numero di *player* importanti nel mercato globale del *triparty collateral management* sia limitato, si assiste comunque ad una frammentazione dei *pool* di liquidità. Ciò è dovuto alla scarsa interoperabilità tra i servizi offerti da tali soggetti, la qual cosa rende relativamente complicato il trasferimento del *collateral* laddove necessario e non permette un utilizzo ottimale dello stesso.

A seguito degli impegni presi dai Paesi del G20 in relazione all'obbligo di scambio delle garanzie su base bilaterale, il mercato sta sviluppando servizi di *collateral management* con riferimento ai contratti derivati OTC non garantiti da una controparte centrale. Tali servizi, oltre a dover tener conto dell'obbligo di segregazione delle garanzie, devono anche tener conto delle caratteristiche peculiari di tali contratti. La caratteristica principale consiste nel fatto che, a differenza dei contratti *repo*, non vi è un creditore che rimane tale per tutta la durata del contratto, bensì lo *status* di creditore (o di debitore) – e l'ammontare del credito – dipende dai fattori che influenzano il

valore del contratto. A ciò si aggiunge il connesso obbligo di effettuare chiamate di margini di variazione e l'obbligo di effettuare chiamate di margini iniziali.

In generale, i servizi di *collateral management* tendono a essere strutturati diversamente sulla base delle caratteristiche dei prodotti (*repo*, prestito titoli, contratti derivati OTC non garantiti da una controparte centrale, etc.), con ciò ulteriormente moltiplicando i *pool* di liquidità. La sfida per il mercato è l'integrazione dei diversi servizi di *collateral management*.¹⁸⁶

Un ulteriore incentivo allo sviluppo di servizi di *collateral management* può derivare da periodi di crisi, nei quali i benefici di tali servizi possono essere maggiormente apprezzati. Per esempio, nella crisi associata alla prima ondata della pandemia da COVID-19, si è assistito, con riferimento particolare al mercato dei contratti derivati OTC non garantiti da una controparte centrale, ad un drastico aumento delle chiamate di margini e del valore delle garanzie trasferite.

Un ruolo molto attivo nell'armonizzazione dei processi di *collateral management* a livello europeo è svolto dall'Eurosistema e dall'AMI-SeCo. Per quanto riguarda l'Eurosistema, come abbiamo visto nel paragrafo 5.1.3, a norma dell'articolo 18 dello statuto del SEBC e della BCE, la concessione di credito può essere effettuata esclusivamente a fronte di adeguate garanzie. A tal proposito, l'Eurosistema è in procinto di realizzare lo "*European Collateral Management System*" ("*ECMS*"), il quale rappresenta il sistema condiviso per la gestione delle garanzie ricevute nelle operazioni di politica monetaria e di credito infragiornaliero e per l'interazione con le controparti delle suddette operazioni, che sostituirà i 19 sistemi oggi in uso dalle 19 banche centrali nazionali dell'Eurosistema.¹⁸⁷

L'AMI-SeCo, a sua volta, come anticipato nel paragrafo 5.2.2, ha un programma di armonizzazione dei processi inerenti il *collateral management* basato sui seguenti principi, che in realtà sono un insieme di strumenti e di obiettivi intermedi e finali:¹⁸⁸

- creazione di un unico "regolamento" a livello europeo per la gestione dei processi inerenti il *collateral management*, denominato SCoRE ("*Single Collateral Rulebook for Europe*"), composto da 10 set di standard (strumento):¹⁸⁹

186 Si veda, tra gli altri, Kadikar (2018, p. 30).

187 La messa in produzione dello ECMS, originariamente prevista per novembre 2022, è stata posticipata di un anno, a novembre 2023, in linea con la decisione di posticipare di un anno (da novembre 2021 a novembre 2022) anche un altro importante progetto dell'Eurosistema ("*consolidamento T2-T2S*"), a causa della pandemia da COVID-19.

188 Si veda www.ecb.europa.eu/payments&markets/market-integration.

189 I 10 set di standard si riferiscono a: (i) *triparty collateral management*; (ii) fatturazione; (iii) eventi societari; (iv) aspetti operativi di tipo fiscale; (v) *collateral management* di tipo bilaterale; (vi) processi legati alla marginazione; (vii) orari di *cut-off*; (viii) scambio dei dati per la valorizzazione del *collateral*; (ix) movimentazione del *collateral*; e (x) *collateral* denominato in valute diverse dall'euro.

ad oggi, standard sono stati concordati in tre aree: (i) "*triparty collateral management*"; (ii) "fatturazione"; ed (iii) "eventi societari";¹⁹⁰

come abbiamo visto nel paragrafo 5.2.2, al quale si rimanda, gli standard AMI-SeCo in materia di eventi societari, al momento limitatamente ai titoli di debito, sono complementari agli standard di mercato, in particolare ai "*Market Standards for Corporate Actions Processing*"; ulteriori standard in tema di eventi societari su strumenti diversi dai titoli di debito, in primo luogo azioni, sono in corso di definizione;

- utilizzo della messaggistica standard internazionale (strumento);
- modalità di interazione del tipo STP (obiettivo intermedio);
- interoperabilità tra i diversi sistemi (obiettivo intermedio); e
- aumento della disponibilità di *collateral* (obiettivo finale).

L'obiettivo finale di aumentare la disponibilità di *collateral* in Europa è ottenuto grazie ad una migliore capacità di mobilitazione del *collateral* stesso tra i diversi sistemi (o *location*), che si traduce in un incremento dell'offerta e in una riduzione della domanda dello stesso. Al medesimo obiettivo concorre una riduzione della domanda di *collateral* dovuta alla razionalizzazione dei processi in occasione di eventi societari, quali lo stacco cedole e il rimborso del capitale.

La definizione di un "regolamento" unico a livello europeo per la gestione dei processi inerenti il *collateral management* rappresenta, come sopra indicato, uno degli strumenti per il raggiungimento dell'obiettivo finale di aumentare la disponibilità di *collateral*. Tra i dieci set di standard di cui si dovrebbe comporre tale regolamento unico ricordiamo, oltre ai già ricordati standard in materia di *corporate action*, anche quelli relativi ad aspetti operativi di tipo fiscale. L'obiettivo di tali standard è di rendere più prevedibili e più stabili i fabbisogni di *collateral* in occasione di eventi societari, quali lo stacco cedole e il rimborso del capitale, che si traduce, come testé indicato, in una riduzione nella domanda di *collateral*.

¹⁹⁰ Come anticipato nel paragrafo 5.2.2, il periodo di implementazione di questi tre set di standard è, in generale, novembre 2023; fanno eccezione gli standard in tema di messaggi ISO 20022, per i quali è prevista un'implementazione in due fasi: il periodo di implementazione della prima fase coincide con quello degli altri standard (novembre 2023), il secondo è provvisoriamente previsto per novembre 2025. La prima fase di implementazione di questi standard era originariamente prevista per novembre 2022; anche in questo caso si è assistito ad un posticipo di un anno a causa della pandemia da COVID-19.

7 La CLS Bank International (ancora sul rischio di capitale)

La *CLS Bank International* ("CLS") è una banca di diritto statunitense, specializzata nella gestione di un sistema di pagamento multivalutario, designato dalla *Bank of England* e regolato dalla legge inglese, ai sensi della direttiva SFD (almeno fino alla fine del periodo transitorio previsto dall'accordo tra il Regno Unito e l'Unione europea in relazione alla *Brexit*) e operativo dal 2002.¹⁹¹ Ad oggi, le valute trattate sono diciotto e i partecipanti più di 70.¹⁹²

Come anticipato, la banca CLS rappresenta un *unicum* nel panorama internazionale. Ciò in quanto la banca CLS è l'unica istituzione al mondo in grado di eliminare il rischio di capitale nell'ambito delle transazioni in valuta, grazie all'applicazione del principio *Payment versus Payment* (PVP). La banca CLS deve la sua origine, in ultima analisi, all'insolvenza della banca Herstatt di Colonia nel 1974 e all'attività di *moral suasion* delle banche centrali del Gruppo dei 10 Paesi ("G10") affinché il problema fosse risolto nell'ambito di una soluzione di tipo privatistico, con il supporto delle medesime banche centrali.

In analogia all'attività di regolamento svolta dai depositari centrali, ed in particolare all'applicazione da parte di questi ultimi del principio DVP, la banca CLS gestisce il regolamento delle transazioni in valuta sulla base del principio PVP. Ciò vuol dire che il venditore di una valuta (euro) non acquisisce la disponibilità dell'altra valuta (dollari) fino a quando non abbia perso la disponibilità degli euro e, allo stesso tempo, il venditore dei dollari non acquisisce la disponibilità degli euro fino a quando non abbia perso la disponibilità dei dollari (si veda il grafico 8).¹⁹³

191 La designazione ai sensi della direttiva SFD produce i suoi effetti in tutto il territorio dell'Unione (almeno fino alla fine del periodo transitorio previsto dall'accordo tra il Regno Unito e l'Unione europea in relazione alla *Brexit*). Nelle giurisdizioni in cui la SFD non produce effetti, la protezione delle istruzioni di pagamento processate da CLS è ottenuta, in generale, grazie all'applicazione di normative simili alla SFD.

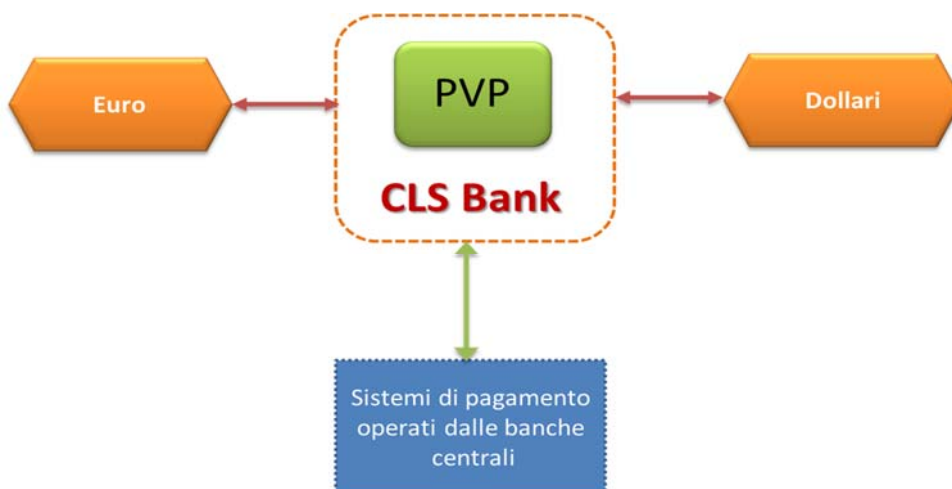
Successivamente alla fine del periodo transitorio legato alla *Brexit*, la designazione della *Bank of England* smetterà di produrre effetti nel territorio dell'Unione. Si pone, dunque, il problema della protezione delle istruzioni di pagamento processate da CLS nel caso di insolvenza di un partecipante stabilito nel territorio dell'Unione. Per ciò che concerne l'Italia, la protezione sarà garantita dall'applicazione ai partecipanti italiani delle disposizioni del decreto legislativo 12 aprile 2001, n. 210, attuativo della SFD, grazie al Provvedimento della Banca d'Italia del 27 ottobre 2020, adottato ai sensi dell'articolo 10, comma 5, del medesimo decreto.

Un analogo provvedimento è stato adottato dalla Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, il 24 novembre 2020, ai partecipanti ai sistemi gestiti dalle controparti centrali *LCH Limited* e *ICE Clear Europe Limited*, anch'essi regolati dalla legge inglese.

192 Dollaro australiano, dollaro canadese, euro, yen, franco svizzero, sterlina e dollaro statunitense (dal 2002); corona danese, corona norvegese, dollaro di Singapore e corona svedese (dal 2003); dollaro di Hong Kong, won coreano, dollaro neozelandese e rand sudafricano (dal 2004); sheqel israeliano e peso messicano (dal 2008); e fiorino ungherese (dal 2015). Si veda www.cls-group.com.

193 Come chiarito più avanti nel testo, oltre ai pagamenti connessi alle transazioni in valuta (bidirezionali), la banca CLS gestisce alcune limitate categorie di pagamenti unidirezionali, per i quali, evidentemente, il principio PVP non è rilevante.

Grafico 8 – La banca CLS"



A tal fine, la banca CLS detiene un conto presso ciascuna delle banche centrali di emissione delle valute trattate, nell'ambito dei sistemi di pagamento di tipo lordo da esse gestiti. Tramite questi conti, la banca CLS riceve i pagamenti dai propri partecipanti ed effettua i pagamenti a favore dei propri partecipanti. I partecipanti al sistema CLS, a loro volta, detengono ciascuno un conto multivalutario presso la banca CLS, sui quali sono registrati i regolamenti nelle diverse valute.

Il modello di regolamento utilizzato dalla banca CLS prevede due fasi principali: (i) la fase di regolamento; e (ii) la fase di *funding* delle posizioni in consegna (o "posizioni corte"). A queste due fasi principali si aggiunge la fase di pagamento a favore dei partecipanti con posizioni in ritiro (o "posizioni lunghe").

Il regolamento delle istruzioni di pagamento avviene sui conti multivalutari detenuti dai partecipanti presso la banca CLS, su base lorda – ossia, istruzione per istruzione – nel rispetto del principio PVP (laddove rilevante), in anticipo rispetto al *funding*. Il regolamento viene effettuato se (e solo se) sono cumulativamente soddisfatte alcune condizioni:

- le posizioni corte non devono superare un doppio set di limiti relativi, rispettivamente, alle singole valute e ai singoli partecipanti; un'istruzione di pagamento in una data valuta (diciamo euro) e di un dato partecipante (diciamo A) è regolata se (e solo se), successivamente al suo regolamento: (i) la posizione corta netta in euro del partecipante A non supera il limite fissato per gli euro; e (ii) la posizione corta netta del partecipante A, aggregata per tutte le valute, previa conversione in una singola valuta (il dollaro statunitense), non supera il limite fissato per il partecipante A; e
- le posizioni corte nette sono, diciamo così, coperte; un'istruzione di pagamento è regolata se (e solo se), successivamente al suo regolamento, la posizione corta netta, aggregata per tutte le valute, di un partecipante non è superiore

alla posizione lunga netta, aggregata per tutte le valute, del medesimo partecipante, previa conversione in una singola valuta (il dollaro statunitense) e, soprattutto, previa applicazione di appositi *haircut*, per singola valuta, che hanno l'effetto di incrementare il valore delle posizioni corte e di ridurre il valore delle posizioni lunghe.

Per quanto riguarda la fase di *funding*, la provvista per il regolamento è effettuata in moneta di banca centrale, sui sistemi di pagamento di tipo lordo gestiti dalle banche centrali di emissione delle valute trattate nel sistema CLS (si veda il grafico 8). I partecipanti con posizioni corte nette in una o più valute effettuano i pagamenti dovuti al fine di soddisfare i propri obblighi di consegna nel sistema a favore dei conti detenuti dalla banca CLS presso le rispettive banche di emissione ("*Pay-Ins*"). Una volta che la banca CLS riceve i *Pay-Ins*, essa effettua i pagamenti, a valere dei medesimi conti, a favore dei partecipanti con posizioni lunghe nette ("*Pay-Outs*").

I *Pay-Ins* sono pari alle posizioni corte nette, mentre i *Pay-Outs* sono pari alle posizioni lunghe nette. In altri termini, i pagamenti in moneta di banca centrale corrispondono ai saldi multilaterali a credito e a debito, in capo a ciascun partecipante, per singola valuta.

In condizioni fisiologiche, alla fine della giornata di regolamento i conti detenuti dalla banca CLS presso le banche di emissione delle valute trattate nel sistema presentano un saldo pari a quello della giornata di pagamento. Tali saldi possono benissimo essere pari a zero. Come pari a zero sono, nelle medesime circostanze, i conti che i partecipanti al sistema CLS detengono presso la banca CLS: gli obblighi di consegna di valuta sono bilanciati dai corrispondenti pagamenti effettuati (in moneta di banca centrale), mentre i diritti a ritirare valuta sono bilanciati dai corrispondenti pagamenti ricevuti (in moneta di banca centrale).

Le seguenti tipologie di transazioni implicano uno scambio di valute diverse e sono regolate nel sistema CLS nell'ambito del servizio di base "*CLSSettlement*": (i) le transazioni a pronti (*FX spot*), con regolamento a due giorni, generalmente, ma anche ad un giorno; (ii) le transazioni a termine (principalmente *FX forward*), con intervallo di regolamento più lungo; e (iii) *cross-currency swap*, che consistono in una gamba a pronti e in una gamba a termine esattamente speculare. Tutte le transazioni a pronti e a termine – incluso le diverse gambe dei *cross-currency swap* – sono "verificate" elettronicamente e, una volta che il processo di verifica dei termini del contratto abbia dato esito positivo, confluiscono nei saldi multilaterali a credito e a debito. Al fine di limitare il rischio di liquidità, la banca CLS adotta meccanismi di riduzione del rischio molto complessi.¹⁹⁴

Oltre ai pagamenti connessi alle transazioni in valuta (bidirezionali), la banca CLS gestisce alcune, limitate categorie di pagamenti unidirezionali in un sottoinsieme

¹⁹⁴ Lindley (2008); e *CLS Bank International* (2016), dal quale molte delle informazioni presenti in questo capitolo sono tratte.

di 9 delle 18 valute trattate, in relazione al servizio denominato "*OTC Derivatives*".¹⁹⁵ Con riferimento a tale servizio, la banca CLS gestisce, a partire dal dicembre 2007, in *partnership* con la *Depository Trust & Clearing Corporation* (DTCC), i pagamenti dovuti tra le controparti di CDS, per esempio il pagamento dei *coupon*. Tali pagamenti, previamente compensati per coppia di partecipanti da parte di DTCC, sono inviati alla banca CLS e contribuiscono, insieme a tutte le altre istruzioni di pagamento (bidirezionali) ricevute, alla determinazione dei saldi multilaterali a credito e a debito, per regolamento il giorno successivo a quello di invio da parte di DTCC. Sul punto si ritornerà nel paragrafo 8.3.

Nel corso degli anni, la banca CLS ha allargato la gamma dei servizi offerti ai propri partecipanti, anche tramite altre società del gruppo, oltre i servizi testé descritti – ossia, il servizio di base *CLSSettlement* e il servizio *OTC Derivatives*:

- nel 2013 ha introdotto la possibilità di regolare le transazioni *spot* nella medesima giornata di negoziazione, limitatamente al dollaro statunitense e al dollaro canadese, estendendo successivamente (nel luglio 2019) tale possibilità all'euro e alla sterlina;
- dal 2015, la banca CLS facilita la compressione delle transazioni *forward* in essere, già verificate, tramite l'invio, per conto dei partecipanti al servizio, di tali transazioni ad una società specializzata, appunto, nel servizio di *compression* ("*TriOptima*", cfr. *infra*);

il servizio di compressione consiste nella risoluzione di un certo numero di transazioni e la creazione di altre, con l'obiettivo di ridurre il valore nozionale (e il numero) delle transazioni *forward* in essere;¹⁹⁶ da un punto di vista finanziario, la compressione delle transazioni *forward* in essere permette di ottenere i benefici della compensazione multilaterale dei pagamenti, senza necessità di attendere le rispettive date di regolamento future;

- dal 2015, i saldi multilaterali a credito e a debito includono anche i movimenti di valuta iniziali e finali derivanti da *cross-currency swap* verificati elettronicamente tramite la piattaforma *MarkitSERV*, collegata a CLS in modalità STP;
- dal 2018, possono essere regolate presso la banca CLS le transazioni in valuta garantite da controparte centrale (in un sottoinsieme delle 18 valute trattate); e
- dal 2018, la banca CLS offre il servizio di compensazione bilaterale dei flussi di pagamento, in relazione a valute diverse da quelle accettate da banca CLS nell'ambito del servizio di base *CLSSettlement*; a monte del processo di calcolo delle posizioni bilaterali nette, per coppie di partecipanti al servizio e per valuta, le transazioni sono soggetto al processo standard di verifica dei termini

¹⁹⁵ Dollaro australiano, dollaro canadese, euro, yen, franco svizzero, sterlina e dollaro, dollaro di Singapore e dollaro di Hong Kong.

¹⁹⁶ È responsabilità dei partecipanti chiedere la cancellazione dal sistema delle transazioni *forward* risolte e inserire le nuove nel sistema.

contrattuali; a valle, è responsabilità dei partecipanti di preoccuparsi del regolamento al di fuori della banca CLS¹⁹⁷.

La banca CLS è soggetta, tra l'altro, a rischi di credito e di liquidità. Tali rischi sono tuttavia notevolmente attenuati dall'elevata specializzazione funzionale della banca, la quale è soggetta alla vigilanza su base cooperativa da parte di un comitato di banche centrali presieduto, in qualità di *primary overseer*, dalla *Federal Reserve Bank* di New York.¹⁹⁸

197 Questo servizio, denominato "**CLNet**", ha la peculiarità – oltre alla circostanza, indicata nel testo, che il regolamento avviene al di fuori della banca CLS – di essere operato su una piattaforma basata su DLT. Non sono disponibili informazioni pubbliche sulle modalità concrete di funzionamento della DLT utilizzata nell'ambito del servizio *CLNet*.

198 Al comitato partecipano le banche centrali di emissione delle valute trattate dal sistema e le altre banche centrali dei Paesi del G10 (per l'Eurosistema partecipano la BCE e le banche centrali nazionali di Belgio, Francia, Germania, Italia e Olanda).

8 Il mercato dei contratti derivati OTC

Il mercato dei contratti derivati OTC è stato tradizionalmente un mercato dominato dai cosiddetti "dealer" – ossia, di quei soggetti, individuati a partire dal 2005 dalla *Federal Reserve Bank of New York*, che svolgono nel mercato funzione di *market making*¹⁹⁹ – in cui i *dealer* negoziavano tra di loro e con la propria clientela e in cui le transazioni venivano eseguite al di fuori dei mercati organizzati e senza l'intervento di una controparte centrale. Il mercato nasce, si afferma e si sviluppa come mercato globale non soggetto ad alcuna regolamentazione. L'affermazione avviene intorno agli anni ottanta del secolo scorso. Le dimensioni del mercato sono impressionanti.

Il mercato dei derivati OTC ha avuto un ruolo cruciale nella crisi del 2007-2008, in particolare in relazione alla componente dei CDS. In molte parti di questo lavoro, abbiamo fatto riferimento alle esposizioni creditizie reciproche che derivano dalle negoziazioni di strumenti finanziari e, per quanto di interesse in questa sede, di contratti derivati OTC e delle garanzie (margini) che possono essere scambiate a copertura delle suddette esposizioni. Secondo Acharya, Engle, Figlewski, Lynch, e Subrahmanyam (2009), il rischio sistemico del mercato durante la crisi del 2007-2008 è dipeso dalle esternalità negative connesse alle asimmetrie informative esistenti tra le controparti dei contratti derivati OTC. Ciò in quanto, in un mercato OTC, un soggetto (A) non è a conoscenza dei contratti complessivamente sottoscritti dalle proprie controparti (B, C, D, etc.), delle esposizioni creditizie che ne derivano e delle garanzie ricevute, e di conseguenza del rischio di controparte sopportato. Se ne fosse a conoscenza, potrebbe chiedere un ammontare superiore di garanzie. Il risultato è, in generale, un ammontare di garanzie minore di quanto sarebbe stato ottimale, in una misura che dipende dal grado di interconnessione tra i vari operatori.

Tali autori hanno proposto tre possibili soluzioni, non mutualmente esclusive:

1. segnalazione dei contratti ad un soggetto specializzato, un *trade repository* (soluzione I);
2. garanzia dei contratti presso una controparte centrale (soluzione II); e
3. negoziazione dei contratti in un mercato organizzato, un *exchange* nell'esperienza statunitense (soluzione III).

La **soluzione I** permette alle autorità pubbliche di conoscere i dettagli dei contratti negoziati dai diversi operatori, ma da sola non permette di ridurre il rischio di

199 https://www.newyorkfed.org/markets/otc_derivatives_supervisors_group.html#tabs-4. Trattasi di gruppi finanziari di notevoli dimensioni che, in aggiunta all'operatività in derivati, e in titoli, potevano anche operare come banche commerciali e d'investimento e come *asset manager* (Duffie, 2010).

La composizione di questo gruppo autodefinitosi di "Major Dealers" è variata nel tempo. Nel 2005 era composta da 14 soggetti: *Bank of America, N.A., Barclays Capital, Bear, Stearns & Co., Citigroup, Credit Suisse First Boston, Deutsche Bank AG, Goldman, Sachs & Co., HSBC Group, JP Morgan Chase, Lehman Brothers, Merrill Lynch & Co., Morgan Stanley, UBS AG, Wachovia Bank, N.A.* Fino alla crisi del 2007-2008 molti di questi *dealer* non avevano licenza bancaria; oggi tutti i *dealer* hanno licenza bancaria: alcuni sono stati dichiarati insolventi (*Bear, Stearns & Co.* e *Lehman Brothers*), altri sono stati incorporati da soggetti bancari (p.e. *Merrill Lynch & Co.*) e altri ancora hanno acquisito la licenza bancaria (p.e. *Goldman, Sachs & Co.*).

controparte. La **soluzione II** permette di ridurre il rischio di controparte, grazie all'interposizione di un soggetto specializzato, come abbiamo visto nel capitolo 4, nella gestione del rischio di controparte. La **soluzione III** permetterebbe, nelle intenzioni degli autori, di aumentare la trasparenza del mercato e, così facendo, di eliminare alla radice il problema delle asimmetrie informative esistenti tra le controparti dei contratti derivati OTC. Tale soluzione, tuttavia, non sembra tenere adeguatamente conto delle caratteristiche strutturali del mercato – in termini di liquidità: transazioni poco frequenti, di ammontare molto elevato – che lo rendono poco adatto a regole di trasparenza del tipo *pre-trade* e *post-trade* particolarmente stringenti.

Le scelte politiche effettuate dai Paesi del G20 si basano su tutte e tre le soluzioni prospettate, come precisato nell'allegato 1. Esse includono, altresì, l'obbligo di scambio delle garanzie su base bilaterale, per i contratti non garantiti da una controparte centrale, per il quale si prevede – con riferimento, in particolare, all'obbligo di scambio dei margini iniziali – un'implementazione per fasi, secondo la tempistica indicata nell'allegato 1.

Seppure un impulso decisivo alle modifiche strutturali intervenute nell'industria del post-trading dei contratti derivati OTC sia venuto dal processo di riforma dello stesso promossa in ambito G20, alcuni elementi strutturali, significativi per gli sviluppi successivi, erano già presenti al deflagrare della crisi nel settembre 2008. Ci riferiamo: (i) all'introduzione del servizio di controparte centrale; (ii) alla costituzione di un *Trade Information Warehouse*; e (iii) all'introduzione del servizio di *trade compression*. Questi argomenti, insieme ad altri, sono trattati nei paragrafi successivi. Nel paragrafo 8.1 si analizzano le dimensioni del mercato. Il paragrafo 8.2 è dedicato all'introduzione del servizio di controparte centrale. Il paragrafo 8.3 analizza il *Trade Information Warehouse* e accenna ai *trade repository*. Il paragrafo 8.4 è dedicato ai cosiddetti servizi di *post-trade risk reduction*, tra i quali figura il servizio di *trade compression*.

8.1 Le dimensioni del mercato

A partire dal 1998, con frequenza semestrale, la Banca dei Regolamenti Internazionali ("BRI") produce delle statistiche sulle dimensioni del mercato dei derivati – e di quello dei derivati OTC in particolare. Trattasi di tre diverse statistiche:

1. il valore nozionale *outstanding* rappresenta la somma dei valori nozionali di tutti i contratti in essere; il valore nozionale può essere definito come il valore sulla base del quale sono effettuati i pagamenti derivanti dai contratti; ciascun contratto è considerato solo una volta (no *double-counting*);
2. il "*gross market value*" (*outstanding*) rappresenta "*the sum of the absolute values of all open contracts with either positive or negative replacement values at the prevailing market prices*", ossia la somma dei valori di mercato (o delle valutazioni effettuate con il criterio del *mark-to-model*) di tutti i contratti in essere; anche in questo caso ciascun contratto è considerato solo una volta; poiché il contratto è positivo per una parte e negativo per l'altra, si considera soltanto il valore positivo;

3. la "*gross credit exposure*" (*outstanding*) rappresenta "*the gross value of contracts that have a positive market value after taking account of legally enforceable bilateral netting agreements*", ossia la somma di tutte le esposizioni compensate bilateralmente, nella misura in cui tale compensazione sia supportata da un accordo efficace di *close-out netting*.

Tutte e tre le statistiche rappresentano variabili di stock. Gli ultimi due concetti sono esemplificati nella **tabella 9**.²⁰⁰

200 Questi concetti ricordano i concetti di "esposizioni lorde" e di "esposizioni compensate bilateralmente" di cui alle tabelle 2 e 3, rispettivamente, del capitolo 3. Vi sono però delle differenze.

Da un punto di vista generale, mentre i primi si riferiscono alle esposizioni realizzate (basate sui valori di mercato), le seconde possono genericamente includere anche la componente potenziale.

Per quanto riguarda specificamente i *gross market value* e le esposizioni lorde, la differenza consiste nel fatto che per coppia di controparti si ha un *gross market value*, dato dalla somma dei valori di mercato presi in valore assoluto di tutti i contratti in essere, e due esposizioni lorde, date dalla somma dei valori di tutti i contratti che hanno il medesimo segno. La somma delle due esposizioni lorde è uguale al *gross market value*.

Per ciò che concerne, invece, specificamente i *gross credit exposure* e le esposizioni compensate bilateralmente, i due concetti sono perfettamente identici. L'aggettivo "*gross*" (lordo) – seppure possa essere un po' fuorviante, in quanto le esposizioni sono, appunto, nette – va inteso come riferito alle esposizioni creditizie al lordo delle garanzie prestate.

Tabella 9 – *Gross market value e gross credit exposure*

Party 1	Party 2	Positions	Market Value		Gross market value	Gross credit exposure
			Party 1	Party 2		
Dealer A	Dealer B	FX option	-10	+10	13	7
		Gold future	+3	-3		
		Net bilateral position	-7	+7		
Dealer A	Hedge fund	Single name CDS	+9	-9	14	4
		Multi name CDS	-5	+5		
		Net bilateral position	+4	-4		
Dealer A	Non-financial	Interest rate Swap	-4	+4	14	6
		Equity future	+10	-10		
		Net bilateral position	+6	-6		
Total					41	17

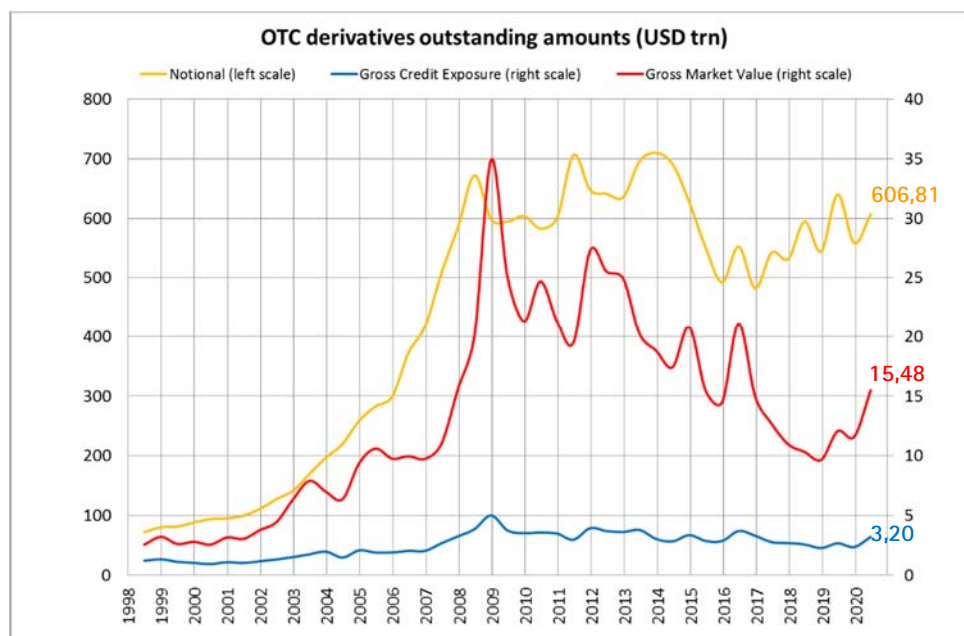
Fonte: Vause (2011, p. 30).

Le statistiche della BRI hanno cadenza semestrale e coprono sei *asset class*: (i) tassi, nell'ambito del quale spiccano i già menzionati IRS; (ii) credito, nell'ambito del quale spiccano i già menzionati CDS; (iii) valute; (iv) merci; (v) azioni; e (vi) una categoria residuale. Delle tre statistiche sopra riportate, le prime due (valore nozionale *outstanding* e *gross market value*) sono calcolate anche con riferimento alle singole *asset class*. La terza (*gross credit exposure*) non lo è in quanto il meccanismo di *close-out netting* che ne è alla base opera indistintamente su tutti i contratti in essere con la controparte inadempiente, a prescindere dalla categoria cui ciascuno di essi appartiene.

Le statistiche della BRI cumulate per tutte le *asset class* sono riportate nel grafico 9, dal quale possiamo trarre alcune considerazioni di ordine generale e di ordine specifico. Gli ultimi dati disponibili si riferiscono alla fine del primo semestre del 2020.²⁰¹

201 https://stats.bis.org/statx/srs/tseries/OTC_DERIV/H:D:A:A:5J:A:5J:A:T01:T01:A:A:3:C?t=D5.1&tp=20201&x=DER_TYPE.1.CL_OD_TYPE&to=s:line.

Grafico 9 – Andamento Esposizioni bilaterali nette finali temporale dei contratti derivati OTC



Il valore nozionale dei contratti derivati OTC *outstanding* è cresciuto costantemente dal 1998 fino al primo semestre 2008 (quando ha raggiunto un valore vicino al picco), da lì ha avuto un andamento altalenante.²⁰² Alla fine del primo semestre del 2020 il dato è pari a 607.000 \$/MLD (+ 48.500 \$/MLD, + 9%).

In quanto variabile di stock, il valore nozionale alla fine di un dato periodo è pari al valore nozionale all'inizio del periodo, più il valore nozionale dei contratti stipulati nel periodo, meno il valore nozionale dei contratti arrivati a scadenza nel periodo e meno il valore nozionale dei contratti cessati anticipatamente (totalmente o parzialmente) nel periodo. A partire dal 2007, e in maniera ancora più significativa dal 2008, a spiegare la dinamica del valore nozionale dei contratti derivati OTC *outstanding* viene in rilievo quest'ultimo effetto, grazie all'affermarsi del servizio di *compression*, a cui si è già fatto riferimento nel capitolo 3 e che verrà approfondito nel paragrafo 8.4.1, che consiste nell'estinzione anticipata (totale o parziale) di contratti ridondanti presenti nei portafogli degli operatori – soprattutto della categoria dei "dealer". Contratti ridondanti sono quei contratti che presentano caratteristiche economiche contrapposte. Ciò vale per i contratti fungibili – ossia, per quei contratti aventi caratteristiche perfettamente identiche – ma vale altresì per i contratti non fungibili.

202 Il valore nozionale dei contratti derivati OTC *outstanding* alla fine del primo semestre del 2008 era pari a circa 602.000 \$/MLD, valore che corrisponde a circa 10 volte il GDP mondiale. Il picco è stato raggiunto alla fine del 2013: circa 710.000 \$/MLD (9,3 volte il GDP mondiale). I valori riportati nel seguito, come quelli testé riportati, sono approssimati. Le variazioni si riferiscono al semestre precedente, ossia al secondo semestre del 2019.

Ma perché esistono contratti ridondanti nei portafogli degli operatori? Non sarebbe preferibile estinguere i contratti in essere? La ragione principale è probabilmente di ordine economico. Da un punto di vista individuale, proporre ad una controparte di estinguere un contratto pone in una situazione di debolezza in quanto la controparte potrà chiedere condizioni particolarmente sfavorevoli; è preferibile ricercare un'altra controparte, senza doverla informare delle proprie intenzioni di eliminare il rischio insito nel contratto.

L'andamento del *gross market value* e della *gross credit exposure* è più lineare rispetto all'andamento del valore nozionale *outstanding*. Si assiste ad una crescita continua fino al secondo semestre del 2008, a cui fa seguito una tendenziale riduzione. A prescindere dall'andamento nel tempo delle due variabili, queste non sono neanche lontanamente comparabili con il valore nozionale *outstanding*: alla fine del primo semestre del 2020, se, come abbiamo visto, il valore nozionale dei contratti derivati OTC *outstanding* è pari a 607.000 \$/MLD, il *gross market value* è pari a 15.500 \$/MLD (+ 3.900 \$/MLD, + 34%) e la *gross credit exposure* è pari a 3.200 \$/MLD (+ 1.200 \$/MLD, + 33%).²⁰³

D'altra parte, anche la differenza tra questi ultimi valori è significativa: alla fine del primo semestre del 2020, la *gross credit exposure* è pari al 20,6% del *gross market value* (stabile rispetto al periodo precedente). In presenza di un accordo efficace di *close-out netting*, le esposizioni creditizie lorde associate ai singoli contratti possono essere compensate bilateralmente e ciò dà luogo ad una riduzione delle esposizioni creditizie.

Nella **tabella 10**, i valori delle tre statistiche rappresentative del mercato dei derivati OTC sopra riportate con riferimento alla fine del primo semestre 2020 sono confrontati con i corrispondenti valori alla fine del 2008, che, come anticipato, rappresenta il picco delle serie storiche relative al *gross market value* e alla *gross credit exposure*.

Tabella 10 – Valore nozionale *outstanding*, *gross market value* e *gross credit exposure* (\$/MLD)

	2008 H2	2020 H1
Valore nozionale <i>outstanding</i> (a)	598.000	607.000
<i>Gross market value</i> (b) / (b)/(a)	35.000 / 5,9%	15.500 / 2,6%
<i>Gross credit exposure</i> (c) / (c)/(b)	5.000 / 14,3%	3.200 / 20,6%

Vale la pena di evidenziare l'incremento del rapporto tra la *gross credit exposure* e il *gross market value* (dal 14,3% al 20,6%), probabilmente grazie alla riduzione dei contratti ridondanti, che riduce il beneficio della compensazione bilaterale (*close-*

²⁰³ Gli incrementi indicati nel testo (primo semestre 2020 vs secondo semestre 2019) sono particolarmente significativi e sono sostanzialmente attribuibili alla categoria dei derivati su tassi. Ciò è dovuto alla riduzione dei tassi di interesse connessa alla politica monetaria espansiva delle banche centrali, attuata al fine di mitigare gli effetti depressivi della pandemia da COVID-19.

out netting) e, dunque, riduce la differenza tra il *gross market value* e la *gross credit exposure*.

Per ciò che concerne le quote per tipologia di contratti derivati OTC, in termini molto generali possiamo dire che le relative serie storiche sono più o meno stabili, con la rilevante eccezione dei **CDS**, che hanno avuto un ruolo molto importante nella crisi del 2007-2008, ma che oggi hanno un ruolo marginale. La componente più importante è sistematicamente quella dei **derivati su tassi di interesse** (alla fine del primo semestre del 2020, 82% del totale in termini di valore nozionale *outstanding*, il 78% del quale garantito da controparte centrale²⁰⁴).

8.2 Introduzione del servizio di controparte centrale

Un primo tentativo da parte di una controparte centrale di garantire i contratti derivati OTC era stato portato avanti da OM Stockholm prima del settembre 1998.²⁰⁵ Tale tentativo non è andato a buon fine.

Diversamente è andata al progetto annunciato dalla controparte centrale inglese LCH Ltd ("LCH") il 9 luglio 1998 di prestare il servizio denominato *Swapclear*, in relazione ad alcune categorie di contratti derivati OTC. Nello specifico si trattava di *interest rate swap* (IRS) e *forward rate agreement* (FRA) – categorie di contratti di tipo *plain vanilla*, rientranti nella categoria più generale di derivati su tassi di interesse, caratterizzati da un adeguato livello di standardizzazione e liquidità – con scadenza non superiore a 10 anni, denominati in dollari statunitensi, sterline, yen ed euro. Il servizio, partito nel settembre 1999, ha permesso a LCH di diventare leader mondiale nel segmento dei contratti derivati OTC su tassi di interesse: secondo quanto riportato dalla società, *Swapclear* rappresenta più del 50% del mercato globale degli IRS e più del 90% del segmento garantito da controparte centrale. Negli anni, *Swapclear* ha ampiamente incrementato e diversificato la sua offerta; solo per fare un esempio, il servizio oggi copre 27 valute.²⁰⁶ Inoltre, LCH ha esteso la sua offerta ad altre categorie di contratti derivati OTC, in particolare valute e credito, quest'ultima tramite la consorella francese LCH SA. Di seguito sono riportati alcuni dati sul livello di attività di LCH nel segmento dei contratti derivati OTC su tassi di interesse, che in parte si riferiscono alla compressione di portafoglio e dunque verranno ripresi nel paragrafo 8.4.1.

Nella **tabella 11a** sono riportati alcuni dati di stock e di flusso nel periodo che va dal 1° novembre 2018 al 31 ottobre 2019.²⁰⁷ Riprendendo un concetto già espresso in via generale, in quanto variabile di stock, il valore nozionale garantito alla fine di un dato periodo è pari al valore nozionale garantito all'inizio del periodo, più il valore

204 BIS (November 2020).

205 BIS (September 1998, p. 62). L'offerta di OM Stockholm riguardava sia categorie di contratti di tipo *plain vanilla* – rientranti nella categoria di derivati su tassi di interesse – sia, subordinatamente ad una loro accettazione, contratti derivati "*tailor-made*".

206 LCH (January 2021).

207 LCH-*SwapClear* (2019, p. 5).

nozionale dei contratti garantiti nel periodo, meno il valore nozionale dei contratti garantiti arrivati a scadenza nel periodo e meno il valore nozionale dei contratti garantiti cessati anticipatamente (compressi) nel periodo.

Tabella 11a – Swapclear – dati di stock e di flusso nel periodo 1° novembre 2018–31 ottobre 2019 (\$/MLD)

	Valore nozionale
<i>Outstanding</i> all'inizio del periodo	343.000
+ Contratti garantiti nel periodo	1.259.000
- Contratti scaduti nel periodo	298.000
- Contratti compressi nel periodo	944.000
<i>Outstanding</i> alla fine del periodo	360.000

Nella **tabella 11b**, invece, sono riportati dati di stock e di flusso per gli anni 2019 e 2020, unitamente alle variazioni percentuali rispetto all'anno precedente (laddove disponibili).²⁰⁸ Dai dati si evince un livello di attività in termini di flusso molto rilevante, sia in assoluto che relativamente al livello di attività in termini di *stock*: come si vede dalla **tabella 11b**, nel 2019, per esempio, il valore nozionale dei contratti garantiti ammontava a 1.229.000 \$/MLD, mentre il valore nozionale *outstanding* alla fine dell'anno ammontava a "soli" 316.000 \$/MLD, a causa principalmente del valore nozionale dei contratti garantiti compressi nel periodo (920.000 \$/MLD).²⁰⁹

Tabella 11b – Swapclear – dati di stock e di flusso negli anni 2019 e 2020 (\$/MLD)

	Valore nozionale	
	2019	2020
<i>Outstanding</i> alla fine del periodo	316.000	333.000
Contratti garantiti nel periodo	1.229.000 (+ 14%)	1.100.000 (-10%)
Contratti compressi nel periodo	920.000 (+ 19%)	747.200 (-19%)

Il valore nozionale *outstanding* alla fine del 2019 dei contratti derivati OTC su tassi di interesse garantiti da LCH (316.000 \$/MLD) rappresenta il 70% del valore

²⁰⁸ LCH (2020, January 2021), www.lch.com/services/swapclear/volumes.

²⁰⁹ Il sito della società fornisce i dati mensili del valore nozionale *outstanding* dal febbraio 2019 al gennaio 2021. Da questi dati si evince una certa variabilità dello stesso: valore minimo 316.000 \$/MLD (dicembre 2019), valore massimo 389.000 \$/MLD (febbraio 2020). Tale variabilità non deve sorprendere considerato che le variazioni del valore nozionale *outstanding* sono il risultato di tre variabili in una certa misura indipendenti nell'intervallo di un mese. Come indicato nel testo, tali variabili (di flusso) sono: (i) il valore nozionale dei contratti garantiti; (ii) il valore nozionale dei contratti garantiti arrivati a scadenza; e (iii) il valore nozionale dei contratti garantiti compressi.

nozionale complessivo *outstanding* (449.000 \$/MLD) e più del 90% del segmento garantito, come sopra anticipato.

8.3 Dal *Trade Information Warehouse* ai *trade repository*

Nel 2006, grazie anche alla *moral suasion* della *Federal Reserve Bank* di New York, la società leader nel mercato statunitense del post-trading (DTCC, tramite una sua controllata, Deriv/SERV) ha costituito il primo "*trade repository*" a livello globale (*Trade Information Warehouse*, "TIW"), specializzato in una specifica categoria di derivati OTC, i CDS.

Si trattava, e si tratta, di un *trade repository sui generis*, se confrontato con i *trade repository* costituiti ai sensi delle diverse legislazioni che hanno implementato gli impegni di riforma del mercato globale dei derivati OTC presi a livello di G20, con riferimento all'obbligo di *reporting*.²¹⁰ Ciò in quanto TIW gestiva e continua a gestire le attività di amministrazione dei contratti, per esempio, come sopra evidenziato, il pagamento dei *coupon* tra le controparti.

La gestione degli eventi derivanti dal contratto da parte di TIW è possibile solo in quanto i contratti registrati presso di essa sono assoggettati ad un processo di "verifica" elettronica (*matching and confirmation service*), a cura ancora una volta di Deriv/SERV, tramite il quale le controparti di mercato verificano la corrispondenza delle clausole contrattuali.²¹¹ Una volta confermato, il contratto è inviato a TIW, la quale ne conserva la cosiddetta "*golden copy*", ossia la copia sulla base del quale TIW ne gestisce le attività di amministrazione. A tal fine, è possibile anche effettuare il *backloading* di contratti esistenti.

Gli eventi derivanti dal contratto sono di vario tipo; gli eventi creditizi possono avere, come non avere, implicazioni in termini di pagamenti tra le controparti del contratto; in altri casi, l'evento consiste in un pagamento. Tra i diversi eventi gestiti da TIW ricordiamo: (i) pagamento dei *coupon*; (ii) eventi creditizi, quale il *default* della cosiddetta *reference entity*;²¹² e (iii) la novazione del contratto (ossia, la sostituzione della controparte originaria del contratto, con un'altra controparte).

In relazione agli eventi che consistono in pagamenti tra le controparti, o che hanno implicazioni monetarie, come anticipato nel capitolo 7, al quale si rimanda per gli aspetti connessi al funzionamento della banca CLS, TIW calcola il saldo bilaterale dei pagamenti dovuti per coppia di controparti (compensazione bilaterale) e per valuta, e, per le controparti che utilizzano tale servizio, crea le rispettive istruzioni di pagamento e le invia alla banca CLS, per regolamento il giorno successivo, nell'ambito della procedura standard da questi gestita di regolamento su base netta (compensazione multilaterale) dei flussi monetari.

210 A tal proposito, si veda l'allegato 1.

211 Il servizio, lanciato nel 2003, aveva raggiunto, al 28 agosto 2009, una quota di mercato pari al 95%.

212 In un CDS, la *reference entity* è il soggetto il cui rischio di credito è scambiato tra le controparti del contratto.

Tale *modus operandi* è utilizzato regolarmente per il pagamento dei *coupon* tra le controparti dei contratti CDS, ma è altresì utilizzato in caso di *default* di una *reference entity*, come è avvenuto il 21 ottobre 2008 in relazione all'insolvenza di *Lehman Brothers*, secolare banca di investimento statunitense (avvenuta il 15 settembre 2008). In tale circostanza, a fronte di un valore nozionale dei CDS registrati presso TIW (aventi *Lehman Brothers* quale *reference entity*) pari a circa 72 \$/MLD, e di un *gross market value* di 66 \$/MLD,²¹³ il valore dei saldi bilaterali compensati calcolati da TIW è risultato essere pari a circa 21 \$/MLD²¹⁴ e il valore dei pagamenti netti effettuati presso la banca CLS dai venditori netti di protezione ai compratori netti di protezione è stato pari a circa 5,2 \$/MLD.²¹⁵

Diversamente da TIW, i *trade repository tout court* (o semplicemente *trade repository*), ossia i *trade repository* costituiti ai sensi delle diverse legislazioni che hanno implementato l'obbligo di *reporting* promosso dal G20 per i contratti derivati OTC (in Europa il regolamento (UE) n. 648/2012 "EMIR"), non svolgono attività di amministrazione dei contratti. La loro funzione principale è quella di fungere da repertorio dei dati, in relazione ai contratti segnalati dalle controparti, al fine di permetterne l'utilizzo alle autorità di vigilanza. Al contrario di TIW – che era e rimane un *unicum* nel panorama internazionale, specializzato su una specifica categoria di derivati OTC, i CDS – il numero di *trade repository* è molto elevato, per singola giurisdizione e, *a fortiori*, a livello globale, e tutte (sicuramente in Europa) gestiscono l'intero spettro delle *asset class* di contratti derivati.

La molteplicità di *trade repository* ha fatto emergere il problema della standardizzazione dei dati segnalati, al fine della loro aggregazione a livello di giurisdizione o su scala globale. Il numero di campi associati ad un contratto derivato è molto elevato (anche nell'ordine di un centinaio). Il primo campo ad essere standardizzato è stato quello relativo al codice identificativo delle controparti. Fin dalla riunione di Los Cabos (giugno 2012), il processo di riforma del mercato dei derivati OTC promosso dai Paesi facenti parte del Gruppo dei 20 ("G20"), ha incluso l'impegno ad utilizzare i "*Legal Entity Identifiers*" (o codici LEI) per l'identificazione delle controparti. Per il resto, il lavoro di standardizzazione è stato portato avanti da CPMI-IOSCO, su richiesta del *Financial Stability Board* ("FSB"), lungo tre direttrici.²¹⁶

213 Il valore indicato nel testo è calcolato sulla base del differenziale di prezzo che i venditori di protezione hanno dovuto pagare ai compratori di protezione, pari a 91,375%. Da notare che il costo della protezione su *Lehman Brothers* il giorno prima della dichiarazione di insolvenza era solo del 7%!

214 Il concetto di "saldi bilaterali compensati" calcolati da TIW è simile ai concetti di *gross credit exposure* e di esposizioni compensate bilateralmente, con l'importante precisazione che il primo, ma non i secondi, si riferisce esclusivamente alla categoria di contratti gestiti tramite il TIW – i CDS, appunto – e solo nella misura in cui questi siano registrati presso il TIW.

215 *The Depository Trust & Clearing Corporation* ("DTCC", 2008). Non è detto che tutti i (circa) 21 \$/MLD di saldi bilaterali siano stati inviati alla banca CLS per il regolamento. Tuttavia, DTCC nota che "*currently all major credit default swap dealers use CLS Bank to settle obligations under credit default swaps*". Conseguentemente, il controvalore dei pagamenti inviati alla banca CLS per il regolamento non dovrebbe discostarsi molto dal valore dei saldi bilaterali calcolati da TIW.

216 A tal proposito si veda CPMI-IOSCO (*February 2017, September 2017, April 2018*).

1. *Unique Transaction Identifier* ("UTI"), che rappresenta un codice univoco che permette di identificare con certezza un contratto derivato, per tutta la durata dello stesso, incluso in occasione dei *life cycle event*;

la segnalazione dei contratti derivati ad una (o due) *trade repository* può avvenire sulla base di due diverse modalità: (i) *single-sided reporting*; e (ii) *double-sided reporting*; nello scenario di base in cui entrambe le controparti sono soggette al medesimo regime, abbiamo che:

- (i) nel primo caso (*single-sided reporting*) la segnalazione deve essere fatta solo da una delle due controparti; conseguentemente, un'unica segnalazione è fatta ad un unico *trade repository*; mentre
- (ii) nel secondo caso (*double-sided reporting*) la segnalazione deve essere fatta da entrambe le controparti; conseguentemente, due segnalazioni sono fatte ad uno o due *trade repository*;

l'utilizzo di uno standard comune per la generazione di codici univoci per l'identificazione delle transazioni permette alle autorità di vigilanza di collegare i due *report* connessi alla medesima transazione (*pairing*);

2. *Unique Product Identifier* ("UPI"), che rappresenta un codice univoco per identificare un particolare "prodotto"; un prodotto è identificato sulla base del tipo di strumento (per esempio, *forward*, opzione, *swap*) e le altre caratteristiche dello strumento medesimo (per esempio, se è prevista la consegna fisica del sottostante) e del sottostante (*in primis*, la classe di appartenenza);
3. *Critical Data Elements other than UTI and UPI* ("CDE"), che rappresentano, letteralmente, i dati critici delle segnalazioni diversi dall'UTI e dall'UPI e riguardano circa 100 elementi informativi dei contratti derivati, in relazione ai quali è definito il massimo livello di standardizzazione del formato di segnalazione; si tratta di informazioni riguardanti la controparte (codice LEI), la negoziazione (per esempio, data e orario), il *clearing*, il *pricing*, il *collateral*, etc.

8.4 I servizi di *post-trade risk reduction*

I servizi cosiddetti di *post-trade risk reduction* ("PTRR") hanno subito un grande sviluppo nel corso degli anni e oggi rappresentano un segmento molto importante dell'infrastruttura di post-trading dei contratti derivati OTC. Il minimo comune denominatore di questi servizi è, appunto, la riduzione dei rischi di post-trading – ossia, di rischi di vario tipo, diversi dal puro rischio di mercato: rischio di sostituzione, operativo, legale, di liquidità, etc.

Non esiste una categorizzazione generalmente accettata dei servizi di *post-trade risk reduction*, nuovi servizi vengono costantemente ideati e gli algoritmi che ne stanno alla base non sono conosciuti. Si può, però, ragionevolmente sostenere che due siano i servizi ad oggi più importanti: (i) il servizio di *compression*, il quale risale a ben prima della crisi del 2007-2008 (cfr. paragrafo 8.4.1); e (ii) il servizio di *rebalancing* (cfr. paragrafo 8.4.2). Tali servizi sono anche quelli presi in considerazione in un recente

report dell'ESMA (ESMA, November 2020), le cui conclusioni principali sono analizzate nel paragrafo 8.4.3.

Il servizio di *compression* ha come obiettivo primario la riduzione del numero e/o del valore nozionale dei contratti derivati OTC ridondanti *outstanding*, a cui si associa in via primaria una riduzione del rischio operativo e in via secondaria, in un contesto multilaterale e limitatamente ai contratti non garantiti da una controparte centrale, una riduzione delle esposizioni creditizie e le ulteriori conseguenze positive di quest'ultima (cfr. *infra*).

L'obiettivo primario del servizio di *rebalancing* è, invece, la riduzione delle esposizioni creditizie prospettiche, a cui si associano ulteriori importanti benefici (cfr. *infra*). I contratti ridondanti possono giovare della compressione del portafoglio; lo stesso dicasi per i contratti novati con una controparte centrale, i quali, a differenza dei contratti conclusi su un mercato organizzato, non sono soggetti alla cosiddetta *contractual consolidation* e, dunque, se non compressi, rimangono in vita fino a scadenza. Tuttavia, in prima approssimazione, tali contratti non rilevano dal punto di vista del servizio di *rebalancing* in quanto le esposizioni creditizie nette bilaterali già beneficiano del *close-out netting*. Rilevano soltanto, in prima approssimazione, i contratti ridondanti non garantiti da una controparte centrale conclusi con controparti diverse.²¹⁷ Tale scenario, come abbiamo visto nel paragrafo 8.1, non è inverosimile. Al fine di avere un'idea, seppur approssimativa, della posta in gioco in termini di rischio, facciamo riferimento all'analisi semplificata effettuata da Skinner (2019) e richiamata in EBF, ISDA (2020, p.14).

L'analisi si basa, in primo luogo, sulla constatazione che la percentuale di contratti *outstanding* alla fine del primo semestre del 2018 non garantita da controparte centrale era pari al 24%²¹⁸ e, in secondo luogo, sulle seguenti condivisibili considerazioni e sulle corrispondenti assunzioni:

- i contratti derivati OTC non garantiti da una controparte centrale sono più rischiosi di quelli garantiti, essendo questi ultimi limitati ai (più semplici) contratti che posseggono determinate caratteristiche in termini standardizzazione, liquidità e disponibilità di prezzi;

l'autore ipotizza che il rapporto sia di 2 a 1, per unità di valore nozionale;

- la somma delle esposizioni creditizie nette bilaterali (in valore assoluto) è superiore alla somma dei valori netti (in valore assoluto) dei portafogli complessivi dei singoli operatori a causa, come abbiamo visto, di contratti ridondanti non garantiti da una controparte centrale conclusi con controparti diverse;

²¹⁷ Quanto indicato nel testo è vero, appunto, solo in prima approssimazione. Come si dirà più diffusamente nel paragrafo 8.4.2, dal punto di vista del servizio di *rebalancing*, i contratti derivati OTC novati con una controparte centrale non rilevano se considerati isolatamente; tuttavia, essi rilevano alquanto se considerati insieme a contratti non garantiti da una controparte centrale.

²¹⁸ Come abbiamo visto nel paragrafo 8.1, la percentuale di contratti *outstanding* alla fine del primo semestre del 2020 non garantita da controparte centrale è lievemente diminuita (22%).

l'autore ipotizza che il rapporto tra le suddette variabili – caratterizzate in termini di rischio, ossia di variazioni rispetto alla variazione di un punto base dei tassi di interesse (cfr. *infra*) – sia di 3 a 1.

Con un po' di aritmetica si arriva alla conclusione che nel segmento dei contratti derivati OTC su tassi di interesse la percentuale di rischio non garantita da controparte centrale sarebbe pari a circa il doppio rispetto alla percentuale di rischio garantita da controparte centrale.²¹⁹ Tale conclusione può essere conservativamente estesa al totale dei contratti derivati OTC, in considerazione della predominanza di tale segmento in termini di valore nozionale (approssimativamente pari all'80% del totale) e del fatto che la percentuale dei contratti *outstanding* non garantita da una controparte centrale è più alta per tale segmento (alla fine del primo semestre del 2020, 78% contro 60% per i CDS e valori marginali per le altre categorie).

All'eccedenza delle esposizioni creditizie nette bilaterali rispetto ai valori netti si possono associare ulteriori conseguenze negative, in termini di: (i) effetti dell'inadempimento di una controparte; (ii) fabbisogno di *collateral*; e (iii) fabbisogno di liquidità. Specificamente, a causa dell'eccedenza delle esposizioni creditizie nette bilaterali rispetto ai valori netti, l'impatto sui prezzi di mercato derivante dall'inadempimento di una controparte sarà maggiore, il fabbisogno strutturale della risorsa scarsa *collateral* è maggiore e il fabbisogno temporaneo di liquidità per pagamenti è maggiore. Secondo quanto riportato in EBF, ISDA (2020, p. 21 e 22, rispettivamente):

- relativamente al punto *sub* (ii), l'eccedenza dei margini è pari a 12,6 \$/MLD; e
- relativamente al punto *sub* (iii), il rapporto tra margini di variazione lordi e margini di variazione netti è nell'intervallo 3-4 per un operatore di medie dimensioni, anche se il rapporto tra pagamenti effettuati e margini di variazione netti è minore; inoltre, tali rapporti tendono ad aumentare durante i periodi di crisi (il denominatore aumenta, ma il numeratore aumenta percentualmente di più), proprio nei momenti in cui l'accesso alla liquidità diventa più complicato;

secondo i dati forniti da AcadiaSoft (*June 2020*) – società specializzata nel servizio di calcolo e di chiamata dei margini di variazione, che, come riportato dalla stessa società e in EBF, ISDA (2020), copre una quota significativa di mercato – il valore delle *collateral call* nel mese di marzo 2020, nel pieno della crisi causata dalla prima ondata della pandemia da COVID-19, è aumentato di circa 2,5 volte rispetto alla media dei mesi di gennaio e febbraio, passando da circa 1.590 \$/MLD a circa 5.560 \$/MLD (grafico 10), con un valore medio giornaliero pari a 253 \$/MLD.

219 $2^3 \cdot 24 = 144$, che si avvicina molto a $76 \cdot 2 = 152$. L'autore si esprime nei seguenti termini: "*This leads to the unscientific but inescapable conclusion that about two-thirds of the gross global OTC interest rate derivatives counterparty risk is uncleared*" (p. 6, sottolineatura aggiunta).

Con la percentuale più recente di contratti *outstanding* non garantita da controparte centrale del 22%, il rapporto scende da 2 a 1,7 (all'incirca).

Grafico 10 – Valore mensile delle *collateral call* (margini di variazione) processate da AcadiaSoft



Fonte: AcadiaSoft Analytics

Sulla base degli elementi sopra riferiti, l'importanza del servizio di *rebalancing* non può essere sottovalutata.

8.4.1 Il servizio di *trade compression*

Il servizio di *trade compression* (oppure "*portfolio compression*" o, semplicemente, "*compression*") lanciato nel 2002 in relazione agli IRS, e subito dopo esteso ai CDS, dalla società *TriOptima AB* ("TriOptima"), specializzata nella fornitura di servizi di riduzione dei rischi associati ai contratti derivati OTC, è oggi utilizzato da 260/270 controparti di contratti derivati OTC, al fine di ridurre il numero dei contratti presenti nei loro portafogli e il relativo valore nozionale lordo complessivo. Il servizio copre contratti derivati appartenenti a quattro tra le principali *asset class* – ossia, tassi, credito, valute e merci – e denominati in 28 valute, ad oggi soprattutto IRS garantiti da sei controparti centrali, tra le quali spicca LCH, stante il ruolo di quest'ultima quale leader mondiale tra le controparti centrali attive in tale segmento dei contratti derivati OTC.²²⁰ Il servizio nasce per i contratti derivati OTC non garantiti da una controparte centrale e solo successivamente è esteso ai contratti garantiti da una controparte centrale.²²¹ Nel corso del tempo, a TriOptima si sono aggiunti altri *service provider*.²²² Gli algoritmi utilizzati dai *service provider* non sono conosciuti e possono differire l'uno dall'altro.

²²⁰ Si veda www.trioptima.com/trireduce/.

²²¹ La struttura del paragrafo segue tendenzialmente la suddetta evoluzione.

²²² A titolo di esempio, *Quantile Technologies Limited* e *Capitalab*, divisione di *BGC Brokers L.P.*

Come anticipato, i contratti derivati OTC presenti nei portafogli degli operatori – soprattutto della categoria dei *dealer* – sono caratterizzati da un elevato grado di ridondanza. La presenza di contratti ridondanti, anche solo parzialmente, genera costi, incluso in termini di maggiori requisiti di capitale, e rischi operativi.²²³ Obiettivo ultimo della *compression* è, dunque, quello di eliminare, o più realisticamente ridurre, le ridondanze presenti nei portafogli degli operatori, senza modificare in maniera sostanziale il profilo di rischio. Ciò si realizza grazie all'estinzione di alcuni dei contratti originari e alla variazione – generalmente nel senso della riduzione – del valore nozionale di altri, con conseguente riduzione del valore nozionale complessivo di portafoglio. Alternativamente, si procede all'estinzione (totale) di alcuni dei contratti originari e alla creazione di alcuni contratti nuovi, fermi restando gli obiettivi di riduzione del numero dei contratti e del valore nozionale complessivo di portafoglio. Come anticipato, in un contesto multilaterale e limitatamente ai contratti derivati OTC non garantiti da una controparte centrale, la riduzione del valore nozionale lordo complessivo di portafoglio ha come conseguenza la compensazione delle esposizioni creditizie e gli ulteriori benefici ad essa associati.

La *portfolio compression* può essere di tipo bilaterale o di tipo multilaterale. Come abbiamo visto nel paragrafo 3.2, la compensazione multilaterale è quella che produce i maggiori effetti. Tuttavia, in un contesto di contratti derivati OTC (non garantiti da una controparte centrale), ciascuna parte conosce le esposizioni creditizie proprie (nei confronti delle controparti), ma non conosce le esposizioni reciproche delle altre parti. È dunque "necessaria" la presenza di un soggetto terzo che fornisca il servizio, in modo da garantire la confidenzialità dei dati. È proprio quello che è successo con l'introduzione del servizio di *compression* da parte di TriOptima e degli altri *service provider*. Dunque, mentre la compressione di tipo bilaterale può essere effettuata direttamente tra le parti o con l'ausilio di un soggetto terzo, la compressione di tipo multilaterale richiede la presenza di un *service provider*.

Rispetto alla *compression* di tipo bilaterale (effettuata direttamente tra le parti), il servizio di *portfolio compression* (di tipo multilaterale) è più efficiente, per ciò che concerne sia la riduzione del numero dei contratti, che la riduzione del valore nozionale lordo complessivo di portafoglio (e delle relative esposizioni creditizie). Ciò è dovuto non solo alle caratteristiche intrinseche della compensazione multilaterale, e di quella bilaterale, ma anche alla circostanza che il servizio di *portfolio compression* permette un allargamento delle caratteristiche dei contratti assoggettabili alla *compression*, ossia permette di includere, oltre ai contratti fungibili, anche contratti non fungibili in termini di, per esempio, cedole, date di pagamento e scadenze residue. Infatti,

223 Nell'allegato 2 è riportata una lista di tutte le attività che in senso ampio possono essere definite di amministrazione di un IRS non garantito da una controparte centrale. La lista dà un'idea dei costi e dei rischi operativi associati ad un contratto derivato OTC non garantito da una controparte centrale.

I maggiori requisiti di capitale dipendono dalla circostanza che le regole di Basilea non attribuiscono – e/o non hanno sempre attribuito – rilevanza esclusiva alle esposizioni creditizie nette derivanti dall'applicazioni di clausole di *close-out netting*, attribuendo invece rilevanza anche alle esposizioni lorde derivanti dai singoli contratti. La *compression*, riducendo il valore nozionale lordo complessivo di portafoglio, riduce le esposizioni creditizie lorde e, conseguentemente, i requisiti di capitale. Nel regime di Basilea 3, ciò può dipendere dall'applicazione delle regole in tema di *leverage ratio*.

mentre la *compression* di contratti fungibili è attività relativamente semplice, la *compression* di contratti non fungibili può non esserlo, in quanto necessità di algoritmi più complessi che, a loro volta, possono richiedere livelli di investimenti non giustificati in un contesto bilaterale.

La compressione multilaterale di contratti aventi cedole, date di pagamento oppure scadenze residue diverse ha tipicamente (o può avere) delle conseguenze sul valore dei portafogli (bilaterali) e sulla sensibilità degli stessi al variare di fattori di rischio (per esempio, le variazioni di valore dei portafogli al variare di un punto base dei tassi di interesse), provocando in taluni casi, che dovrebbero comunque rimanere limitati, degli incrementi invece che delle riduzioni. Incrementi di valore dei portafogli si hanno altresì nel caso in cui la compressione multilaterale riguardi esclusivamente contratti fungibili, nella misura in cui si dia luogo ad incrementi, invece che a riduzione, del valore nozionale di alcuni contratti o si creino contratti nuovi. Al fine di non modificarne in maniera sostanziale il profilo di rischio dei portafogli, è necessario fissare adeguati livelli di tolleranza, che specificano esattamente di quanto possono variare le variabili sopra indicate in relazione ai singoli portafogli, fermo restando l'obiettivo della riduzione del valore nozionale e/o del numero di contratti per ciascun partecipante. Tale obiettivo può non essere sempre raggiunto per tutti i partecipanti.

Il tipico servizio di *trade compression* offerto da un *service provider* è, dunque, di tipo multilaterale e permette alle controparti di contratti derivati OTC – in relazione a ciascun ciclo di compressione, dedicato a specifiche categorie di contratti derivati OTC denominati nella medesima valuta – di selezionare i contratti da sottoporre al ciclo e di fissare determinati livelli di tolleranza in termini di rischio e/o di valore nozionale. Un ciclo di compressione prevede che:

- il *service provider* calcoli una soluzione e la comunichi ai partecipanti;
- i partecipanti singolarmente accettino o rifiutino la soluzione proposta;
- il ciclo vada in porto solo se tutti i partecipanti accettano la soluzione proposta.²²⁴

Rispetto alla categoria generale della compensazione multilaterale, cui il servizio di *trade compression* può essere ricondotto, quest'ultimo ha delle caratteristiche peculiari in relazione, tra l'altro, alla distribuzione delle posizioni bilaterali tra i partecipanti al servizio (in relazione ad uno specifico ciclo di compressione). Chiariamo questo concetto con due esempi, rappresentati, rispettivamente, nei grafici 11 e 12, in cui

224 La "compressione del portafoglio" non è un servizio o un'attività di investimento, né un servizio accessorio, ai sensi della MiFID II. Tuttavia, il regolamento (UE) n. 600/2014 ("MiFIR") pone degli obblighi in capo alle imprese di investimento e ai gestori di mercato quando questi forniscono la compressione del portafoglio, oltre ad esentarli dagli obblighi precisi dell'attività di negoziazione (per esempio, gli obblighi di trasparenza). Tali obblighi, ed esenzioni, sono indicati nell'articolo 31 (di MiFIR) ed ulteriormente dettagliati in un regolamento delegato della Commissione europea (regolamento (UE) n. 2017/567), in particolare, per quanto di interesse in questa sede, all'articolo 17 ("*Elementi della compressione del portafoglio*"). Alcuni degli elementi della compressione del portafoglio indicati all'articolo 17 corrispondono in via generale alla descrizione riportata nel testo.

facciamo riferimento a contratti derivati OTC fungibili, non garantiti da una contro-
parte centrale.²²⁵

Grafico 11 – *Portfolio compression* e compensazione multilaterale (1)



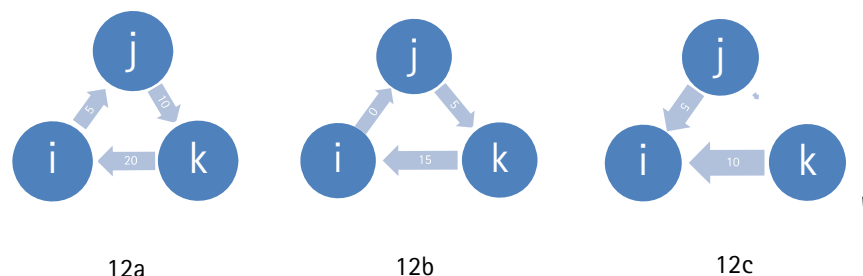
Nel grafico 11a è presentato un esempio in cui (j) ha in essere due contratti perfettamente contrapposti con (i) e (k), rispettivamente, e (i) e (k) non hanno alcun contratto in essere tra di loro. L'applicazione della compensazione multilaterale a questi contratti darebbe luogo, in teoria, alla situazione rappresentata nella seconda parte del grafico (grafico 11b), in cui i due contratti di (j) con (i) e (k), rispettivamente, sono risolti e sono sostituiti da un contratto tra (i) e (k) del medesimo valore nozionale. Tale esempio di compressione non è, tuttavia, realistico in quanto, a prescindere dalla necessità di creare un nuovo contratto tra (i) e (k) (cfr. *infra*), nell'esempio dato, né (i) né (k) avrebbero interesse alla partecipazione al servizio di *trade compression*: per entrambi, infatti, il valore nozionale dei contratti in essere rimane invariato. Inoltre, in un contesto più realistico di quello rappresentato nel grafico 11a, la creazione di una relazione contrattuale tra (i) e (k), prima inesistente, probabilmente violerebbe comunque i livelli di tolleranza fissati dai medesimi soggetti.

Diverso è, invece, il caso rappresentato nel grafico 12a, in cui tutti e tre le controparti hanno contratti ridondanti e dunque hanno interesse alla partecipazione al servizio di *trade compression*. Le soluzioni determinabili dall' algoritmo di compressione in questo (semplice) caso sono due, a seconda che esso non preveda (grafico 12b) o preveda (grafico 12c) la possibilità di creare dei contratti *ex novo*.²²⁶

225 I numeri nelle frecce indicano i valori nozionale e la direzione delle frecce indica il verso del contratto (per esempio, una freccia che va da (i) verso (j) indica un contratto in cui (i) vende e (j) corrispondentemente compra).

226 Questo esempio e le relative soluzioni sono tratte da D'Errico, Roukny (2017, pp. 62 e 64).

Grafico 12 – *Portfolio compression* e compensazione multilaterale (2)



La soluzione che *non prevede* la possibilità di creare dei contratti *ex novo* (grafico 12b) sostanzialmente consiste nella riduzione di 5 unità di valore nozionale in ciascuno dei tre contratti, per una riduzione complessiva del valore nozionale di 15 unità. In tal caso, come si vede dal grafico, (k) continua ad avere dei contratti ridondanti. Tale soluzione rappresenta le modalità operative tradizionali del tipico servizio di *portfolio compression*, consistenti nell'estinzione parziale o totale di un sotto insieme dei contratti assoggettati a compressione.

La soluzione che *prevede* la possibilità di creare dei contratti *ex novo* (grafico 12c) permette di migliorare ulteriormente la posizione di (k), lasciando inalterata la posizione di (i) e (j), per una riduzione complessiva del valore nozionale di 20 unità. In tale esempio, come si vede dal grafico, tutti i contratti originari sono estinti e al contempo sono creati due contratti nuovi.²²⁷ Ciò permette di eliminare il contratto ridondante di (k) presente nella soluzione precedente. Tale soluzione è, dunque, più efficiente, in quanto permette di massimizzare la riduzione complessiva del valore nozionale associata ad un ciclo di compressione. Tale soluzione rappresenta le modalità innovative in cui alcuni servizi di *portfolio compression* si sono evoluti, consistenti nell'estinzione (totale) di un sotto insieme dei contratti assoggettati a compressione e la creazione di alcuni contratti nuovi, denominati "*risk replacement trade*".

Un potenziale disincentivo all'adozione di queste nuove modalità operative, in relazione a contratti non garantiti da una controparte centrale, è rappresentato dal fatto che i *risk replacement trade* sono generalmente assoggettati agli obblighi di mitigazione del rischio su base bilaterale oppure – qualora tali contratti appartengano ad

227 Si fa notare che la cancellazione del contratto originario tra (i) e (k) per 20 e la creazione di un nuovo contratto tra le medesime controparti e con lo stesso verso per 10 corrisponde ad una riduzione del valore nozionale del contratto originario per 10.

La soluzione descritta nel testo potrebbe dunque essere considerata anche come una riduzione del valore nozionale del contratto originario. Dal punto di vista del *service provider*, però, la sostituzione del contratto originario con un nuovo contratto potrebbe comunque risultare preferibile da un punto di vista operativo.

una categoria assoggettata all'obbligo di *clearing* – all'obbligo di *clearing*,²²⁸ anche nel caso in cui i contratti sottoposti al ciclo di *compression* fossero stati esentati dai suddetti obblighi (cosiddetti *legacy trade*).²²⁹

Come anticipato, inizialmente il servizio di *portfolio compression* copriva esclusivamente i contratti derivati OTC non garantiti da una controparte centrale. Successivamente, parallelamente al graduale incremento della quota di mercato dei contratti derivati OTC garantiti da una controparte centrale, in particolare nel segmento dei contratti su tassi di interesse, il servizio è stato esteso ai contratti derivati OTC garantiti da una controparte centrale. Con il passare del tempo, tali cambiamenti hanno comportato una modifica strutturale dell'industria dei servizi di *compression*. Ai *service providers* sono aggiunte le controparti centrali, le quali: (i) offrono servizi di tipo "bilaterale" (a singoli partecipanti o a coppie di partecipanti) su contratti fungibili o quasi fungibili;²³⁰ e (ii) cooperano con un *service provider*, per la fornitura di servizi su base multilaterale.²³¹ In entrambi i casi, le modalità utilizzate sono quelle innovative descritte in precedenza; ciò in quanto per i contratti garantiti da controparte centrale l'assoggettamento all'obbligo di *clearing* dei *risk replacement trade* non può rappresentare, evidentemente, un disincentivo al loro utilizzo. D'altra parte, nel caso dei contratti garantiti da una controparte centrale, diversamente da quanto avviene per i contratti non garantiti da una controparte centrale, la riduzione del valore nozionale lordo complessivo di portafoglio *non* ha come conseguenza la compensazione delle esposizioni creditizie.

Una spinta decisiva allo sviluppo dei servizi di *compression* su contratti garantiti da una controparte centrale si è avuta con il cosiddetto "*unlinking*" dei contratti, che permette ad un partecipante ad una controparte centrale la compressione dei propri contratti, senza che le controparti originarie debbano fare altrettanto (come era prima necessario per la compressione dei contratti garantiti da una controparte e come è, invece, necessario per i servizi di *compression* su contratti non garantiti da controparte centrale).

Riepilogando, i *service provider* hanno tradizionalmente offerto servizi su base bilaterale, a coppie di controparti, e su base multilaterale, ad una moltitudine di partecipanti. Nel momento in cui i contratti derivati OTC hanno cominciato ad essere garantiti dalle controparti centrali l'offerta di servizi di tipo multilaterale si è diversificata e oggi sembra riguardare tre macro fattispecie, come di seguito indicato:

228 Gli obblighi di *clearing* e di mitigazione del rischio su base bilaterale sono brevemente descritti, insieme agli altri principali filoni di riforma promossi dal G20 in relazione al mercato dei derivati OTC, nell'allegato 1.

229 I *legacy trade* rappresentano un insieme di contratti il cui valore nozionale è destinato ad esaurirsi, man mano che arrivano a scadenza o sono cessati anticipatamente. Si è posta comunque la questione di una possibile esenzione dall'obbligo di *clearing* per i *risk replacement trade*, al fine di non disincentivarne l'utilizzo nell'ambito del servizio di *trade compression* e, in generale, dei servizi di *post-trade risk reduction* (cfr. paragrafo 8.4.3).

230 Si vedano, per esempio, i servizi di *solo compression* offerti da LCH a singoli partecipanti (LCH-*SwapClear*, 2019, pp.10-14).

231 In astratto, le controparti centrali potrebbero altresì esse stesse operare in qualità di *service provider*. Quantomeno, questo è il caso di CCIL, controparte centrale indiana attiva nel segmento degli IRS. Si veda Nath *et aliter* (2018, p. 14).

1. la prima fattispecie include i cicli nell'ambito dei quali sono compresi esclusivamente contratti garantiti;²³² questo è il caso più frequente e rilevante e riguarda, per esempio, gli IRS;
2. la seconda fattispecie include i cicli nell'ambito dei quali sono compresi esclusivamente contratti non garantiti, per esempio gli *FX forward* in attesa di regolamento presso la banca CLS, a cui si è già fatto riferimento nel capitolo 7;
3. la terza fattispecie include i cicli nell'ambito dei quali sono compresi sia contratti garantiti che contratti non garantiti; tipicamente questa fattispecie riguarda contratti soggetti alla *clearing obligation* – per esempio, i CDS su indici – per cui i contratti sono generalmente garantiti, eccezion fatta per i già menzionati *legacy trades*.²³³

Da ultimo merita un accenno la cosiddetta "*benchmark conversion*", la quale rappresenta una versione modificata della *portfolio compression*, la cui specificità consiste nel fatto che i nuovi contratti che sostituiscono quelli originari (*risk replacement trade*), oltre a soddisfare gli obiettivi di riduzione del valore nominale e del numero dei contratti, tipici della compressione in generale, incorporano i nuovi tassi di interesse di riferimento privi di rischio ("*risk-free rates*"), in sostituzione dei tradizionali tassi di riferimento, in particolare la quasi totalità dei tassi "IBOR" ("*InterBank Offered Rates*")²³⁴. La *benchmark conversion* favorisce dunque la transizione raccomandata a livello internazionale dai tradizionali tassi di interesse di riferimento ai *risk-free rate*.

A tal ultimo proposito vale la pena di ricordare che gli organismi internazionali hanno raccomandato un'esenzione generale (sia dall'obbligo di *clearing* che dall'obbligo di scambio dei margini su base bilaterale), indipendentemente dalla compressione dei portafogli, dei contratti novati al fine di permettere la transizione ai nuovi tassi di riferimento privi di rischio.²³⁵ Conseguentemente, il tema del possibile disincentivo alla compressione di portafoglio nella forma specifica della *benchmark conversion*, derivante dall'assoggettabilità in astratto dei *risk replacement trade* all'obbligo di

232 Partecipano a questi cicli una moltitudine di partecipanti, ma in tutti i contratti la controparte è sempre la controparte centrale.

233 Questo sembra evincersi da CME Group (2020, pp. 6, 8 e 16, risposte alle domande Q2, Q4 e Q23, rispettivamente). Rimane da capire se entrambe le fattispecie *sub 1 e 3* – o solo la 1 – rientrino nella categoria dei servizi operati "*within a CCP by a PTRR [post-trade risk reduction] service provider*", che presumibilmente corrisponde alla fattispecie sopra indicata in cui una controparte centrale coopera con il *service provider*, e cosa si intende esattamente con questa l'espressione.

234 Fa eccezione la famiglia dei tassi EURIBOR, la quale può continuare ad essere utilizzata, in quanto autorizzata – ai sensi della normativa applicabile, cosiddetto Regolamento *Benchmark* – in data 2 luglio 2019, dalla *Financial Services Market Authority* belga.

235 Nel contesto europeo tale raccomandazione è stata recepita con l'introduzione in EMIR, da parte del regolamento (UE) n. 2021/23 in tema di risanamento e risoluzione delle controparti centrali (articolo 87, paragrafo 2), dell'articolo 13 bis, rubricato "*Sostituzione degli indici di riferimento per la determinazione dei tassi di interesse nelle negoziazioni pregresse*", il quale si applica ai contratti novati a partire dall'11 febbraio 2021 (data di entrata in vigore del suddetto regolamento) "*al solo scopo di sostituire l'indice di riferimento per la determinazione dei tassi di interesse a cui fanno riferimento o di introdurre disposizioni di riserva in relazione a tale indice*".

clearing oppure all'obbligo di scambio dei margini su base bilaterale non sembra potersi porre.

Di seguito si riportano alcune semplici statistiche concernenti le riduzioni di valore nozionale all'incirca ottenute grazie alla *portfolio compression* (i dati sono espressi in \$/MLD e non sono additivi):

- **1,8 milioni**, valore cumulato dal lancio del servizio (2002) a fine gennaio 2021, nell'ambito del servizio offerto da TriOptima su tutte le *asset class*; di questi, **250.000** sono stati compressi da TriOptima nel 2018, in cooperazione con LCH, su contratti derivati OTC su tassi garantiti da LCH;²³⁶
- **4,3 milioni**, valore cumulato a fine gennaio 2021, su contratti derivati OTC su tassi garantiti da LCH, i quali includono, sotto profili diversi:²³⁷
 - ✓ **920.000 e 747.200** di valore nozionale compresso rispettivamente nel 2019 e nel 2020 (come sopra anticipato);
 - ✓ **2 milioni** di valore nozionale compresso da gennaio 2016 a ottobre 2019, nell'ambito del servizio di *solo compression* offerto da LCH.

Da queste statistiche si evince la vera e propria esplosione del servizio di *solo compression* offerto da LCH, che appartiene alla categoria dei servizi di tipo bilaterale offerti dalle controparti centrali a singoli partecipanti, che dà il senso dell'evoluzione strutturale intervenuta nell'industria dei servizi di *compression* a seguito dell'affermazione del segmento dei contratti derivati OTC garantito da controparti centrali.

8.4.2 Il servizio di *portfolio rebalancing*

L'obiettivo primario del servizio di *trade compression* è di ridurre il valore nozionale lordo dei portafogli e/o il numero dei contratti ivi presenti. In un contesto multilaterale e limitatamente ai contratti derivati OTC non garantiti da una controparte centrale, la riduzione del valore nozionale ha come conseguenza la riduzione delle esposizioni creditizie e gli ulteriori benefici ad essa associati. Al contrario, l'obiettivo primario del servizio di *portfolio rebalancing* è la riduzione delle esposizioni creditizie bilaterali nette, in termini di specifiche tipologie di rischio. A tal fine nuovi contratti sono aggiunti a quelli esistenti, di modo che le esposizioni creditizie bilaterali ne risultino (generalmente) diminuite (cfr. *infra*).²³⁸ L'incremento del valore nozionale e del numero dei contratti, se duraturo, potrà essere fronteggiato tramite la compressione dei portafogli.

Il rischio più comune è quello legato alle variazioni dei tassi di interesse, per l'elevato ammontare dei contratti derivati OTC appartenenti alla categoria dei contratti

²³⁶ www.cmegroup.com/services/trioptima/treduce-portfolio-compression.html#overview.

²³⁷ www.lch.com/services/swapclear/volumes, LCH (2020, January 2021), LCH-SwapClear (2019, p. 10).

²³⁸ Il riferimento alle esposizioni bilaterali nette si giustifica nella misura in cui i contratti derivati OTC non garantiti da una controparte centrale siano assoggettabili a *close-out netting*.

su tassi di interesse e per la presenza del medesimo rischio anche in relazione ai contratti non appartenenti alla suddetta categoria. La metrica più comune utilizzata per quantificare il rischio derivante da variazioni dei tassi di interesse è rappresentata dalla variazione del valore di portafoglio in funzione di una variazione di un punto base dei tassi di interesse (cosiddetto "DV01"). Ovviamente, il rischio di tasso di interesse non è l'unico rischio rilevante e, infatti, il servizio di *rebalancing* copre altre categorie di rischio – un altro esempio è costituito dal rischio di tasso di cambio – per le quali appropriate metriche sono utilizzate. Per semplicità, nel proseguo si farà esclusivo riferimento al rischio di tasso di interesse (e alla metrica DV01), in considerazione di quanto testé indicato in merito alla sua diffusione e, inoltre, come si avrà modo di spiegare, della sua rilevanza dal punto di vista della *clearing obligation*.

La condizione principale che si applica al servizio di *rebalancing* è quella relativa alla sua neutralità rispetto al rischio di mercato: per ciascun partecipante al servizio, il rischio di mercato deve rimanere immutato. Ne consegue che: (i) per ciascun partecipante il rischio di mercato derivante dai nuovi contratti deve essere pari a zero; e (ii) il servizio è per definizione di tipo multilaterale, in quanto in un contesto bilaterale le suddette condizioni non possono essere soddisfatte; in altri termini, non è possibile modificare il profilo di rischio insito in un portafoglio bilaterale e contestualmente mantenere inalterato il profilo di rischio delle due controparti.

La considerazione *sub* (ii) merita un approfondimento in relazione alle controparti centrali. Se prendiamo una controparte centrale isolatamente dal resto del mercato – ossia, consideriamo i portafogli dei partecipanti alla controparte centrale e con la controparte centrale, *senza* considerare i portafogli che tali partecipanti hanno tra di loro – il servizio di *rebalancing* non è applicabile, esattamente perché la controparte centrale non rappresenta un contesto multilaterale, bensì un insieme di rapporti bilaterali con un unico soggetto (la controparte centrale, appunto); eventuali posizioni lunghe e corte con controparti diverse diventano irrilevanti nella misura in cui e dal momento in cui i contratti sono novati con la controparte centrale, che diventa la controparte unica. Se invece consideriamo una controparte centrale insieme al resto del mercato – ossia, consideriamo i portafogli dei partecipanti alla controparte centrale e con la controparte centrale, *insieme* ai portafogli che tali partecipanti hanno tra di loro – la situazione cambia radicalmente: il contesto è multilaterale (la controparte centrale è uno dei partecipanti all'esercizio) e dunque il servizio di *rebalancing* è perfettamente applicabile.

L'obiettivo generale di riduzione delle esposizioni creditizie bilaterali nette si traduce a livello di singolo partecipante in un obiettivo di riduzione della somma delle esposizioni creditizie bilaterali nette (prese in valore assoluto). Al fine di raggiungere questo obiettivo, mentre le singole esposizioni sono, come anticipato, generalmente ridotte in seguito all'esercizio di *rebalancing*, è anche possibile che alcune di queste siano incrementate. Ciò dipende dalle tolleranze stabilite dai singoli partecipanti.

Le modalità operative di svolgimento di un esercizio di *rebalancing* sono simili, ma non identiche, a quelle di un esercizio di *compression*. Come per il servizio di *compression*, per poter partecipare ad un esercizio di *rebalancing* è necessario l'accordo

della controparte (o della controparte centrale, cfr. *infra*). Nel caso del servizio di *rebalancing* i partecipanti – in relazione a ciascun esercizio, dedicato ad un rischio specifico – non sottopongono contratti (come invece avviene per il servizio di *compression*), bensì metriche di sensitività – p.e. il già menzionato DV01 – e fissano (analogamente al servizio di *compression*) determinati livelli di tolleranza; tuttavia, a differenza di quanto avviene per il servizio di *compression*, per il quale i livelli di tolleranza possono anche essere fissati in termini di valore nozionale, nel caso del servizio di *rebalancing* i livelli di tolleranza possono essere fissati esclusivamente in termini di rischio. Come per il servizio di compressione, un esercizio di *rebalancing* prevede che:

- il *service provider* calcoli una soluzione e la comunichi ai partecipanti;
- i partecipanti singolarmente accettino o rifiutino la soluzione proposta;
- il ciclo vada in porto solo se tutti i partecipanti accettano la soluzione proposta.

Come anticipato, al servizio di *rebalancing* possono partecipare anche le controparti centrali. A fini euristici, si possono delineare due modalità di partecipazione delle controparti centrali: (i) con il portafoglio dei contratti in essere con quei partecipanti che prendono parte al medesimo esercizio; e (ii) senza alcun portafoglio, al fine di permettere il trasferimento del rischio dai portafogli bilaterali alle controparti centrali. Le due modalità di partecipazione possono essere combinate e in concreto lo sono.

Proviamo a fissare alcuni dei concetti esposti in precedenza con un esempio basato sulle esposizioni bilaterali nette tra i partecipanti ad un esercizio di *rebalancing* (tra cui una controparte centrale) espresse in termini di DV01.

Tabella 12 – Esposizioni bilaterali nette originarie (in termini di DV01)

	A	B	C	CCP	Variazione valore di portafoglio	Somma esposizioni bilaterali nette (in valore assoluto)
A	NA	12	-10	6	8	28
B	-12	NA	-6	14	-4	32
C	10	6	NA	-12	4	28
CCP	-6	-14	12	NA	-8	32
Totale esposizioni bilaterali nette						120

Dalla **tabella 12** si evincono le seguenti considerazioni:

- nelle colonne "A", "B", "C" e "CCP" sono indicate le esposizioni bilaterali nette tra i medesimi soggetti; quelle con segno positivo rappresentano dei crediti, mentre quelle con segno negativo rappresentano dei debiti; i segni si invertono ipotizzando una riduzione di un punto base, invece che un aumento, dei tassi di interesse;

- la somma algebrica delle esposizioni bilaterali nette che un soggetto ha nei confronti degli altri dà luogo al rischio di mercato di quel soggetto (colonna "Variazione valore di portafoglio");
- la somma delle variazioni in valore assoluto dei valori di portafoglio è pari a 24 (né la prima, né le seconde sono mostrate in tabella);
- la somma in valore assoluto delle esposizioni bilaterali nette che un soggetto ha nei confronti degli altri rappresenta il rischio di controparte di quel soggetto (colonna "Somma esposizioni bilaterali nette (in valore assoluto)"); a tal fine, le esposizioni bilaterali nette con segno positivo (crediti) rilevano nel caso di una variazione in aumento (dei tassi di interesse, di un punto base), mentre quelle con segno negativo rilevano nel caso di una variazione in diminuzione, nel qual caso, come detto, assumerebbero segno positivo – ossia, diventerebbero crediti; e
- la somma in valore assoluto delle esposizioni bilaterali nette tra tutti i soggetti (120) rappresenta il rischio di controparte sopportato nell'aggregato da tutti i soggetti;

tale valore è pari a 5 volte la somma delle variazioni in valore assoluto dei valori di portafoglio, sostanzialmente superiore al valore (3) ipotizzato da Skinner al fine di stimare la percentuale di rischio non garantita da controparte centrale in rapporto alla percentuale di rischio garantita da controparte centrale.

Sulla base dei dati rappresentati nella tabella 12, è possibile identificare le variazioni delle esposizioni bilaterali nette reciproche (tabella 13), che devono essere tradotte in nuovi contratti da aggiungere nei portafogli dei partecipanti all'esercizio (cosiddette *rebalancing transaction* o, più genericamente, *risk replacement trade*). Come anticipato, queste transazioni devono mantenere inalterato – per ciascun partecipante – il rischio di mercato (la colonna "Variazione valore di portafoglio" assume valori pari a zero per tutti i partecipanti).

Tabella 13 – Transazioni di *rebalancing* (in termini di DV01)

	A	B	C	CCP	Variazione valore di portafoglio
A	NA	-9	11	-2	0
B	9	NA	4	-13	0
C	-11	-4	NA	15	0
CCP	2	13	-15	NA	0

L'effetto delle *rebalancing transaction* è di ridurre il rischio di controparte per tutti i partecipanti all'esercizio e, evidentemente, nell'aggregato (28, in luogo di 120),

come mostrato nella tabella 14. Tale risultato è ottenuto sommando algebricamente i corrispondenti valori delle tabelle 12 e 13.

Tabella 14 – Esposizioni bilaterali nette finali (in termini di DV01)

	A	B	C	CCP	Variazione valore di portafoglio	Somma esposizioni bilaterali nette (in valore assoluto)
A	NA	3	1	4	8	8
B	-3	NA	-2	1	-4	6
C	-1	2	NA	3	4	6
CCP	-4	-1	-3	NA	-8	8
Totale esposizioni bilaterali nette						28

Nelle tabelle 12a, 13a e 14a, l'esercizio è ripetuto senza la controparte centrale.

Tabella 12a – Esposizioni bilaterali nette originarie (in termini di DV01) – no CCP

	A	B	C	Variazione valore di portafoglio	Somma esposizioni bilaterali nette (in valore assoluto)
A	NA	12	-10	2	22
B	-12	NA	-6	-18	18
C	10	6	NA	16	16
Totale esposizioni bilaterali nette					56

Tabella 13a – Transazioni di *rebalancing* (in termini di DV01) – no CCP

	A	B	C	Variazione valore di portafoglio
A	NA	-10	10	0
B	10	NA	-10	0
C	-10	10	NA	0

Tabella 14a – Esposizioni bilaterali nette finali (in termini di DV01) – no CCP

	A	B	C	Variazione valore di portafoglio	Somma esposizioni bilaterali nette (in valore assoluto)
A	NA	2	0	2	2
B	-2	NA	-16	-18	18
C	0	16	NA	16	16
Totale esposizioni bilaterali nette					36

L'esercizio di *rebalancing* effettuato senza la controparte centrale dà luogo ad una riduzione del rischio di controparte nell'aggregato (36, in luogo di 56), come mostrato nella tabella 14a.

I portafogli di A, B e C con la controparte centrale non possono essere soggetti ad un esercizio separato di *rebalancing* in quanto relazioni bilaterali con un unico soggetto (la controparte centrale), nel qual caso, come argomentato in via generale, non è possibile modificare il profilo di rischio insito in un portafoglio e contestualmente mantenere inalterato il profilo di rischio delle due controparti. Le situazioni descritte nei due set di tabelle (12, 13 e 14 e 12a, 13a e 14a) sono dunque confrontabili.

Limitandoci all'effetto aggregato, la riduzione nella somma delle esposizioni bilaterali nette (in valore assoluto) è pari a 92 nel caso in cui l'esercizio di *rebalancing* include la controparte centrale ed è pari a 20 nel caso in cui non la include. L'inclusione delle controparti centrali rende il servizio di *rebalancing* molto più efficiente!²³⁹

Come detto, al fine di raggiungere l'obiettivo di riduzione del rischio, nuovi contratti (o *rebalancing transaction*) sono aggiunti a quelli esistenti nei portafogli dei partecipanti agli esercizi di *rebalancing*. In relazione al rischio di tasso, la scelta probabilmente ovvia dovrebbe essere di aggiungere IRS ai contratti esistenti. Ciò non è tuttavia possibile per ciò che concerne i portafogli non garantiti da una controparte centrale, per la semplice ragione che agli IRS si applica l'obbligo di *clearing* e dunque le *rebalancing transaction* che dovessero assumere la forma degli IRS dovrebbero essere garantiti da una controparte centrale. In sostituzione sono giocoforza utilizzati contratti più complessi, come gli *swaption* (ossia, opzioni su IRS), ai quali non si applica la *clearing obligation*. Questo approccio, se permette di *bypassare* il problema dell'obbligo di *clearing*, non è tuttavia ottimale in quanto: (i) molte controparti non sono avvezze all'utilizzo di prodotti complessi come gli *swaption* e per questo motivo hanno difficoltà a partecipare agli esercizi di *rebalancing*; e (ii) gli *swaption* utilizzati quali *rebalancing transaction* sono di breve durata²⁴⁰ e dunque non permettono di ridurre in maniera permanente il rischio; e (iii) l'utilizzo di *swaption* rende necessario un valore nozionale

239 Relativamente all'esercizio senza controparte centrale vale, *mutatis mutandis*, quanto detto in relazione all'esempio rappresentato nel grafico 10. B e C non avrebbero convenienza alla partecipazione all'esercizio (per loro la somma delle esposizioni bilaterali nette (in valore assoluto) non si riduce). Inoltre, le variazioni di valore del portafoglio probabilmente violerebbero comunque i livelli di tolleranza fissati da B e C.

Conseguentemente, le differenze tra i due esercizi, con e senza controparte centrale, sarebbero ancora più eclatanti: la riduzione nella somma delle esposizioni bilaterali nette (in valore assoluto) diventerebbero 92 (immutato) nel primo caso e zero nel secondo caso.

Tuttavia, va altresì ricordato che l'esempio ipotizza un rapporto tra la somma in valore assoluto delle esposizioni bilaterali nette tra tutti i soggetti e la somma delle variazioni in valore assoluto dei valori di portafoglio sostanzialmente superiore al valore ipotizzato da Jon Skinner al fine di stimare la percentuale di rischio non garantita da controparte centrale in rapporto alla percentuale di rischio garantita da controparte centrale: 5 in luogo di 3.

240 ISDA (2020, p. 6).

maggiore (fino al doppio) e introduce rischi operativi aggiuntivi per i partecipanti e i *service provider*²⁴¹.

Un'esenzione dall'obbligo di *clearing* per le *rebalancing transaction* renderebbe possibile l'utilizzo di IRS in luogo degli *swaption* e, dunque, permetterebbe di superare i problemi testé identificati; in particolare, faciliterebbe la partecipazione al servizio di *rebalancing* di soggetti meno sofisticati e, per questa via, l'efficienza degli esercizi di *rebalancing* ne risulterebbe aumentata. Il tema dell'esenzione dei *risk replacement trade* – per ciò che concerne il servizio di *rebalancing*, ma anche in relazione al servizio di *compression* – è l'argomento del paragrafo successivo.

8.4.3 Il report ESMA

Un ostacolo allo sviluppo del servizio di *rebalancing* e, seppure con effetti decisamente più limitati, all'operatività del servizio di *compression* è rappresentato dal fatto che i *risk replacement trade* – in particolare, le *rebalancing transaction* – sono assoggettate agli obblighi di mitigazione del rischio su base bilaterale oppure, e in particolar modo, all'obbligo di *clearing*. Si è posta, dunque, la questione di una possibile esenzione dall'obblighi di *clearing* per i *risk replacement trade*.

A tal proposito il Regolamento (UE) n. 834/2019/834 ha previsto l'onere in capo: (i) all'ESMA di predisporre una relazione a favore della Commissione europea (entro il 18 maggio 2020) in merito all'opportunità di esentare dall'obbligo di *clearing* i *risk replacement trade*; e (ii) alla Commissione europea di predisporre un'analogha relazione a favore del Parlamento europeo e del Consiglio (entro il 18 dicembre 2020), "accompagnata se del caso da adeguate proposte". Il *report* dell'ESMA a favore della Commissione europea è stato pubblicato in data 10 novembre 2020 (ESMA, *November 2020*) ed effettivamente propone un'esenzione dall'obbligo di *clearing* per i *risk replacement trade*, a determinate condizioni, alcune delle quali sono richiamate e brevemente commentate nel seguito.

Per ciò che concerne il servizio di *compression*, l'esenzione dall'obbligo di *clearing* per i *risk replacement trade* è soggetta, tra le altre, alle seguenti condizioni (p. 69):

- il servizio deve essere di tipo multilaterale (paragrafo 334);
- "*Compression should show that the risk in each affected bilateral portfolio has been reduced*" (paragrafo 335);

questa condizione è eccessivamente restrittiva, in quanto è sufficiente che il *rischio di mercato* di ciascun portafoglio rimanga all'interno dei limiti di tolleranza fissati dai partecipanti, in relazione a ciascun altro partecipante, come d'altra parte riconosciuto nelle ulteriori condizioni previste ai paragrafi 336 e 337;

241 CME Group (2020, p. 13).

- "For each replacement transaction resulting from risk reduction exercises, an equal and opposite transaction must be booked facing a CCP, to the maximum extent possible" (paragrafo 338);

a parte il fatto che la rilevanza degli esercizi misti appare limitata, questa condizione appare poco convincente in quanto, come detto ripetutamente:

- il servizio di *compression* ha come obiettivo primario la riduzione del numero e/o del valore nozionale dei contratti derivati OTC ridondanti *outstanding*, a cui si associa in via primaria una riduzione del rischio operativo e solo in via secondaria, in un contesto multilaterale e limitatamente ai contratti non garantiti da una controparte centrale, una riduzione delle esposizioni creditizie e le ulteriori conseguenze positive di quest'ultima;
- la riduzione delle esposizioni creditizie prospettiche rappresenta l'obiettivo primario del servizio di *rebalancing*; è, infatti, in questo ambito che si pone il tema del trasferimento del rischio ad una controparte centrale;

inoltre, tale condizione appare eccessivamente stringente se confrontata con la corrispondente condizione prevista in relazione al servizio di *rebalancing*.

Per ciò che concerne il servizio di *rebalancing*, l'esenzione dall'obbligo di *clearing* per le *rebalancing transaction* è soggetta, tra le altre, alle seguenti condizioni (pp. 69-70):

- "In a rebalancing exercise, the exemption from the clearing obligation should only apply to PTRR trades directly resulting from rebalancing of portfolios of only uncleared portfolios or mixed portfolios compounded of cleared and uncleared trades" (paragrafo 339);

questa non rappresenta una condizione in quanto si verifica sempre: come spiegato nel testo, gli esercizi di *rebalancing* non possono essere applicati a portafogli costituiti esclusivamente da contratti garantiti da una controparte centrale, in quanto tali portafogli non soddisfano il requisito della multilateralità; la *ratio* sottostante consiste verosimilmente nell'enfatizzare un aspetto importante, ovvero che l'esenzione si applica anche agli esercizi in cui è presente una controparte centrale, cosa che, come abbiamo visto, aumenta enormemente l'efficienza degli esercizi di *rebalancing*;

- il servizio è di tipo multilaterale (paragrafo 342);

come la precedente, questa non rappresenta una condizione *binding* in quanto si verifica sempre: come spiegato nel testo, il servizio di *rebalancing* è per definizione di tipo multilaterale;²⁴²

- "Portfolio rebalancing need to demonstrate that the risk in each affected bilateral portfolio submitted has been reduced" (paragrafo 344);

²⁴² Sono presenti altre "condizioni" di questo tipo, che in verità non rappresentano condizioni, bensì caratteristiche strutturali del servizio di *rebalancing* e che al massimo possono essere di aiuto nel delimitarne i confini.

questa condizione, seppure particolarmente restrittiva, si può giustificare in ragione della rilevanza dell'esenzione nell'ambito del servizio di *rebalancing*, a differenza di quanto avviene per il servizio di *compression*;

- deve essere svolto un ciclo di *compression* tra due successivi cicli di *rebalancing*, laddove il valore nozionale delle *rebalancing transaction outstanding* sia rilevante (paragrafo 346);
- "*Rebalancing transactions must transfer risk (on a net basis) to a CCP to the maximum extent possible*" (paragrafo 347);

questa condizione appare condivisibile in quanto obbliga i partecipanti a trasferire rischio dai portafogli bilaterali ad una controparte centrale.

In sintesi, per quanto non tutte le condizioni poste dall'ESMA paiano esenti da possibili critiche, mentre altre parrebbero essere potenzialmente ridondanti, la proposta dell'ESMA di esentare dall'obbligo di *clearing* i *risk replacement trade* è un passaggio molto importante nella giusta direzione, al fine di aumentare l'efficienza del servizio di *rebalancing* e, per questa via, di raggiungere i benefici identificati all'inizio di questo paragrafo, in termini di riduzione delle esposizioni creditizie nette bilaterali, riduzione dell'impatto dell'inadempimento di una controparte e riduzione dei fabbisogni di *collateral* e di liquidità.

9 Conclusioni

Il presente lavoro ha fornito un'analisi dell'industria del post-trading. Il contesto istituzionale di riferimento è stato, in primo luogo, quello europeo.

Le attività e le infrastrutture di post-trading sono caratterizzate da una molteplicità di rischi: di credito, di liquidità, legale, di custodia e operativo. Per questo motivo, attività e infrastrutture di post-trading sono oggetto di particolare attenzione da parte delle autorità di vigilanza e sono soggette a stringenti requisiti regolamentari, dettati, nel contesto europeo, *in primis* dal regolamento (UE) n. 648/2012 ("EMIR", per quanto concerne le controparti centrali e i contratti derivati OTC) e dal regolamento (UE) n. 909/2014 ("CSDR", con riferimento ai depositari centrali).

Obiettivo del presente lavoro non è stato quello di fornire una disamina dettagliata dei requisiti regolamentari contenuti in tali, come in altri, pertinenti atti legislativi dell'Unione europea, e nei relativi e numerosi atti delegati, bensì di fornire un'analisi della struttura dell'industria del post-trading, che tenga conto anche dei principali requisiti regolamentari ivi contenuti.

La prospettiva utilizzata è stata, principalmente, quella della riduzione del rischio di credito che si origina nell'attività di negoziazione e si manifesta nelle attività di post-trading, nelle due tipologie del rischio di sostituzione (*replacement cost risk*) e del rischio di capitale (*principal risk*). Tale prospettiva ha condotto all'analisi: (i) degli elementi e dei meccanismi istituzionali di mitigazione del rischio di sostituzione, con particolare attenzione alle controparti centrali; e (ii) delle istituzioni deputate all'eliminazione del rischio di capitale – ossia, depositari centrali e, spostando lo sguardo dagli strumenti finanziari al mercato dei cambi, la banca CLS. Le infrastrutture citate hanno dunque la loro ragion d'essere nella minimizzazione del rischio di sostituzione (le controparti centrali) e nell'eliminazione del rischio di capitale (i depositari centrali e la banca CLS), oltreché essere foriere di efficienze operative e finanziarie. D'altra parte, anche gli altri rischi sono importanti e hanno influenzato l'evoluzione della struttura dell'industria del post-trading. Un certo rilievo è stato dato, dunque, al rischio di liquidità e al rischio legale, la cui riduzione rappresenta una condizione necessaria per un'effettiva riduzione del rischio di credito e di liquidità.

Nell'ottica dell'evoluzione strutturale dell'industria del post-trading nell'ultimo decennio, un posto di primo piano spetta sicuramente alle **controparti centrali**, che sono state al centro del processo di riforma del mercato dei contratti derivati OTC promosso in ambito G20. L'accresciuta importanza e gli accresciuti livelli di attività delle controparti centrali non hanno sopito, anzi hanno accresciuto, la contrapposizione – strisciante, ma sempre presente – tra le controparti centrali, da una parte, e in primo luogo i partecipanti e secondariamente i clienti, dall'altra, con riferimento: (i) al ruolo di partecipanti e clienti nella gestione delle aste; e soprattutto (ii) alla distribuzione delle perdite nelle fasi di risanamento e di risoluzione. Tale contrapposizione è un segno evidente di una situazione di disequilibrio, che potrà essere foriera di modifiche strutturali nei comportamenti delle controparti centrali, seppure nei limiti del sentiero stretto permesso dalle norme in vigore nelle diverse giurisdizioni. A ciò si aggiungano le opinioni presumibilmente diverse in tema di possibili (ulteriori) misure

volte a limitare la pro-ciclicità dei margini, tema ritornato prepotentemente al centro del dibattito internazionale a seguito della crisi causata dalla prima ondata della pandemia da COVID-19 nel marzo 2020.

Nel contesto europeo è stato recentemente adottato il regolamento (UE) n. 2021/23 in materia di risanamento e risoluzione delle controparti centrali, che ha introdotto – caso raro, se non unico nel panorama internazionale – una seconda *tranche* di *skin in the game*. Seppure tratteggiata nel testo, la disciplina di tale quota dedicata di patrimonio delle controparti centrali dovrà attendere almeno l'adozione del previsto atto delegato per una sua compiuta descrizione.

Inoltre, rimanendo in tema di controparti centrali europee, con riferimento al tema dell'accesso al credito della banca centrale, al di là del credito infragiornaliero, rileva la raccomandazione del Fondo Monetario Internazionale, formulata nel *Financial System Stability Assessment* dell'area dell'Euro, di garantire un *level playing field* tra controparti centrali aventi una licenza bancaria e controparti centrali non dotati di una licenza bancaria.

Per ciò che concerne, invece, il segmento dei **valori mobiliari e dei depositari centrali** europei, due sono le tematiche che meritano di essere ricordate, entrambe contenute nel documento di consultazione recentemente pubblicato dai servizi della Commissione europea relativo alla *CSDR review*. La prima riguarda il *buy-in*: a più di sei anni e mezzo dall'adozione di CSDR e a più di due anni e mezzo dall'adozione del regolamento delegato sulla *settlement discipline*, la cui applicazione è stata ulteriormente posticipata al 1° febbraio 2022, l'Europa deve ancora decidere se ha senso imporre un regime obbligatorio di *buy-in* relativamente alle transazioni non garantite da controparte centrale. La seconda riguarda la fornitura, da parte dei depositari centrali, del servizio di notariato su basi transfrontaliere: l'Europa deve decidere se tenere fede ad uno degli obiettivi di CSDR – ossia, favorire la liberalizzazione dei mercati – anche alla luce del nuovo piano di azione della Commissione europea sull'Unione dei mercati dei capitali, eliminando o limitando il ruolo delle autorità *host*, che non appare cruciale in tale contesto. Tutto questo in un momento in cui dall'altra parte dell'Atlantico sono iniziate le discussioni per una possibile riduzione dell'intervallo di regolamento a T+1 (prospettata per il secondo semestre del 2023).

Una menzione a parte merita il mercato dei **contratti derivati OTC**, nell'ambito del quale rilevano – oltre alle controparti centrali – i servizi di *post-trade risk reduction*, il cui minimo comune denominatore è, appunto, la riduzione dei rischi di post-trading, con riferimento particolare al rischio di sostituzione, operativo, legale, di liquidità. Nel corso degli anni, tali servizi hanno subito un grande sviluppo. Tra questi, il servizio di *rebalancing* offre buone prospettive di permettere ulteriori riduzioni dei rischi, in un contesto in cui, nonostante l'accresciuto ruolo delle controparti centrali, la percentuale di rischio non garantita da controparte centrale sembra essere ancora notevolmente superiore alla percentuale di rischio garantita da controparte centrale. A tal proposito, è utile prevedere un'esenzione dall'obbligo di *clearing* per i nuovi contratti (*rebalancing transaction*) aggiunti nei portafogli dei partecipanti agli esercizi di *rebalancing*. La questione ha evidentemente una portata globale, ma ha avuto un riflesso (solo) nel contesto europeo, dove l'ESMA, con un *report* pubblicato nel mese di

novembre, pur non privo di potenziali limitazioni, ha suggerito alla Commissione europea proprio l'esenzione dall'obbligo di *clearing* per le *rebalancing transaction*, che rappresenta un importante passo verso un percorso di definizione del *framework* normativo europeo che richiederà ancora diversi *step* prima della decisione finale.

Da ultimo, merita di essere almeno accennato il tema dell'utilizzo delle tecnologie a registro distribuito (*distributed ledger technologies* o "DLT") nei mercati finanziari e, in particolare, nell'industria del post-trading. Tali tecnologie, infatti, permettono di rappresentare, detenere e trasferire attività in maniera digitale, la qual cosa costituisce il nucleo fondamentale delle funzioni di post-trading.

Le cosiddette "cripto-attività" includono una serie molto ampia di attività, che va dalle cripto-valute (come i *bitcoin*) ai "security token" (veri e propri strumenti finanziari, in particolare "valori mobiliari"). Il fenomeno è ormai maturo e la Commissione europea, in data 24 settembre 2020, ha pubblicato – contestualmente al nuovo piano di azione sull'Unione dei mercati dei capitali – un pacchetto di proposte in materia di finanza digitale per l'Unione europea ("*Digital Finance Package*"), che comprende, oltre ad una proposta in tema di *Digital Operational Resilience* (c.d. "DORA", cfr. *infra*), due ulteriori proposte relative, l'una, alle cripto-attività diverse dai *security token* (c.d. "*Markets in Crypto-assets*" o "MiCA") e, l'altra, ai *security token* (c.d. "regime pilota").²⁴³ La prima si pone l'obiettivo di introdurre una disciplina per quelle cripto-attività che non sono ancora oggetto di una regolamentazione a livello europeo. La seconda, invece, insiste su attività – i *security token*, appunto – che, in quanto strumenti finanziari, sono già disciplinate a livello unionale, per quanto di interesse in questa sede, dalla direttiva 2014/65/UE ("MiFID") e da CSDR. Viene così ipotizzata l'introduzione di un regime di sperimentazione, che consentirebbe alle singole autorità nazionali, in coordinamento con l'ESMA, di concedere ai "sistemi multilaterali DLT" e ai "sistemi di regolamento DLT" di operare in temporanea esenzione da alcune previsioni della disciplina ordinariamente applicabile (in particolare, l'obbligo di dematerializzazione presso un depositario centrale previsto dall'articolo 3 di CSDR).

Il 2020 è stato l'anno della pandemia da COVID-19, la quale – oltre all'enorme prezzo in termini di vite umane e sofferenze, che ha causato e continua a causare – ha avuto implicazioni importanti per l'industria del post-trading, determinando il rinvio di molti progetti infrastrutturali e della data di applicazione di alcuni importanti obblighi normativi. A tale ultimo proposito, ricordiamo, oltre agli obblighi derivanti dal regolamento delegato in materia di *settlement discipline*, a cui si è già fatto riferimento, gli obblighi di scambio dei margini iniziali per alcune rilevanti categorie di controparti. Non così è stato, invece, per le norme rilevanti della SHRD II che sono applicabili dal 3 settembre 2020, ma per le quali il vero banco di prova sarà il 2021.

Da un punto di vista operativo, l'industria del post-trading – come l'industria finanziaria in generale – ha navigato la tempesta della pandemia senza particolari problemi, garantendo la continuità dei servizi da remoto. In tali circostanze, il rinvio di progetti infrastrutturali sembra un prezzo accettabile. Nel contesto della resilienza

²⁴³ Commissione europea (COM(2020) 593 *final*, e COM(2020) 594 *final*, rispettivamente).

operativa, merita di essere ricordata la già menzionata proposta della Commissione europea in tema di *Digital Operational Resilience*, che mira a costituire un assetto normativo armonizzato e rafforzato in materia di sicurezza delle reti e delle infrastrutture ICT (*Information and Communication Technology*) per le diverse componenti del settore finanziario – tra le quali, per quanto di interesse in questa sede, controparti centrali, depositari centrali e *trade repository*.²⁴⁴ Tale proposta, come detto parte del più ampio progetto denominato *Digital Finance Package*, prevede requisiti per la gestione del rischio ICT, inclusi il rischio *cyber* e il rischio specifico derivante dal ricorso a fornitori di servizi ICT, nonché l'individuazione di un *framework* per la supervisione dei fornitori di servizi ICT classificati come "critici" ("*ICT critical service provider*").

Da un punto di vista economico-finanziario, la prima ondata della pandemia da COVID-19 ha causato un incremento sostanziale della variabilità dei prezzi delle attività, in particolare delle attività finanziarie, cosa che si è riflessa in un incremento sostanziale dei margini di variazione e dei margini iniziali, con ulteriori effetti in termini di disponibilità di *collateral* e di fabbisogni di liquidità, soprattutto, sembrerebbe, nel segmento garantito da controparte centrale. In tale ambito, come anticipato, è ritornato prepotentemente all'attenzione il tema della pro-ciclicità dei margini iniziali richiesti dalle controparti centrali e sono state avanzate proposte di rafforzare, tra l'altro: (i) le regole volte a limitare la pro-ciclicità dei margini iniziali; e (ii) il *framework* in tema di trasparenza. L'analisi dell'impatto dei margini nella crisi causata dalla prima ondata della pandemia da COVID-19 nel marzo 2020 è inclusa nel programma di lavoro del FSB per il 2021

Il 2020 è stato altresì l'ultimo anno di applicazione al Regno Unito dell'*acquis communautaire*, divenuto, come sappiamo, inapplicabile a partire dal 1° gennaio 2021, a seguito della *Brexit*. Proprio in conseguenza della *Brexit*, si è assistito ad uno spostamento significativo delle negoziazioni di alcuni contratti derivati OTC da Londra a New York, presumibilmente per quei contratti per i quali la liquidità sulle sedi di negoziazione europee, che pure hanno beneficiato di uno spostamento di liquidità nel 2020, è minore.²⁴⁵

Due tra le più rilevanti infrastrutture di post-trading per l'Unione europea sono stabilite nel Regno Unito – è il caso della controparte centrale LCH, leader mondiale nel segmento dei contratti derivati OTC su tassi di interesse, tra cui i contratti denominati in euro (o in altre valute dell'Unione) – o sono governate dalla legge inglese – è il caso della banca CLS, che, come detto, rappresenta un *unicum* nel panorama

244 Commissione europea (COM(2020) 595 *final*, e COM(2020) 596 *final*). Norme unionali in materia di sicurezza delle reti e delle infrastrutture ICT esistono ma non sono armonizzate a livello di settore e, secondo la Commissione europea, neanche nell'applicazione concreta da parte degli Stati membri.

245 Bloomberg (2021). La ragione di tale spostamento è da ricercare nel cosiddetto "obbligo di negoziazione", che fa parte degli impegni di riforma del mercato dei contratti derivati OTC preso dai Paesi del G20, come implementato nel contesto europeo (cfr. allegato 1): a seguito della *Brexit*, la "*derivatives trading obligation*" non può essere più soddisfatta in una sede di negoziazione UK, in quanto tale Paese, a differenza degli Stati Uniti, non è considerato equivalente!

IHS Markit (<https://ihsmarkit.com/research-analysis/2021-brexit-no-equivalence-for-pan-european-otc-interest-rate-.html>) mostra, con riferimento agli IRS, che i contratti basati sull'*Euribor* si sono trasferiti presso sedi di negoziazione europee, mentre i contratti basati su USD e GBP *Libor* si sono trasferiti presso gli statunitensi *swap execution facility*.

mondiale per ciò che concerne il regolamento delle transazioni in cambi. Con riferimento al tema dei contratti derivati OTC su tassi di interesse denominati in euro (o in altre valute dell'Unione), la Commissione europea, nell'ambito della Comunicazione intitolata "*Il sistema economico e finanziario europeo: promuovere l'apertura, la forza e la resilienza*", ha annunciato l'intenzione di costituire un gruppo di lavoro incaricato di valutare le eventuali questioni tecniche relative al trasferimento di tali contratti a controparti centrali situate nell'Unione.²⁴⁶ La Commissione europea ritiene che "*i partecipanti al mercato dell'UE [debbano] ridurre le loro esposizioni eccessive verso CCP sistemiche nei paesi terzi e le CCP dell'UE [debbano] rafforzare la loro capacità*" di offerta di servizi di *clearing*, cosa che il *Financial Times* (2021) ha reinterpretato come "*Brussels squares up to UK in fight over euro swaps clearing*".²⁴⁷

La pandemia da COVID-19 e la *Brexit*, oltre agli impatti sulle nostre società, hanno avuto, stanno avendo e continueranno ad avere per un po' di tempo a venire un impatto strutturale sulle nostre economie, e l'industria del post-trading non fa certamente eccezione.

246 Commissione europea (COM(2021) 32 *final*). Con tale Comunicazione, la Commissione ha delineato la propria strategia per il rafforzamento del sistema economico e finanziario dell'Unione; la commissione intende rafforzarne la resilienza e l'autonomia strategica, conservando al contempo i vantaggi di un'economia aperta. In particolare, per quanto di interesse in questa sede, la Commissione intende limitare la dipendenza del sistema finanziario europeo da infrastrutture di mercato stabilite fuori dall'Unione. Quella riportata nel testo è l'azione chiave 8 (p. 14).

Il gruppo di esperti è stato già costituito e si è riunito due volte nel mese di marzo 2021.

247 Il riferimento implicito è a LCH e, in particolare, al servizio *Swapclear* relativo ai contratti derivati OTC su tassi di interesse: del valore nozionale *outstanding* al 1° aprile 2021 (360,9 \$/MLD) il 25,9% è denominato in Euro (93,5 \$/MLD). Va precisato, tuttavia, che – essendo il dato rappresentativo di tutti i contratti in essere denominati in euro – esso si riferisce a tutti i partecipanti a *Swapclear*, siano essi europei o non europei.

Bibliografia

- ABN-AMRO Clearing, Allianz Global Investors, Barclays, Commonwealth Bank of Australia, Citi, Deutsche Bank, Franklin Templeton, Goldman Sachs, Guardian, Ivy Investments, JPMorgan Chase & Co., Nordea, SOCIETE GENERALE, State Street, TIAA, T.RowePrice, UBS, Vanguard (2020); A PATH FORWARD FOR CCP Resilience, Recovery, and Resolution; March;
- AcadiaSoft (2020); Smooth Sailing Through the Perfect Storm; June;
- Acharya, Viral V.; Engle, Robert F.; Figlewski, Stephen; Lynch, Antony W.; Subrahmanyam, Marti G. (2009); Centralized Clearing for Credit Derivatives; in Restoring Financial Stability – How to Repair a Failed System; Acharya, Viral V.; Richardson, Matthew; John Wiley & Sons, Inc.;
- Advisory Group on Market Infrastructures for Securities and Collateral (2017); The potential impact of DLTs on securities post-trading harmonisation and on the wider EU financial market integration; September;
- Advisory Group on Market Infrastructures for Securities and Collateral (2019); Potential use cases for innovative technologies in securities post-trading; January;
- Advisory Group on Market Infrastructures for Securities and Collateral (2019); Corporate Actions – Single Collateral Management Rulebook for Europe; December;
- AFME (2021); Review of the CSDR – Delivering settlement discipline and supporting liquid and well-functioning European capital markets; February;
- AFME, AFTI, Association of Global Custodians, AIMA, AMAFI, ASSOGESTIONI, ASSOSIM, BVI, DACSI, EBF, EDMA EUROPE, ICMA, ISLA, The Investment Association (2020); Joint Trade Association Letter regarding Implementation of the CSDR Settlement Discipline Regime; 22 January;
- AFME, Association of Global Custodians, ASSOSIM, European Association of Co-Operative Banks, EAPB, EBF, EDMA EUROPE, EFAMA, EVIA, FIA, FIA EPTA, ICI, ICMA, ISDA, ISLA (2021); Joint Trade Association Letter regarding Implementation of the CSDR Settlement Discipline Regime; 11 March;
- Baglioni, Angelo; Hamaui, Rony (2006); The Industrial Organization of Post-trading; Collana Ricerche; Banca Intesa; October;
- Banca d'Italia (2020); Provvedimento 27 ottobre 2020; Applicazione agli enti italiani partecipanti al sistema di regolamento multivalutario denominato Continuous Linked Settlement (CLS), regolato dalla legge inglese, delle disposizioni del decreto legislativo 12

- aprile 2001, n. 210, e successive modificazioni, ai sensi dell'articolo 10, comma 5, del medesimo decreto; 13 novembre;
- Banca d'Italia (2020); Provvedimento 24 novembre 2020; Applicazione agli enti italiani, partecipanti ai sistemi gestiti dalle controparti centrali LCH Limited e ICE Clear Europe Limited, regolati dalla legge inglese, delle disposizioni del decreto legislativo 12 aprile 2001, n. 210, e successive modificazioni, ai sensi dell'articolo 10, comma 5, del medesimo decreto; 9 dicembre;
- Bank for International Settlements (1998); Report prepared by the Committee on Payment and Settlement Systems and the Euro-currency Standing Committee of the Central Banks of the Group of Ten Countries; OTC Derivatives: Settlement Procedures and Counterparty Risk Management; September;
- Bank for International Settlements (2020); Annual Economic Report;
- Bank for International Settlements (2020); Statistical release: OTC derivatives statistics at end-June 2020; 9 November;
- Bliss, Robert R.; Steigerwald, Robert S. (2006); Derivatives Clearing and Settlement: A Comparison of Central Counterparties and Alternative Structures; Federal Reserve Bank of Chicago; Economic Perspectives; Q4;
- Bloomberg (2021); Derivatives Trading Fled Europe for New York After Brexit; 21st January;
- CLS Bank International (2016); Principles for Financial Market Infrastructures Disclosure; December;
- CME Group (2020); Response to the ESMA "Consultation Paper – Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))";
- Commissione europea (2020); Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni; Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione; COM(2020) 590 final; 24 settembre;
- Commissione europea (2020); Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio, relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937; COM(2020) 593 final; 24 settembre;
- Commissione europea (2020); Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio, relativo ad un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia di registro distribuito; COM(2020) 594 final; 24 settembre;
- Commissione europea (2020); Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio, relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario e che modifica i regolamenti (CE) n. 1060/2009, (UE) n. 648/2012, (UE) n. 600/2014 e (UE) n. 909/2014; COM(2020) 595 final; 24 settembre;
- Commissione europea (2020); Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio, che modifica le direttive 2006/43/EC, 2009/65/EC, 2009/138/EU, 2011/61/EU, EU/2013/36, 2014/65/EU, (EU) 2015/2366 and EU/2016/2341; COM(2020) 596 final; 24 settembre;

Commissione europea (2021); Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni; Il sistema economico e finanziario europeo: promuovere l'apertura, la forza e la resilienza; 19 gennaio;

Committee on Payments and Market Infrastructures, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (2012); Principles for Financial Market Infrastructures; April;

Committee on Payments and Market Infrastructures, Board of the International Organization of Securities Commissions (2017); Technical Guidance – Harmonisation of the Unique Transaction Identifier; February;

Committee on Payments and Market Infrastructures, Board of the International Organization of Securities Commissions (2017); Recovery of financial market infrastructures (revised); July ;

Committee on Payments and Market Infrastructures, Board of the International Organization of Securities Commissions (2017); Technical Guidance – Harmonisation of the Unique Product Identifier; September;

Committee on Payments and Market Infrastructures, Board of the International Organization of Securities Commissions (2018); Technical Guidance – Harmonisation of critical OTC derivatives data elements (other than UTI and UPI); April;

Committee on Payments and Market Infrastructures, Board of the International Organization of Securities Commissions (2020); Central counterparty default management auctions – Issues for consideration; June;

Corporate Actions Joint Working Group (2015); Market Standards for Corporate Actions Processing;

Duffie, Darrell (2010); The Failure Mechanics of Dealer Banks; Journal of Economic Perspectives; Volume 24, Number 1; Winter;

Decreto legislativo 12 aprile 2001, n. 210, e successive modificazioni e integrazioni;

DTCC (2021); Advancing Together: Leading the Industry to Accelerated Settlement – A White Paper to the Industry; February;

D'Errico, Marco; Roukny, Tarik (2017); Compressing Over-the-counter Markets; ESRB; Working Paper Series, n. 44; May;

EACH (2021); EACH Response – Targeted consultation on the review of Regulation on improving securities settlement in the European Union and on central securities depositories; February;

EBF, AFME, ISLA, Association of Global Custodians, ECSDA, SMPG, ESBG, ASSOSIM, AFTI, European Association of Cooperative Banks, EuropeanIssuers (2020); Joint Trade Association Letter on the Impact of COVID-19 on the Further Implementation of the Shareholder Rights Directive II; 9 April;

EBF, ISDA (2020); Response to the ESMA PTRR Consultation;

EBF, AFME, ISLA, Association of Global Custodians, ECSDA, SMPG, ESG, ASSOSIM, AFTI, European Association of Cooperative Banks (2020); Joint Trade Association Letter on a Delay in the date of Applicability of Shareholder Rights Directive II; 1 September;

ECSDA (2020); COVID-19 Impact on the Implementation Timeline of the Settlement Penalties Regime under CSD Regulation; 8 June;

ECSDA (2021); ECSDA Answer to the EC Consultation on the CSDR review; 1st February;

Elliott, David (2013); Central Counterparty Loss-Allocation Rules; Bank of England; Financial Stability Paper No. 20; April;

EPTF (2017); EPTF Report; May;

ESMA (2019); Orientamenti sulle misure sul margine di antiprociclicità EMIR per le controparti centrali; 15 aprile;

ESMA (2019); Orientamenti sulla segnalazione di regolamenti internalizzati ai sensi dell'articolo 9 del CSDR; 30 aprile;

ESMA (2020); Consultation Paper – Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a)); 26 March;

ESMA (2020); CSDR RTS on Settlement Discipline, Postponement until 1 February 2022 – Final Report; 26 August;

ESMA (2020); Report to the European Commission – Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a)); 10 November;

ESMA, EBA, EIOPA (2019); EMIR RTS on various amendments to the bilateral margin requirements in view of the international framework – Final Report; 19 December;

ESMA, EBA, EIOPA (2020); EMIR RTS on various amendments to the bilateral margin requirements in view of the international framework – Final Report; 4 May;

ESMA, EBA, EIOPA (2020); EMIR RTS on various amendments to the bilateral margin requirements in view of the international framework as well as on novations from UK to EU counterparties – Final Report; 23 November;

Eurex Clearing AG (2021); Calculation of Default Fund contributions: Change to Stress-Loss-over-Margin (SLOM) based methodology effective 1 April 2021; 5 February;

European Central Bank, Eurosystem (2020); TARGET2-Securities (T2S) – Annual Report 2019; May;

European Commission, Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union (2020); Targeted Consultation Document – Review of Regulation on Improving Securities Settlement in the European Union and on Central Securities Depositories; 8 December;

Ferrarini, Guido (1993); I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale; in, I derivati finanziari; a cura di, Riolo;

FIA (2020); Revisiting Procyclicality: The Impact of the COVID Crisis on CCP Margin Requirements; October;

FIA (, 2020); March Volatility and Clearing; Global Markets Advisory Committee; December 17;

FIA, ISDA (2019); Response to the CPMI-IOSCO discussion paper on central counterparty default management process;

FIA, ISDA (2020); FIA and ISDA Position Paper on the CSDR Settlement Discipline Regime; 1st July;

Financial Stability Board (2021); Holistic Review of the March Market Turmoil; 17 November;

Financial Stability Board (2021); FSB Work Programme for 2021; 20 January;

Financial Times (2021); Brussels squares up to UK in fight over euro swaps clearing; 31st March;

General Meetings Joint Working Group (2010); MARKET STANDARDS FOR GENERAL MEETINGS;

Giovannini Group (2001); Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union; Brussels; November;

Giovannini Group (2003); Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements; Brussels; April;

G20 (2009); Pittsburgh Summit – Leaders' Statement; September 24-25;

G20 (2012); G20 Leaders Statement; 18-19 June;

High Level Forum on the Capital Market Union (2020); Final Report – A New Vision for Europe's Capital Markets; June;

Haentjens, Matthias (2019); European Harmonisation of Intermediated Securities Law: Disposition and Segregation in Regulatory and Private Law; Intermediation and Beyond; Hart Publishing;

Huang, Wenqian; Takáts, Előd (2020); The CCP-bank nexus in the time of Covid-19; BIS Bulletin, No 13, 11 May;

ICMA (2018); How to Survive in a Mandatory Buy-in World; June;

ICMA (2020); Industry Concerns Relating to the Implementation of the CSDR Mandatory Buy-in Regime; 20 May;

International Monetary Fund (2018); Euro Area Policies; Financial System Stability Assessment; IMF Country Report No. 18/226; July;

ISDA (2002); Master Agreement;

ISDA (2010); Research Notes; Number 1;

ISDA (2020); Global IM Collected for Derivatives in the First Quarter of 2020; Research Notes; July;

ISDA (2021); COVID-19 and CCP Risk Management Frameworks; January;

ISDA, EBF, ICMA, ISLA (2018); EMIR REFIT: Incentivizing Post-trade Risk Reduction; April;

ISDA, sifma (2018); Initial Margin for Non-Centrally Cleared Derivatives: Issues for 2019 and 2020; July;

Kadikar, Bimal (2018); Top Five Trends in Collateral Management for 2018; Securities Finance Monitor; Issue 11; May;

Khwja, Amir (2020); Procyclical Margins in the Time of COVID-19: www.clarusft.com/procyclical-margins-in-the-time-of-covid-19/; May 20;

LCH (2020); LCH delivers record clearing volumes in 2019; 9 January;

LCH (2021); LCH achieves strong volumes in 2020; 11 January;

LCH; Stability During Market Uncertainty – LCH March 2020 Volatility Analysis; 2021

LCH-SwapClear; Compression with SwapClear, Unmatched Efficiency and Freedom; November 2019;

Lindley, Robert (2008); Reducing foreign exchange settlement risk; BIS Quarterly Review, September;

Nasdaq (2020); Guidelines on Stress Margin Add-ons; 21st October;

Nath, Golaka; Pawaskar, Vardhana; and Ghose, Payal (2018); Interest Rate Swaps Portfolio Compression; CCIL, Monthly Newsletter; October;

National Securities Clearing Corporation (2018); Disclosure Framework for Covered Clearing Agencies and Financial Market Infrastructures; December;

Paech, Philipp (2011); Cross-Border Issues of Securities Law: European Efforts to Support Securities Markets with a Coherent Legal Framework; EU Parliament, Briefing Note;

Pirrong, Craig (2011); The Economics of Central Clearing: Theory and Practice; ISDA, Discussion Papers Series; Number One, May;

Rodi, M. Tecla (2020); Articolo 79-*quinquies*; Calandra-Buonaura, a cura di; Commentario breve al TUF;

Skinner, Jon (2019); Counterparty Risk: Some way to go for Derivatives; www.clarusft.com/counterparty-risk-some-way-to-go-for-derivatives/; January 30;

T2S Advisory Group (2013); TARGET2-Securities corporate actions standards;

The Depository Trust & Clearing Corporation (2008); DTCC Processes Credit Event for Lehman Brothers; October 22;

The Depository Trust Company (2018); Disclosure Framework for Covered Clearing Agencies and Financial Market Infrastructures; December;

Unione europea (1998); Direttiva 98/26/CE, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 maggio 1998, concernente il carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli; 11 giugno;

Unione europea (2007); Direttiva 2007/36/CE, del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'11 luglio 2007, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate; 14 luglio;

Unione europea (2012); 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; 27 luglio;

Unione europea (2013); Regolamento delegato (UE) n. 152/2013, della Commissione, del 19 dicembre 2012, che integra il regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sui requisiti patrimoniali delle controparti centrali; 23 febbraio;

Unione europea (2013); Regolamento delegato (UE) n. 153/2013, della Commissione, del 19 dicembre 2012, che integra il regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione relative ai requisiti per le controparti centrali; 23 febbraio;

Unione europea (2014); Direttiva 2014/65/UE, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE; 12 giugno;

Unione europea (2014); Regolamento (UE) n. 909/2014, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 luglio 2014, relativo al miglioramento del regolamento titoli nell'Unione europea e ai depositari centrali di titoli e recante modifica delle direttive 98/26/CE e 2014/65/UE e del regolamento (UE) n. 236/2012; 28 agosto;

Unione europea (2017); Regolamento delegato (UE) n. 2017/389, della Commissione, dell'11 novembre 2016, che integra il regolamento (UE) n. 909/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i parametri per il calcolo delle penali pecuniarie per mancati regolamenti e le operazioni dei depositari centrali di titoli (CSD) negli Stati membri ospitanti; 10 marzo;

Unione europea (2017); Regolamento delegato (UE) n. 2017/392, della Commissione, dell'11 novembre 2016, che integra il regolamento (UE) n. 909/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione in materia di autorizzazione, vigilanza e requisiti operativi per i depositari centrali di titoli; 10 marzo;

Unione europea (2017); Direttiva delegata (UE) n. 2017/593, della Commissione, del 7 aprile 2016, che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la salvaguardia degli strumenti finanziari e dei fondi dei clienti, gli obblighi di *governance* dei prodotti e le regole applicabili per la fornitura o ricezione di onorari, commissioni o benefici monetari o non monetari; 31 marzo;

Unione europea (2017); Regolamento delegato (UE) 2017/567, della Commissione, del 18 maggio 2016, che integra il regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le definizioni, la trasparenza, la compressione del portafoglio e le misure di vigilanza in merito all'intervento sui prodotti e alle posizioni; 31 marzo;

Unione europea (2017); Direttiva (UE) 2017/828, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2017, che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti; 20 maggio;

Unione europea (2018); Regolamento di esecuzione (UE) n. 2018/1212, della Commissione, del 3 settembre 2018, che stabilisce i requisiti minimi d'attuazione della direttiva 2007/36/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda l'identificazione degli azionisti, la trasmissione delle informazioni e l'agevolazione dell'esercizio degli azionisti; 4 settembre;

Unione europea (2018); Regolamento delegato (UE) 2018/1229, della Commissione, del 25 maggio 2018, che integra il regolamento (UE) n. 909/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulla disciplina del regolamento; 13 settembre;

Unione europea (2020); Regolamento delegato (UE) 2020/1212, della Commissione, dell'8 maggio 2020, recante modifica del regolamento delegato (UE) 2018/1229, che integra il regolamento (UE) n. 909/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulla disciplina del regolamento; 24 agosto;

Unione europea (2019); Regolamento (UE) n. 2019/834, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 maggio 2019, che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 per quanto riguarda l'obbligo di compensazione, la sospensione dell'obbligo di compensazione, gli obblighi di segnalazione, le tecniche di attenuazione del rischio per i contratti derivati OTC non compensati mediante controparte centrale, la registrazione e la vigilanza dei repertori di dati sulle negoziazioni e i requisiti dei repertori di dati sulle negoziazioni; 28 maggio;

Unione europea (2021); Regolamento (UE) n. 2021/23, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 dicembre 2020, relativo a un quadro di risanamento e risoluzione delle controparti centrali e recante modifica dei regolamenti (UE) n. 1095/2010, (UE) n. 648/2012, (UE) n. 600/2014, (UE) n. 806/2014 e (UE) 2015/2365 e delle direttive 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2007/36/CE, 2014/59/UE e (UE) 2017/1132; 22 gennaio;

Unione europea (2021); Regolamento delegato (UE) 2021/70, della Commissione, del 23 ottobre 2020, che modifica il regolamento delegato (UE) 2018/1229 con riferimento all'entrata in vigore, per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulla disciplina del regolamento; 27 gennaio;

Unione europea (2021); Regolamento delegato (UE) 2021/236, della Commissione, del 21 dicembre 2020, che modifica le norme tecniche stabilite nel regolamento delegato (UE) 2016/2251 per quanto riguarda i termini dell'inizio dell'applicazione di talune procedure di gestione del rischio ai fini dello scambio di garanzie; 17 febbraio;

Vause, Nicholas (2011); Measuring counterparty credit exposures in the OTC derivatives market; BIS Quarterly Review; September;

www.bis.org;

www.clarusft.com;

www.cls-group.com;

www.dtcc.com;

www.ebf.eu/home/european-industry-standards/srd-ii-market-standards/;

www.ecb.europa.eu;

www.ihsmarket.com;

www.lch.com;

www.newyorkfed.org;

www.trioptima.com.

I principali filoni di riforma promossi dal G20 in relazione al mercato dei derivati OTC

A seguito degli impegni presi dai Paesi facenti parte del Gruppo dei 20 ("G20"), il mercato dei derivati OTC è stato sottoposto ad una serie di regole e requisiti che ne hanno profondamente modificato la struttura. La strategia del G20 è stata definita nella riunione di Pittsburgh (settembre 2009) e integrata nella riunione di Los Cabos (giugno 2012):

- *All standardized OTC derivative contracts should be traded on exchanges or electronic trading platforms, where appropriate, and cleared through central counterparties by end-2012 at the latest;*

OTC derivative contracts should be reported to trade repositories;

Non-centrally cleared contracts should be subject to higher capital requirements;

viene chiesto al *Financial Stability Board* ("FSB") di monitorare a intervalli regolari l'implementazione della suddetta strategia e di valutarne l'adeguatezza;²⁴⁹

- *We acknowledge the progress made to develop the key principles to promote internationally consistent minimum standards for the margining of non-centrally cleared derivatives;*

*We endorse the FSB recommendations regarding the framework for development of a global legal entity identifier (LEI) system for parties to financial transactions, with a global governance framework representing the public interest.*²⁵⁰

La strategia del G20 per il mercato dei derivati OTC, definita nelle riunioni di Pittsburgh di Los Cabos, prevede, dunque:

- l'"obbligo di negoziazione" su una piattaforma elettronica;
- l'"obbligo di *clearing*", ossia l'obbligo di utilizzare una controparte centrale;

²⁴⁹ G20 (September 2009 p. 9, paragrafo 13, *Improving over-the-counter derivatives markets*).

²⁵⁰ G20 (June 2012, p. 7, paragrafi 39 e 44, rispettivamente).

- l'"obbligo di scambio delle garanzie su base bilaterale", per i contratti non garantiti da una controparte centrale;
- l'"obbligo di segnalazione dei contratti ad un *trade repository*"; e
- l'impegno ad utilizzare i codici LEI per l'identificazione delle controparti.

Nel contesto europeo i suddetti impegni sono stati codificati nel regolamento (UE) n. 600/2014 ("MiFIR"), con riferimento all'obbligo di negoziazione, e nel regolamento (UE) n. 648/2012 ("EMIR"), in relazione ai restanti obblighi.²⁵¹

L'obbligo di *clearing* si applica a tutti i contratti che soddisfano determinati requisiti in termini di: (i) standardizzazione dei termini contrattuali e dei processi operativi; (ii) liquidità; e (iii) disponibilità dei prezzi.²⁵²

L'obbligo di negoziazione (o "*derivatives trading obligation*"): (i) può essere soddisfatto negoziando presso una "sede di negoziazione", così come definita dalla MiFID II (ossia, presso un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione) oppure presso la sede di negoziazione di un Paese terzo, nei confronti del quale la Commissione abbia adottato una decisione di equivalenza;²⁵³ e (ii) si applica ad un sotto-insieme dei contratti sottoposti all'obbligo di *clearing* e a condizione che il contratto sia ammesso alla negoziazione o negoziato in almeno una sede di negoziazione.²⁵⁴

L'obbligo di scambio delle garanzie su base bilaterale prevede, in linea molto generale:²⁵⁵

- che i margini di variazione siano calcolati con frequenza giornaliera e che i margini iniziali siano calcolati all'accadere di determinati eventi e comunque non oltre il decimo giorno dall'ultimo calcolo;
- la possibilità per le parti di fissare un "*importo minimo del trasferimento*", anche distintamente per i margini di variazione e per i margini iniziali: le garanzie calcolate sono versate (da una parte) e raccolte (dall'altra) solo se l'importo è maggiore dell'importo minimo del trasferimento concordato tra le parti;

251 L'impegno all'utilizzo del LEI è stato implementato sia con MiFIR che con EMIR, nonché con altre discipline di settore.

252 Articolo 5, paragrafo 4, EMIR.

253 Articolo 28, paragrafo 1, MiFIR. La lettera d) specifica che il Paese terzo, oltre ad essere stato considerato equivalente, deve aver disposto un sistema effettivo ed equivalente per il riconoscimento delle sedi di negoziazione europee che consenta a queste ultime di ammettere alla negoziazione o negoziare i derivati dichiarati soggetti a un obbligo di negoziazione in quel Paese.

254 Articolo 32, paragrafo 2, lettera a), MiFIR.

255 Regolamento delegato (UE) n. 2251/2016. In particolare, si vedano gli articoli 4 ("*Garanzie ammissibili*"), 9 ("*Frequenza del calcolo e determinazione della data del calcolo*"), 19 ("*Gestione e segregazione delle garanzie*"), 25 ("*Importo minimo del trasferimento*"), 36 ("*Applicazione dell'articolo 9, paragrafo 2, dell'articolo 11, degli articoli da 13 a 18, dell'articolo 19, paragrafo 1, lettere c), d) e f), e paragrafo 3, e dell'articolo 20*") e 37 ("*Applicazione dell'articolo 9, paragrafo 1, e degli articoli 10 e 12*").

l'importo minimo del trasferimento (o la somma degli importi minimi distintamente concordati per margini di variazione e margini iniziali) non può essere superiore a 500.000 euro;

- che le garanzie siano nella forma di: (i) contante (in forma di denaro accreditato su un conto in qualsiasi valuta, o crediti analoghi che danno diritto alla restituzione di denaro, quali i depositi sul mercato monetario); (ii) oro (in forma di lingotti di oro puro conformi agli standard di buona consegna); e (iii) obbligazioni, pubbliche ma anche private, strumenti di capitale inclusi in un indice e azioni o quote di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari;
- una segregazione dei margini iniziali versati, con particolare riferimento alle garanzie diverse dal contante; e
- un'implementazione accelerata dell'obbligo di scambio dei margini di variazione²⁵⁶ e un'implementazione per fasi, secondo la tempistica indicata nella tabella 15, dell'obbligo di scambio dei margini iniziali.

Tabella 15 – Tempistica implementazione obbligo di scambio dei margini iniziali

Fasi	Valore nozionale contratti derivati (€/MLD) (*)	Tempistica precedentemente in vigore (**)	Tempistica proposta (***)	Tempistica in vigore (****)
I	3.000		4 febbraio 2017	
II	2.250		1° settembre 2017	
III	1.500		1° settembre 2018	
IV	750		1° settembre 2019	
V	50 (****)		1° settembre 2020	1° settembre 2021
V/VI	8	1° settembre 2020	1° settembre 2021	1° settembre 2021

(*) Entrambe le controparti, o i rispettivi gruppi di appartenenza, detengono contratti derivati non garantiti da controparte centrale per un valore nozionale medio aggregato superiore all'importo indicato

(**) Tempistica precedentemente in vigore (regolamento delegato (UE) n. 2251/2016)

(***) Nuova tempistica proposta da ESMA, EBA ed EIOPA (December 2019), tramite una modifica del regolamento delegato (UE) n. 2251/2016 (progetto di standard tecnici del 5 dicembre 2019)

(****) Tempistica in vigore a partire dal 18 febbraio 2021, a seguito dell'adozione del regolamento delegato (UE) 2021/236, che modifica il regolamento delegato (UE) n. 2251/2016 (progetti di standard tecnici del 4 maggio 2020 e del 23 novembre 2020)²⁵⁷

(*****) Nuova soglia proposta da ESMA, EBA ed EIOPA (December 2019) a partire dal progetto di standard tecnici del 5 dicembre 2019 e oggi in vigore

Con l'approssimarsi della data di applicazione dell'obbligo di scambio dei margini iniziali per le controparti rientranti negli ultimi scaglioni, l'industria ha sollecitato

²⁵⁶ 4 febbraio 2017 per le controparti rientranti nella fase I dell'obbligo di scambio dei margini iniziali e 1° marzo 2017 per tutte le altre controparti.

²⁵⁷ Il regolamento delegato (UE) 2021/236, si basa sul progetto di norme tecniche di regolamentazione presentato alla Commissione da ESMA, EBA, EIOPA il 23 novembre 2020, il quale faceva seguito al progetto di standard tecnici del 4 maggio 2020, il quale, a sua volta, faceva seguito al progetto di standard tecnici del 5 dicembre 2019. Tali progetti di standard tecnici hanno contenuti in parte diversi; tuttavia, per quanto di interesse in questa sede, gli ultimi due sono identici (e differiscono dal primo).

una riflessione da parte delle autorità e degli organismi responsabili della definizione degli standard a livello internazionale (Comitato di Basilea e IOSCO) in relazione alla circostanza che tali controparti, in particolare quelle di più piccole dimensioni, avrebbero incontrato difficoltà enormi a rispettare le scadenze stabilite.²⁵⁸

Sulla base di tale sollecitazione, Comitato di Basilea e IOSCO e, in Europa, ESMA, EBA ed EIOPA (progetto di standard tecnici del 5 dicembre 2019) hanno concordato di sostituire l'ultimo scaglione con due nuovi scaglioni al fine di: (i) introdurre una nuova soglia, pari a 50 €/MLD, al di sopra del quale la data di applicazione avrebbe dovuto rimanere immutata; e (ii) spostare la data di applicazione al 1° settembre 2021, per le controparti il cui valore nozionale dei contratti derivati sia superiore a 8 €/MLD e inferiore a 50 €/MLD (colonna "Tempistica proposta" della tabella 15).

A seguito dello scoppio, su scala globale, della crisi legata alla pandemia da COVID-19, le tempistiche di implementazione dell'obbligo di scambio dei margini iniziali per gli ultimi due scaglioni sono state spostate al 1° settembre 2021 e al 1° settembre 2022, rispettivamente (colonna "Tempistica in vigore" della tabella 15).²⁵⁹

Per ciò che concerne i contratti non garantiti da una controparte centrale, EMIR prevede ulteriori requisiti relativi agli obblighi di: (i) valutazione su base giornaliera (*mark-to-market* o *mark-to-model*); (ii) conferma tempestiva; (iii) riconciliazione di portafoglio, (iv) compressione; e (v) risoluzione delle controversie.²⁶⁰ Per quanto concerne, in particolare, la compressione di portafoglio, oggetto di analisi nei paragrafi 3.2 e 8.4.1, l'articolo 14 del regolamento delegato n. 149/2013/UE prevede un obbligo, in capo alle controparti che abbiano in essere almeno 500 contratti derivati OTC non garantiti da una controparte centrale, di predisporre "*procedure per vagliare periodicamente, almeno due volte l'anno, l'ipotesi di effettuare una compressione del portafoglio e di procedervi*", salvo nel caso in cui questa "*non [sia] opportuna*".

L'obbligo di segnalazione dei contratti ad un *trade repository* si applica a tutti i contratti derivati OTC (garantiti e non garantiti da una controparte centrale), ma

258 Si veda ISDA-sifma (2018).

259 Regolamento delegato (UE) 2021/236, il quale si basa sul progetto di norme tecniche di regolamentazione presentato alla Commissione da ESMA, EBA, EIOPA il 23 novembre 2020, e che modifica, per quanto di interesse in questa sede, l'articolo 36, paragrafo 1, del regolamento delegato (UE) n. 2251/2016.

Alla data di adozione del progetto di standard tecnici del 23 novembre 2020, l'obbligo di scambio dei margini iniziali per le controparti appartenenti a quello che era l'ultimo scaglione (fase V) – valore nozionale contratti derivati superiore a 8 €/MLD, data di applicazione 1° settembre 2020 – era già applicabile. Il rischio paventato già nel primo progetto di standard tecnici si era dunque materializzato. Lo stesso dicasi per altre previsioni del regolamento delegato (UE) n. 2251/2016, oggetto di modifica nei diversi progetti di standard tecnici, non trattate in questa sede – per esempio, quelle relative al trattamento dei *forward* e degli *swap* su valute con consegna del sottostante. Per questo motivo, nel rapporto finale relativo al progetto di standard tecnici del 23 novembre 2020, in linea con i precedenti, si afferma che "*the ESAs expect competent authorities to apply the EU framework in a risk-based and proportionate manner with regards to the requirements related to the measures contained in the draft RTS until the amended RTS enter into force*" (p. 22). Si sostiene, in sostanza, che l'*enforcement* di norme che diventeranno non applicabili al momento di entrata in vigore del progetto di standard tecnici non è prioritario per le autorità di vigilanza.

260 EMIR, articolo 11, e regolamento delegato n. 149/2013/UE. In particolare, si vedano gli articoli 12 ("*Conferma tempestiva*"), 13 ("*Riconciliazione del portafoglio*"), 14 ("*Compressione del portafoglio*") e 15 ("*Risoluzione delle controversie*").

anche, contrariamente a questo previsto tra gli accordi dei Paesi del G20, a quelli eseguiti su un mercato regolamentato.²⁶¹

²⁶¹ Articolo 9, EMIR. Si ricorda che ai sensi di EMIR, articolo 2, punto 7, un "contratto derivato OTC" è, tra l'altro, un contratto derivato la cui esecuzione non ha luogo su un mercato regolamentato.

Example of the functions required to clear and settle [an OTC IRS derivative [contract]]²⁶²

Riportiamo nel presente allegato – con riferimento ad un contratto derivato OTC, in particolare un IRS – una lista di tutte le attività che in senso ampio possono essere definite di amministrazione, ossia, di tutte le attività necessarie per una corretta gestione del contratto. La lista è tratta da un lavoro di Bliss e Steigerwald del 2006, e dunque ha a riferimento un periodo precedente allo scoppio della crisi finanziaria del 2007-2008.

Clearing and settling [an interest rate OTC derivative contract] involves all of the following:

- *Confirming the terms of the contract at its inception;*
- *Determining the payment obligation at the beginning of each six-month interval and notifying the parties;*
- *Settling payments due at the end of each six-month interval;*
- *Maintaining the following records: terms of contract, payments made/received by the counterparties, and names, addresses, and account numbers of the counterparties;*
- *Preparing reports needed for tax, financial, position, risk-exposure reporting, and so on;*
- *Valuing the swap for purposes of determining collateral requirements;*
- *Monitoring counterparty creditworthiness;*
- *Determining collateral requirements (this usually involves all positions documented under a master agreement);*
- *Valuation and monitoring of securities posted as collateral, and determination of "haircuts" to be applied to securities posted;*
- *Monitoring counterparties for compliance with the terms of the contract, in particular credit events defined under the contract;*

²⁶² Bliss, Steigerwald (2006, p. 24).

- *Determining whether to exercise closeout rights when credit events occur; and Pursuing legal remedies for recovering net amounts owed under closed out positions, or making net final payments owed and ensuring legal finality of close-out obligations.*

Recenti pubblicazioni

- 10** – luglio 2021
Discussion papers L'industria del post-trading
S.G. Lo Giudice
- 9** – gennaio 2021
Discussion papers Le OPA in Italia dal 2007 al 2019
Evidenze empiriche e spunti di discussione
F. Picco, V. Ponziani, G. Trovatore, M. Ventrizzo; con introduzione a cura di R. Lener
- 22** – ottobre 2020
Quaderni giuridici The Prospectus Regulation
The long and winding road
S. Alvaro, R. Lener, P. Lucantoni; in collaboration with V. Adriani, F. Ciotti, A. Parziale introduced by Carsten Gerner-Beuerle
- 88** – novembre 2019
Quaderni di finanza Who intends to become financially literate?
Insights from the Theory of Planned Behaviour
F.C. Billari, M. Gentile, N. Linciano, F. Saita
- 21** – settembre 2019
Quaderni giuridici A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della *Capital Market Union*?
Atti del convegno Banca d'Italia – Consob
Roma, Banca d'Italia, 6 novembre 2018
- 20** – gennaio 2019
Quaderni giuridici La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica
Il *golden power* dello Stato italiano e le infrastrutture finanziarie
S. Alvaro, M. Lamandini, A. Police, I. Tarola
- 19** – gennaio 2019
Quaderni giuridici Investitori istituzionali, governo societario e codici di *stewardship*:
Problemi e prospettive
S. Alvaro, M. Maugeri, G. Strampelli
- 18** – dicembre 2018
Quaderni giuridici Nuovi strumenti di politica industriale
per lo sviluppo e la quotazione delle PMI
S. Alvaro, S. Caselli, D. D'Eramo
- 7** – ottobre 2018
Position papers La mappatura delle sedi di negoziazione in Italia
dopo l'entrata in vigore di MiFID II/MiFIR
Divisione Mercati, Ufficio Vigilanza Infrastrutture di Mercato

- 17** – settembre 2018
Quaderni giuridici Le partecipazioni dei fondi alternativi riservati in società quotate e in altri fondi
S. Alvaro, F. Annunziata; con prefazione a cura di M. Stella Richter jr
- 87** – settembre 2018
Quaderni di finanza Boardroom gender diversity and performance of listed companies in Italy
G.S.F. Bruno, A. Ciavarella, N. Linciano
- 16** – febbraio 2018
Quaderni giuridici Tutela degli investitori e dei clienti degli intermediari e ADRs
 Atti del convegno Consob - Arbitro per le Controversie Finanziarie - Università Luigi Bocconi
Milano, Università Bocconi, 11 luglio 2017
- 8** – gennaio 2018
Discussion papers Il costo dei fondi comuni in Italia.
 Evoluzione temporale e confronto internazionale
G. Finiguerra, G. Frati, R. Grasso
- 86** – gennaio 2018
Quaderni di finanza Non-bank institutional investors' ownership in non-financial companies listed in major European countries
F. Fancello, N. Linciano, L. Gasbarri, T. Giulianelli
- 15** – dicembre 2017
Quaderni giuridici The marketing of MREL securities after BRRD. Interactions between prudential and transparency requirements and the challenges which lie ahead
S. Alvaro, M. Lamandini, D. Ramos Muñoz, E. Ghibellini, F. Pellegrini
- 85** – dicembre 2017
Quaderni di finanza Board diversity and firm performance across Europe
A. Ciavarella
- 14** – novembre 2017
Quaderni giuridici Effetti dei tassi di interesse negativi su mutui e obbligazioni a tasso variabile
 Un'analisi dei profili giuridici e finanziari
S. Alvaro, A. Gentili, C. Mottura
- 84** – ottobre 2017
Quaderni di finanza Challenges in ensuring financial competencies. Essays on how to measure financial knowledge, target beneficiaries and deliver educational programmes
N. Linciano and P. Soccorso Editors
- 7** – settembre 2017
Discussion papers Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane
L. Giordano, M. Modena
- 13** – settembre 2017
Quaderni giuridici Autorità Indipendenti e anticorruzione
 Atti del convegno Consob - Università degli Studi di Roma 'Tor Vergata'
Roma Auditorium Consob 4 aprile 2017