



Consiglio  
dell'Unione europea

**Bruxelles, 11 settembre 2017  
(OR. en)**

**12073/17**

**EF 190  
ECOFIN 716  
CODEC 1375**

#### **NOTA DI TRASMISSIONE**

---

Origine:	Jordi AYET PUIGARNAU, Direttore, per conto del Segretario Generale della Commissione europea
Data:	11 settembre 2017
Destinatario:	Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN, Segretario Generale del Consiglio dell'Unione europea

---

n. doc. Comm.:	COM(2017) 468 final
Oggetto:	RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO E AL CONSIGLIO sulla necessità di escludere temporaneamente i derivati negoziati in borsa dall'ambito di applicazione degli articoli 35 e 36 del regolamento (UE) n. 600/2014 sui mercati degli strumenti finanziari

---

Si trasmette in allegato, per le delegazioni, il documento COM(2017) 468 final.

---

All.: COM(2017) 468 final



Bruxelles, 11.9.2017  
COM(2017) 468 final

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

**sulla necessità di escludere temporaneamente i derivati negoziati in borsa dall'ambito di  
applicazione degli articoli 35 e 36 del regolamento (UE) n. 600/2014 sui mercati degli  
strumenti finanziari**

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

**sulla necessità di escludere temporaneamente i derivati negoziati in borsa dall'ambito di  
applicazione degli articoli 35 e 36 del regolamento (UE) n. 600/2014 sui mercati degli  
strumenti finanziari**

**1. INTRODUZIONE**

La presente relazione al Parlamento europeo e al Consiglio (di seguito “**relazione**”) presenta la valutazione sulla necessità di escludere temporaneamente i derivati negoziati in borsa (di seguito “**ETD**”) dall'ambito di applicazione degli articoli 35 e 36 del regolamento (UE) n. 600/2014 sui mercati degli strumenti finanziari (di seguito “**MiFIR**”). A norma dell'articolo 52, paragrafo 12, la Commissione europea è tenuta a presentare una relazione al Parlamento europeo e al Consiglio sulla necessità di escludere temporaneamente gli ETD dall'ambito di applicazione delle disposizioni concernenti l'accesso non discriminatorio alle controparti centrali (di seguito “**CCP**”) e alle sedi di negoziazione ai sensi degli articoli 35 e 36 del MiFIR per un periodo massimo di trenta mesi a decorrere dal 3 gennaio 2018.

L'articolo 52, paragrafo 12, del MiFIR prevede che la relazione della Commissione europea sia basata su una valutazione del rischio effettuata dall'ESMA, previa consultazione del CESR, che tenga conto degli eventuali rischi, derivanti dalle disposizioni sul libero accesso riguardanti gli ETD, per la stabilità e l'ordinato funzionamento dei mercati finanziari nell'Unione. Nel luglio 2015 la Commissione ha incaricato l'ESMA, in collaborazione con il CESR, di effettuare la suddetta valutazione del rischio. Il 31 marzo 2016 l'ESMA ha presentato la propria valutazione del rischio<sup>1</sup> basata sul parere del CESR pubblicato il 9 febbraio 2016<sup>2</sup>.

La Commissione ha chiesto all'ESMA, nel condurre la sua valutazione del rischio: i) di individuare i potenziali fattori di rischio e di valutare la probabilità e la portata degli effetti negativi sui sistemi finanziari; ii) di valutare l'esistenza di un rischio sistemico in base ai fattori di rischio da considerare specifici per gli accordi in materia di accesso ai sensi del MiFIR e iii) di includere una dettagliata analisi qualitativa e quantitativa a sostegno delle proprie argomentazioni.

---

<sup>1</sup> ESMA, *Risk Assessment on the temporary exclusion of exchange-traded derivatives from Articles 35 and 36 MiFIR* (Valutazione del rischio sull'esclusione temporanea dei derivati negoziati in borsa dall'ambito di applicazione degli articoli 35 e 36 del MiFIR), 4 aprile 2016, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-461\\_etd\\_final\\_report.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-461_etd_final_report.pdf).

<sup>2</sup> ESRB response to ESMA on the temporary exclusion of exchange-traded derivatives from Articles 35 and 36 of MiFIR (Risposta del CESR all'ESMA sull'esclusione temporanea dei derivati negoziati in borsa dall'ambito di applicazione degli articoli 35 e 36 del MiFIR), 9 febbraio 2016, [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/160210\\_ESRB\\_response.pdf?b34727f97ef6c1ef3a9fd58f3d67035e](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/160210_ESRB_response.pdf?b34727f97ef6c1ef3a9fd58f3d67035e).

La Commissione prende atto del fatto che, data la mancanza di dati sugli accordi operativi in materia di accesso relativi agli ETD ai sensi del MiFIR, l'ESMA non ha potuto effettuare la valutazione quantitativa richiesta dalla Commissione.

## **2. OGGETTO DELLA RELAZIONE**

Al pari di quanto previsto dal regolamento (UE) n. 648/2012 (di seguito "EMIR") per i derivati OTC, il MiFIR introduce l'obbligo di compensazione per gli ETD<sup>3</sup>, oltre a prevedere l'accesso trasparente e non discriminatorio alle CCP e alle sedi di negoziazione per i valori mobiliari, gli strumenti del mercato monetario e gli ETD.

L'EMIR definisce il derivato OTC come un contratto derivato non concluso su un mercato regolamentato o su un mercato di un paese terzo considerato equivalente a un mercato regolamentato<sup>4</sup>. Il MiFIR, invece, definisce gli ETD<sup>5</sup> come "*gli strumenti derivati negoziati su un mercato regolamentato o sul mercato di un paese terzo considerato equivalente ad un mercato regolamentato*", e in quanto tali non rientrano nella definizione di derivati OTC di cui all'EMIR.

Pertanto, mentre le disposizioni sull'accesso libero e non discriminatorio del MiFIR si applicano ai derivati negoziati almeno su un mercato regolamentato, le disposizioni sul libero accesso dell'EMIR si applicano solo ai derivati OTC, compresi i derivati negoziati su sistemi multilaterali di negoziazione o su sistemi organizzati di negoziazione, purché non siano altrimenti negoziati su un mercato regolamentato o sul mercato di un paese terzo considerato equivalente a un mercato regolamentato.

Ai sensi dell'articolo 52, paragrafo 12, del MiFIR, la presente relazione riguarda solo gli ETD, e dunque non comprende i valori mobiliari, gli strumenti del mercato monetario e i derivati OTC.

## **3. DISPOSIZIONI DEL MiFIR SULL'ACCESSO NON DISCRIMINATORIO**

Le disposizioni sull'accesso libero e non discriminatorio sono volte a rafforzare la concorrenza tra le sedi di negoziazione e le CCP e, in ultima analisi, a ridurre i costi per gli investitori finali, impedendo pratiche discriminatorie che potrebbero sussistere sia a livello delle CCP che delle sedi di negoziazione.

L'articolo 35 del MiFIR precisa che una CCP concede alle sedi di negoziazione l'accesso su base non discriminatoria e trasparente per compensare le operazioni, indipendentemente dalla sede di negoziazione nella quale sono state eseguite. In tale contesto, l'accesso libero e non discriminatorio è volto a garantire alle sedi di negoziazione il diritto, per i contratti negoziati sulla sua piattaforma, a un trattamento non discriminatorio relativamente i) ai requisiti di garanzia e alla compensazione di contratti economicamente equivalenti e ii) alla marginazione integrata (*cross-margining*) con contratti correlati compensati dalla stessa CCP. In tal modo le

---

<sup>3</sup> Articolo 29, paragrafo 1, del MiFIR.

<sup>4</sup> Articolo 2, punto 7 dell'EMIR.

<sup>5</sup> Articolo 2, paragrafo 1, punto 32, del MiFIR.

sedi di negoziazione dovrebbero avere la possibilità di decidere quale CCP può compensare le operazioni eseguite sulle proprie piattaforme.

Parallelamente, l'articolo 36 del MiFIR precisa che una sede di negoziazione fornisce su richiesta accesso alle informazioni sulla negoziazione in modo non discriminatorio e trasparente alle CCP che desiderano compensare le operazioni in detta sede di negoziazione.

Il MiFIR ha tuttavia anticipato che in determinate circostanze il libero accesso alle CCP e alle sedi di negoziazione può generare rischi e potenziali inconvenienti, che potrebbero prevalere sull'obiettivo dell'aumento della concorrenza. Al riguardo, gli articoli 35 e 36 del MiFIR stabiliscono le condizioni alle quali l'accesso può essere negato. L'autorità competente della CCP e quella della sede di negoziazione possono pertanto negare l'accesso a una particolare CCP o sede di negoziazione quando tale accesso i) costituisce una minaccia all'ordinato e corretto funzionamento dei mercati, in particolare a causa della frammentazione della liquidità, o faccia insorgere un rischio sistemico, o ii) richieda un accordo di interoperabilità (per gli ETD), a meno che la sede di negoziazione e le CCP coinvolte abbiano consentito a tale accordo e i rischi derivanti siano garantiti da terzi<sup>6</sup>. Inoltre, le CCP e le sedi di negoziazione possono respingere la richiesta di accesso, qualora esso generi rischi indebiti significativi, che non possono essere gestiti, in base al volume previsto di operazioni, al rischio operativo e alla complessità o ad altri fattori che generano rischi indebiti significativi<sup>7</sup>.

Tali condizioni sono dettagliatamente illustrate nelle norme tecniche di regolamentazione concernenti l'accesso alla compensazione in relazione alle sedi di negoziazione e alle controparti centrali<sup>8</sup>, che contengono anche le condizioni di concessione dell'accesso, le procedure di notifica e altri requisiti<sup>9</sup>. In particolare, le norme tecniche specificano ulteriormente le diverse tipologie di rischio, in base al volume previsto di operazioni, al rischio operativo e alla complessità o ad altri fattori che generano rischi indebiti significativi (ad es. un nuovo prodotto, la minaccia alla redditività economica della CCP o della sede di negoziazione, il rischio giuridico o l'incompatibilità tra le regole di negoziazione e di compensazione).

Il MiFIR, inoltre, introduce disposizioni specifiche per tenere adeguatamente conto della complessità degli ETD e delle conseguenti difficoltà che l'accesso libero e non discriminatorio può comportare. In particolare, gli ETD sono complessi a causa delle lunghe scadenze e dell'effetto leva.

Nel caso degli ETD, la sede di negoziazione o la CCP risponde per iscritto entro sei mesi, anziché entro i tre mesi previsto per altri strumenti finanziari, e concede l'accesso entro tre mesi dall'invio di una risposta positiva alla richiesta di accesso. Se l'autorità competente, la

---

<sup>6</sup> Articolo 35, paragrafi 1 e 4, e articolo 36, paragrafo 4, del MiFIR.

<sup>7</sup> Articolo 35, paragrafo 6, lettera a), e articolo 36, paragrafo 6, lettera a), del MiFIR.

<sup>8</sup> Regolamento delegato della Commissione, del 24 giugno 2016, che integra il regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione concernenti l'accesso alla compensazione in relazione alle sedi di negoziazione e alle controparti centrali.

<sup>9</sup> Cfr. il mandato dell'ESMA di elaborare progetti di norme tecniche di regolamentazione ai sensi dell'articolo 35, paragrafo 6, e dell'articolo 36, paragrafo 6.

sede di negoziazione o la CCP rifiuta di concedere l'accesso, essa motiva in maniera circostanziata la decisione e ne informa le autorità competenti.

Il MiFIR prevede altresì un regime transitorio per le sedi di negoziazione che negoziano ETD con un importo nozionale annuo negoziato inferiore a 1 000 000 milione di EUR<sup>10</sup>, le quali possono scegliere di non applicare le disposizioni sull'accesso libero e non discriminatorio per un periodo di trenta mesi (e fino a sessanta mesi in determinate condizioni<sup>11</sup>) a partire dalla data di applicazione del MiFIR.

Infine, ai sensi dell'articolo 52, paragrafo 12, del MiFIR e fatte salve le conclusioni della presente relazione, la Commissione può decidere di escludere gli ETD dall'ambito di applicazione degli articoli 35 e 36 del MiFIR per un massimo di trenta mesi in base a una valutazione del rischio eseguita dall'ESMA, previa consultazione del CESR. L'articolo 54, paragrafo 2, del MiFIR prevede inoltre che, se la Commissione decide di non escludere gli ETD dall'ambito di applicazione degli articoli 35 e 36 del MiFIR, la CCP o la sede di negoziazione può chiedere alla sua autorità competente l'autorizzazione ad avvalersi delle disposizioni transitorie. L'autorità competente può valutare i rischi per l'ordinato funzionamento della CCP o sede di negoziazione derivanti dall'applicazione agli ETD dell'accesso libero e non discriminatorio e può decidere di esonerare la CCP o sede di negoziazione dagli obblighi di accesso per un periodo transitorio fino al 3 luglio 2020.

#### **4. STRUTTURA DEL MERCATO DEGLI ETD**

Occorre rilevare che la valutazione del rischio dell'ESMA è stata pubblicata nell'aprile 2016, nelle primissime fasi o prima dell'inizio dell'attuazione dei nuovi requisiti regolamentari volti ad assicurare che i) la negoziazione di derivati liquidi e standardizzati avvenga per quanto possibile nelle sedi di negoziazione e che ii) sia i derivati OTC che gli ETD siano compensati a livello centrale, al fine di ridurre il rischio sistemico.

Insieme al CESR, l'ESMA ritiene che l'introduzione dell'obbligo della negoziazione nelle sedi di negoziazione, ai sensi dell'articolo 28 del MiFIR, per i derivati OTC che soddisfano determinate condizioni dovrebbe far aumentare il numero di derivati negoziati nelle sedi di negoziazione<sup>12</sup>, ivi compresi i mercati regolamentati. I derivati proposti sui mercati regolamentati saranno pertanto considerati ETD e quindi soggetti all'obbligo di compensazione mediante CCP ai sensi dell'articolo 29 del MiFIR.

Secondo le conclusioni dell'ESMA, il mercato europeo dei derivati consiste prevalentemente di derivati OTC. Alla fine di giugno 2016 il volume complessivo del mercato degli ETD era leggermente superiore al 10% del mercato complessivo dei derivati, a sua volta in calo dal

---

<sup>10</sup> Articolo 36, paragrafo 5, del MiFIR.

<sup>11</sup> A norma dell'articolo 36, paragrafo 5, del MiFIR, la sede di negoziazione che scende al di sotto della soglia di 1 000 000 milione di EUR di importo nozionale annuo di ETD negoziati durante i primi trenta mesi del periodo di non partecipazione può beneficiare di un ulteriore periodo di non partecipazione di trenta mesi.

<sup>12</sup> L'obbligo di negoziazione di cui all'articolo 28 del MiFIR è da ritenersi soddisfatto se l'operazione è conclusa in un mercato regolamentato, ma anche in sistemi multilaterali di negoziazione o in sistemi organizzati di negoziazione.

2008<sup>13</sup>. In termini di importo nozionale in essere, il mercato degli ETD è composto principalmente da derivati su tassi di interesse, suddivisi in 60% opzioni e 40% *future*.

La valutazione del rischio dell'ESMA evidenzia per gli ETD altresì un calo significativo e costante, da alcuni anni, della percentuale di nozionale in essere compensato giornalmente, con un progressivo spostamento verso strumenti con scadenze più lunghe.

L'ESMA descrive inoltre il mercato europeo degli ETD come altamente concentrato, a livello sia della negoziazione che della compensazione, associato a un'infrastruttura di mercato verticalmente integrata, in cui le strutture di negoziazione e di compensazione dominanti fanno parte degli stessi gruppi integrati. Nel 2014 la CCP più grande in termini di numero di operazioni in ETD compensate deteneva una quota di mercato del 58%, mentre le tre più grandi detenevano insieme il 90% del mercato. Diversi piccoli operatori si ripartiscono le restanti quote di mercato.

Nel valutare la struttura del mercato in base alle categorie di attività, l'ESMA conclude che il mercato è ancora più concentrato: una borsa detiene oltre il 70% del valore negoziato degli ETD su azioni e un'altra detiene circa l'80% del valore negoziato degli ETD su obbligazioni.

Il caso degli ETD su merci (fatta eccezione per gli ETD sull'energia) è leggermente diverso, in quanto il mercato degli ETD su merci è caratterizzato da un alto livello di specializzazione e da una scarsa sovrapposizione tra sedi di negoziazione e CCP.

Parallelamente, nel mercato OTC l'attuazione in corso degli obblighi di compensazione introdotti dall'EMIR ha già portato e continuerà a portare una quota significativa dei contratti derivati OTC verso la compensazione a livello centrale. Sulla base delle norme tecniche di regolamentazione dell'ESMA ai sensi dell'EMIR, la Commissione europea ha infatti già adottato atti delegati per la compensazione a livello centrale degli *swap* su tassi di interesse (IRS) (denominati in UR, GBP, JPY, USD, NOK, PLN e SEK) e dei *credit default swap* su indici (CDS) denominati in EUR<sup>14</sup>, portando il volume compensato dei derivati OTC di queste categorie a circa il 70% del mercato<sup>15</sup>. Occorre rilevare altresì che, sebbene l'offerta di compensazione sia estremamente concentrata, i servizi di compensazione per gli IRS sono offerti da 6 CCP diverse.

---

<sup>13</sup> Cfr. Banca dei regolamenti internazionali, *Triennial Central Bank Survey - OTC derivatives positions at end-June 2016* (Indagine triennale delle banche centrali - posizioni dei derivati OTC alla fine di giugno 2016), tabella 1, Dipartimento economico e monetario, 11 dicembre 2016, [http://www.bis.org/publ/otc\\_hy1612/triensurvstatannex.pdf](http://www.bis.org/publ/otc_hy1612/triensurvstatannex.pdf).

<sup>14</sup> Regolamento delegato (UE) 2015/2205 della Commissione, del 6 agosto 2015, che integra il regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sull'obbligo di compensazione; regolamento delegato 2016/592 della Commissione, del 1° marzo 2016, che integra il regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sull'obbligo di compensazione; regolamento delegato 2016/1178 della Commissione, del 10 giugno 2016, che integra il regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sull'obbligo di compensazione.

<sup>15</sup> L'attuazione graduale ha avuto inizio il 21 giugno 2016; cfr. ESMA, *Risk Assessment on the temporary exclusion of exchange-traded derivatives from Articles 35 and 36 MiFIR* (Valutazione del rischio sull'esclusione temporanea dei derivati negoziati in borsa dall'ambito di applicazione degli articoli 35 e 36 del MiFIR), 4 aprile 2016, figura 11, pag. 10.

La Commissione prende atto del fatto che i) i derivati su tassi di interesse rappresentano la quota principale del mercato degli ETD; ii) l'obbligo di negoziazione introdotto dal MiFIR potrebbe far rientrare nella definizione di ETD una parte dei derivati su tassi di interesse; iii) l'obbligo di negoziazione introdotto dall'EMIR è già applicabile agli IRS e iv) nonostante la concentrazione del mercato, il mercato dei derivati su tassi di interesse è ripartito tra sei diverse CCP. La Commissione concorda pertanto con le conclusioni dell'ESMA che i derivati su tassi di interesse rappresentano la categoria di attività più pertinente ai fini della valutazione delle conseguenze dell'applicazione agli ETD delle disposizioni sull'accesso libero e non discriminatorio.

## **5. VALUTAZIONE DEL RISCHIO DELLE DISPOSIZIONI SULL'ACCESSO LIBERO E NON DISCRIMINATORIO PER GLI ETD**

Sebbene le disposizioni del MiFIR in materia di libero accesso non siano ancora state attuate, l'ESMA riferisce che alcune CCP e sedi di negoziazione del SEE hanno già sviluppato e fatto ricorso con successo ad accordi in materia di accesso per gli ETD o i derivati OTC<sup>16</sup>. L'ESMA ritiene che gli accordi in materia di accesso applicati dalle infrastrutture di mercato ai sensi dell'EMIR<sup>17</sup> non abbiano finora determinato alcun rischio sistemico di rilievo, nonostante i derivati OTC siano di norma meno standardizzati e più complessi degli ETD.

Tuttavia, in linea con la valutazione dell'ESMA, la Commissione europea è del parere che gli accordi esistenti in materia di accesso per gli ETD possano pur sempre in linea di principio generare rischi che potrebbero minacciare l'ordinato e corretto funzionamento dei mercati o far insorgere un rischio sistemico.

In tale ottica e tenendo conto della valutazione macroprudenziale del rischio del CESR, l'ESMA sottolinea una serie di potenziali rischi che potrebbero insorgere in seguito all'attuazione delle disposizioni sull'accesso libero e non discriminatorio ai sensi del MiFIR.

### **5.1 Rischio derivante dall'accesso libero e non discriminatorio a livello delle CCP**

L'accesso libero e non discriminatorio alle CCP garantirà che le sedi di negoziazione potranno scegliere in quale CCP compensare le proprie operazioni. Questo è particolarmente rilevante nel contesto della prevista attuazione dell'obbligo di negoziazione, che farà ricadere molti derivati OTC nell'ambito di applicazione delle disposizioni sull'accesso libero e non discriminatorio del MiFIR e che potrebbe andare di pari passo con l'ingresso di nuove sedi di negoziazione non aventi accesso a CCP integrate verticalmente. Come indicato dall'ESMA nella sua valutazione del rischio, i costi di negoziazione e compensazione sono strettamente interconnessi. I partecipanti al mercato valutano i costi di negoziazione in una sede di negoziazione insieme ai relativi costi di compensazione. Una sede di negoziazione non può essere competitiva se non è in grado di offrire costi di compensazione interessanti. In assenza di tali disposizioni, le nuove sedi di negoziazione non integrate verticalmente non potrebbero

---

<sup>16</sup> Cfr. *Risk Assessment on the temporary exclusion of exchange-traded derivatives from Articles 35 and 36 MiFIR* (Valutazione del rischio sull'esclusione temporanea dei derivati negoziati in borsa dall'ambito di applicazione degli articoli 35 e 36 del MiFIR) dell'ESMA, 4 aprile 2016, tabella 2, pag. 16.

<sup>17</sup> Articoli 7 e 8 dell'EMIR.

accedere al mercato e non sarebbero dunque in grado di promuovere un mercato più competitivo e meno concentrato.

### ***Rischio di concentrazione***

Tenendo conto di tali obiettivi, la Commissione condivide il parere dell'ESMA che uno dei principali rischi associati alle disposizioni sull'accesso libero e non discriminatorio per gli ETD sia un nuovo rischio di concentrazione ("singolo punto di vulnerabilità"). In tale scenario di rischio, la possibilità per le sedi di negoziazione di scegliere la propria CCP potrebbe condurre a una situazione in cui la CCP più interessante per una specifica categoria di ETD o di attività diventi l'unica sede per la compensazione a livello centrale. Suddetta situazione potrebbe verificarsi anche nel caso in cui, al fine di massimizzare l'efficienza della compensazione e ridurre i requisiti di garanzia, i partecipanti al mercato optino per una sola CCP (la più grande).

Tuttavia, se si considerano la concorrenza e la dinamica e la struttura del mercato, tale scenario appare poco probabile. In particolare, secondo l'ESMA, a scoraggiare un simile spostamento significativo della compensazione verso un'unica CCP interverrebbe il rischio che la CCP aumenti le spese di compensazione per tutti i partecipanti diretti, al punto da non risultare più interessante. Inoltre, un livello elevato di concentrazione esporrebbe il sistema finanziario a un singolo punto di vulnerabilità, con potenziali conseguenze sistemiche e l'impossibilità per i partecipanti al mercato di trasferire in maniera efficiente le proprie posizioni in un'altra CCP in caso di problemi.

La Commissione condivide altresì le conclusioni del CESR e dell'ESMA circa il fatto che il mercato della compensazione nell'UE è già estremamente concentrato, con alcune categorie di ETD o di attività esclusivamente o principalmente compensate in un'unica CCP. Indipendentemente dall'attuazione delle disposizioni sull'accesso libero e non discriminatorio, è del tutto prevedibile un rafforzamento della concentrazione in futuro, come conseguenza della "naturale" crescita commerciale dell'attività di una CCP quando i suoi servizi corrispondono alle preferenze dei partecipanti al mercato<sup>18</sup>.

Al contrario, si potrebbe sostenere che l'attuale concentrazione è dovuta all'esistenza di barriere all'ingresso che le norme in materia di accesso libero e non discriminatorio mirano a ridurre. Di fatto, quando le CCP possono chiedere l'accesso libero e non discriminatorio a una sede di negoziazione ai sensi delle disposizioni del MiFIR, si riducono le barriere all'ingresso per le nuove CCP.

La Commissione osserva che l'EMIR e il MiFIR prevedono meccanismi di salvaguardia per evitare il rischio di concentrazione. Innanzitutto, le CCP sono soggette alla regolamentazione delle autorità competenti ai sensi dell'EMIR, il quale stabilisce per le CCP requisiti organizzativi, norme sulla condotta negli affari e requisiti prudenziali e macroprudenziali per le CCP. In secondo luogo, il MiFIR autorizza le autorità competenti a negare l'accesso a una

---

<sup>18</sup> *ESRB response to ESMA on the temporary exclusion of exchange-traded derivatives from Articles 35 and 36 of MiFIR* (Risposta del CESR all'ESMA sull'esclusione temporanea dei derivati negoziati in borsa dall'ambito di applicazione degli articoli 35 e 36 del MiFIR), 9 febbraio 2016, pag. 4.

CCP, qualora detto accesso minacci l'ordinato e corretto funzionamento dei mercati o faccia insorgere un rischio sistemico o richieda un accordo di interoperabilità.

### ***Rischio operativo***

Un altro importante aspetto è quello del rischio indebito che la CCP non può gestire legato al volume previsto delle operazioni della sede di negoziazione, al rischio operativo e alla complessità, nonché ad altri fattori che generano rischi indebiti significativi<sup>19</sup>. L'ESMA ritiene che tale rischio potrebbe potenzialmente aumentare il rischio sistemico in ragione delle sue ripercussioni sui partecipanti diretti di altre CCP.

A tal proposito, in aggiunta ai requisiti organizzativi e prudenziali e alle norme di condotta negli affari di cui al titolo IV dell'EMIR, il MiFIR consente alle CCP di negare l'accesso se dopo aver compiuto ogni ragionevole sforzo per gestire i rischi, la CCP conclude che sussistono rischi indebiti significativi che non possono essere gestiti<sup>20</sup>.

Alla luce delle suddette considerazioni, la Commissione ritiene che le disposizioni del MiFIR sull'accesso libero e non discriminatorio alle CCP per gli ETD avranno probabilmente un impatto generalmente positivo sul mercato. E, per quanto riguarda i rischi derivanti da tali disposizioni che non possono essere ignorati, la Commissione ritiene che il MiFIR e l'EMIR abbiano già previsto solidi meccanismi di salvaguardia per mitigare i rischi operativi indebiti per le CCP o per evitare di accrescere il rischio sistemico.

### **5.2 Rischio derivante dall'accesso libero e non discriminatorio a livello delle sedi di negoziazione**

L'accesso libero e non discriminatorio alle sedi di negoziazione consente alle CCP di compensare le operazioni concluse nelle sedi di negoziazione da loro scelte. Oltre a promuovere un ambiente maggiormente competitivo, tale disposizione è volta a dare ai membri di una sede di negoziazione la possibilità di scegliere la CCP in cui intendono compensare le proprie operazioni, anche quando la CCP e la sede di negoziazione sono integrate verticalmente nel medesimo gruppo.

Ciò può rivelarsi particolarmente utile per i partecipanti al mercato che vogliono massimizzare l'efficienza della compensazione e ridurre i requisiti di garanzia per le loro posizioni in diverse sedi di negoziazione.

Inoltre, dal punto di vista della stabilità finanziaria, la Commissione condivide il parere dell'ESMA e del CESR che un ambiente caratterizzato da una molteplicità di CCP contribuisce a ridurre il rischio sistemico, accrescendo le soluzioni di sostituzione in caso di problemi. Se una delle CCP collegata a una sede di negoziazione è in difficoltà, le altre CCP collegate alla stessa sede di negoziazione potranno continuare a compensarne le operazioni.

---

<sup>19</sup> Articolo 35, paragrafo 6, lettera a), del MiFIR.

<sup>20</sup> Sezione 1, articoli da 1 a 4, regolamento delegato della Commissione, del 24 giugno 2016, che integra il regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione concernenti l'accesso alla compensazione in relazione alle sedi di negoziazione e alle controparti centrali.

### ***Rischi relativi agli accordi di interoperabilità***

L'articolo 2 dell'EMIR definisce l'accordo di interoperabilità come un accordo tra due o più CCP che prevede l'esecuzione intersistemica delle operazioni. Tali accordi sono volti a garantire che due o più CCP possano far fronte alle reciproche esposizioni grazie ad un processo che consente di compensare le operazioni dei propri partecipanti tra le CCP collegate.

In assenza di accordi di interoperabilità, i membri che detengono posizioni in diverse CCP sarebbero soggetti a inefficienze della compensazione, maggiori requisiti di garanzia e frammentazione della liquidità, il che ridurrebbe l'interesse dei partecipanti al mercato per un ambiente caratterizzato da una molteplicità di CCP. Dal punto di vista del rischio sistemico, la relazione dell'ESMA sottolinea inoltre che un simile scenario rafforzerebbe negativamente la prociclicità.

Gran parte dei rischi summenzionati verrebbe meno, se le diverse CCP collegate a una sede di negoziazione ricorressero ad accordi di interoperabilità. Tuttavia la Commissione prende atto della principale preoccupazione espressa dal CESR circa il rischio associato al potenziale moltiplicarsi di tali accordi di interoperabilità a seguito dell'applicazione agli ETD delle disposizioni sull'accesso libero e non discriminatorio. Di fatto, gli accordi di interoperabilità ai sensi dell'EMIR si applicano unicamente ai valori mobiliari e agli strumenti del mercato monetario. L'ESMA e il CESR richiamano inoltre l'attenzione sul fatto che il loro utilizzo per gli ETD potrebbe introdurre un considerevole grado di complessità e di rischio inerente alle caratteristiche dei derivati e potrebbe avere conseguenze negative sulla gestione complessiva del rischio operativo a livello della CCP.

La Commissione ritiene, tuttavia, che il MiFIR introduca meccanismi di salvaguardia atti a garantire che tali rischi siano adeguatamente mitigati. Innanzitutto, ai sensi dell'articolo 36, paragrafo 4, lettera a), le autorità competenti negano l'accesso alla CCP qualora tale accesso richieda un accordo di interoperabilità. Un accordo di interoperabilità può dunque essere concluso solo tra le diverse CCP dell'operazione e la sede di negoziazione che hanno acconsentito. In secondo luogo, qualora l'accordo di interoperabilità minacci l'ordinato e corretto funzionamento del mercato, le autorità competenti possono pur sempre negare l'accesso alla sede di negoziazione.

### ***Rischio operativo***

Il MiFIR contempla anche i rischi operativi derivanti dalla complessità o dal volume previsto di operazioni, nonché da altri fattori che generano rischi indebiti significativi.

In tal caso, ai sensi dell'articolo 36, paragrafo 6, del MiFIR e conformemente alle disposizioni contenute nelle norme tecniche di regolamentazione concernenti l'accesso alla compensazione

in relazione alle sedi di negoziazione e alle controparti centrali<sup>21</sup>, la sede di negoziazione può negare l'accesso.

## **6. CONCLUSIONI**

La Commissione osserva che le disposizioni dell'EMIR sull'accesso libero e non discriminatorio si applicano già a derivati OTC, valori mobiliari e strumenti del mercato monetario, senza deroghe temporanee. A seguito della valutazione dell'ESMA, appare evidente che tali accordi in materia di accesso non hanno causato alcun rischio sistemico degno di nota. È opportuno osservare, a tal riguardo, che i derivati OTC sono generalmente meno standardizzati e più complessi degli ETD. Di conseguenza, è prevedibile che l'applicazione agli ETD delle disposizioni del MiFIR sull'accesso libero e non discriminatorio non genererà maggiore complessità che per i derivati OTC.

L'applicazione agli ETD delle disposizioni del MiFIR sull'accesso libero e non discriminatorio potrebbe tuttavia far insorgere rischi che potrebbero potenzialmente minacciare l'ordinato e corretto funzionamento dei mercati o accentuare il rischio sistemico. Più precisamente, la presente relazione delinea una serie di potenziali rischi e in particolare rischi relativi i) alla concentrazione dell'attività di negoziazione e compensazione in gruppi integrati verticalmente e ii) al potenziale moltiplicarsi degli accordi di interoperabilità, che aumenterebbero sostanzialmente il livello di complessità della gestione complessiva del rischio delle CCP interoperanti.

Avendo esaminato tali rischi, la Commissione ritiene che il vigente quadro normativo del MiFIR e dell'EMIR affronti adeguatamente i potenziali rischi individuati. Oltre alla regolamentazione delle autorità competenti, l'EMIR stabilisce per le CCP requisiti organizzativi, norme di condotta negli affari e requisiti prudenziali e macroprudenziali. Parallelamente, il MiFIR offre alle CCP, alle sedi di negoziazione e alle autorità competenti la possibilità di negare l'accesso all'infrastruttura pertinente, qualora la CCP, la sede di negoziazione o il mercato siano potenzialmente a rischio, come descritto nelle norme tecniche di regolamentazione concernenti l'accesso alla compensazione in relazione alle sedi di negoziazione e alle controparti centrali.

Per questi motivi, la Commissione conclude che non è necessario escludere temporaneamente i derivati negoziati in borsa dall'ambito di applicazione degli articoli 35 e 36 del MiFIR.

---

<sup>21</sup> Sezione 2, articoli da 5 a 8, regolamento delegato della Commissione, del 24 giugno 2016, che integra il regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione concernenti l'accesso alla compensazione in relazione alle sedi di negoziazione e alle controparti centrali.