

ATTUALITÀ

EMIR 3: le nuove regole per i derivati OTC

Novità per la compensazione e
lo scambio di margini

2 Aprile 2025

Massimiliano Danusso, Partner, BonelliErede

Angelica Spinelli Giordano, BonelliErede

Alessandro Nicolini, BonelliErede



Massimiliano Danusso, Partner,
BonelliErede

Angelica Spinelli Giordano, BonelliErede

Alessandro Nicolini, BonelliErede

> Massimiliano Danusso

Partner e Presidente di BonelliErede, Managing Partner della sede di Londra. Si occupa di Bancario e Finanziario, fornendo assistenza in operazioni finanziarie e di Capital Markets sia in ambito nazionale sia internazionale. In particolare si occupa di operazioni su capitali di rischio e su contratti derivati, operazioni di cartolarizzazione sintetica e non sintetica e collocamento, sui mercati italiani ed esteri, di titoli obbligazionari. Fornisce inoltre consulenza ad istituzioni finanziarie su derivati molto complessi e sul contenzioso finanziario, sia civile che penale.

Il 27 novembre 2024, il Parlamento Europeo e il Consiglio dell'UE hanno approvato la riforma del Regolamento UE/2012/648 ("EMIR") con l'emanazione del Regolamento UE/2024/2987 (il "Nuovo Regolamento").

Sebbene il Nuovo Regolamento sia entrato in vigore il 24 dicembre 2024, alcune disposizioni¹ troveranno concreta applicazione solo con l'entrata in vigore delle norme tecniche di regolamentazione ("RTS") che saranno emanate dalla European Securities and Markets Authority ("ESMA") entro la fine del 2025.²

1. Preliminari osservazioni su EMIR e sul Nuovo Regolamento

Nel 2012, EMIR ha introdotto tre obblighi principali al fine di mitigare i rischi sistemici di controparte e migliorare la trasparenza operativa nel mercato europeo dei derivati *over-the counter* (OTC):

- (i) **obbligo di compensazione (clearing)** – le controparti di contratti derivati OTC che superano determinate soglie³ devono compensare tali derivati, ovvero stabilire le proprie posizioni, calco-

¹ Come illustrato nel prosieguo, queste disposizioni sono contenute negli artt. 4-bis e 10 EMIR, che prevedono nuovi livelli di posizioni che le FCs e le NFCs devono calcolare ai fini dell'obbligo di compensazione.

² Con comunicazione n. 1/2025 del 28 febbraio 2025, CONSOB ha evidenziato che "salvo specifiche eccezioni, gli obblighi introdotti da EMIR 3.0 in capo a controparti, partecipanti diretti e clienti sono applicabili a partire dalla data di entrata in vigore del Regolamento stesso ossia, come sopra indicato, dal 24 dicembre 2024, anche in assenza delle norme tecniche di regolamentazione che dovranno dettagliare i singoli requisiti. A tal proposito, in attesa dell'adozione da parte della Commissione europea dei Regolamenti delegati contenenti le misure di secondo livello, si suggerisce di fare riferimento, per il rispetto della disciplina introdotta da EMIR 3.0, ai documenti di consultazione pubblicati dall'ESMA, e successivamente ai Final Report che verranno trasmessi dall'ESMA alla Commissione."

³ In conformità al Regolamento UE/149/2013, le soglie di compensazione sono stabilite per le classi di attività dei contratti derivati come segue:

- (i) EUR 1 miliardo (in valore nozionale lordo) per i contratti derivati di credito;
- (ii) EUR 1 miliardo (in valore nozionale lordo) per i contratti derivati su azioni;
- (iii) EUR 3 miliardi (in valore nozionale lordo) per i contratti derivati su tassi di interesse;
- (iv) EUR 3 miliardi (in valore nozionale lordo) per i contratti derivati su cambi; e
- (v) EUR 4 miliardi (in valore nozionale lordo) per i contratti derivati su materia prime e altri.

lare le proprie obbligazioni nette e, con il supporto delle controparti centrali (“CCPs”)⁴, “assicurare la disponibilità degli strumenti finanziari o del contante, o di entrambi, per coprire le esposizioni risultanti” da tali posizioni;

(ii) **obbligo di segnalazione** – le controparti di contratti derivati OTC e le CCPs devono segnalare dettagliatamente ogni contratto derivato concluso, modificato o risolto a un repertorio di dati sulle negoziazioni⁵;

(iii) **obbligo di scambio di garanzie** – le controparti di contratti derivati OTC non compensati devono adottare procedure di gestione del rischio che prevedano, in modo tempestivo, accurato e con adeguata segregazione, lo scambio di garanzie sotto forma di:

- “*marginale iniziale*”, a copertura dell’esposizione attuale e potenziale nell’intervallo tra l’ultima riscossione del margine e la liquidazione delle posizioni o la copertura del rischio di mercato a seguito di un’inadempienza della propria controparte⁶ (“**IM**”);
- “*marginale di variazione*”, che riflette i risultati della valutazione giornaliera dei contratti in essere a prezzi correnti di mercato o in base ad altro modello ai sensi dell’art. 11, paragrafo 2 EMIR (“**VM**”).

⁴ La CCP è definita da EMIR come “una persona giuridica che si interpone tra le controparti di contratti negoziati su uno o più mercati finanziari agendo come acquirente nei confronti di ciascun venditore e come venditore nei confronti di ciascun acquirente”.

⁵ L’art. 2, paragrafo 1, lett. b), definisce espressamente un “repertorio di dati sulle negoziazioni” come “una persona giuridica che raccoglie e conserva in modo centralizzato le registrazioni dei derivati”.

⁶ Un’innovazione significativa introdotta dal Nuovo Regolamento riguarda i metodi di calcolo dell’importo dell’IM. Infatti, l’art. 11 del Regolamento 2251 prevede che le controparti calcolino tale importo utilizzando l’approccio standardizzato di cui all’Allegato IV o i modelli alternativi sviluppati da tali controparti o da un agente terzo, purché questi soddisfino rigorosi *standard* prudenziali. In tale contesto, il Nuovo Regolamento introduce una procedura formale di autorizzazione per l’adozione di modelli di IM, in base alla quale le controparti che intendono adottare o modificare un modello di IM devono richiedere l’approvazione delle proprie autorità competenti. Tale verifica deve essere completata entro sei mesi (o tre mesi per le modifiche proposte a un modello già autorizzato).

Inoltre, il Nuovo Regolamento chiarisce che i modelli “*pro-forma*” – utilizzati da un gran numero di operatori di mercato dell’UE per conformarsi ai requisiti IM applicabili – saranno coordinati e convalidati a livello centrale dall’Autorità Bancaria Europea.

Conformemente alla proposta presentata dalla Commissione europea il 7 dicembre 2022, il Nuovo Regolamento affronta alcune criticità emerse nella negoziazione e gestione del rischio, introducendo nuove disposizioni per gli obblighi di compensazione e di scambio di margine con l’obiettivo di rendere più attraente e resiliente il quadro normativo europeo applicabile ai derivati OTC.

Oltre ad incidere anche sul quadro normativo applicabile ai requisiti di margine, il Nuovo Regolamento si focalizza, in particolare, sull’obbligo di compensazione ampliandone l’ambito applicativo, prevedendo talune significative esenzioni⁷ e incentivando lo sviluppo e il ricorso alle CCPs stabilite nell’UE, attraverso l’introduzione del nuovo obbligo del “*conto attivo*”.

L’obiettivo della presente trattazione è offrire, senza pretesa di esaustività, una panoramica delle novità introdotte dal Nuovo Regolamento, soffermandosi sugli interventi normativi di maggiore rilievo in un contesto ancora in evoluzione.

2. Tecniche di mitigazione del rischio e requisiti di margine – introduzione di *grace period* per NFCs ed esenzioni per opzioni su singole azioni e indici azionari

Per quanto riguarda gli obblighi di c.d. “*marginazione*”, si ricorda in via preliminare che, ai sensi di EMIR e del Regolamento 2016/2251/UE sulle tecniche di attenuazione del rischio per i contratti derivati OTC non compensati da una CCP (il “**Regolamento 2251**”):

- (i) le controparti finanziarie⁸ (le “**FCs**”) devono sempre adottare procedure di gestione dei rischi che prevedano lo scambio tempestivo, accurato e adeguatamente segregato di garanzie e, allo stesso tempo, devono detenere un importo adeguato e proporzionato di capitale per gestire il rischio non coperto da un adeguato scambio di garanzie; mentre

⁷ Tra l’altro, il Nuovo Regolamento esenta dall’obbligo di compensazione una controparte dell’UE se questa effettua una operazione con uno schema pensionistico stabilito in un Paese terzo a sua volta esentato dall’obbligo di *clearing* ai sensi della legislazione nazionale di tale Paese. Tale modifica promuove, quindi, operazioni tra gli schemi pensionistici esteri ed istituti di credito stabiliti nell’UE, in quanto i primi non dovranno più affrontare l’ulteriore ostacolo di conformarsi all’obbligo di compensazione previsti da EMIR.

⁸ L’art. 2, paragrafo 1, n. (8) EMIR contiene l’elenco dei soggetti che rientrano nella definizione di FC: tale elenco comprende, *inter alia*, le imprese di investimento e gli enti creditizi, le imprese di assicurazione o di riassicurazione, gli OICVM e, se del caso, le società di gestione.

- (ii) le controparti non finanziarie⁹ (le “NFCs”) devono adottare tali procedure *solo* in relazione ai contratti derivati OTC stipulati a decorrere dalla data di superamento della soglia di compensazione.¹⁰

In tale contesto, il Nuovo Regolamento:

- (i) introduce un **grace period a beneficio delle NFCs** al raggiungimento delle soglie di compensazione – tali NFCs potranno beneficiare, dunque, di un periodo transitorio di 4 mesi per conformarsi agli obblighi di margine e per negoziare e stipulare gli accordi per lo scambio di garanzie, decorrente dalla data in cui tali NFCs notificano all’ESMA di aver superato almeno una delle soglie di compensazione applicabili; e
- (ii) prevede che **le opzioni su azioni e su indici azionari singoli, se non compensate da una CCP, non sono soggette all’obbligo di scambio tempestivo, accurato e adeguatamente segregato di garanzie reali**, al fine di allineare il regime dell’UE alle pratiche internazionali.¹¹

3. Obbligo di compensazione

3.1 Introduzione delle “posizioni non compensate”

Il Nuovo Regolamento modifica, inoltre, le modalità di calcolo delle posizioni che determinano l’applicazione dell’obbligo di *clearing*. Esso stabilisce, infatti, che:

- (i) le FCs devono calcolare le proprie **posizioni non compensate**¹² e le proprie **posizioni medie a fine**

⁹ EMIR definisce le NFCs come imprese stabilite nell’UE diverse dalle entità che rientrano nella definizione di “controparte finanziaria”.

¹⁰ Ciò viene riflesso ulteriormente dall’art. 24 del Regolamento 2251, secondo il quale le NFCs possono essere esonerate dallo scambio di garanzie in termini di VM e IM se non soddisfano le soglie di compensazione.

¹¹ L’ESMA, in collaborazione con l’Autorità Bancaria Europea e la European Insurance and Occupational Pensions Authority, riesaminerà periodicamente questa esenzione, assicurando che rimanga appropriata e non comprometta la resilienza dei mercati finanziari dell’UE nel tempo.

¹² Nel calcolo delle posizioni non compensate, le FCs includono tutti i contratti derivati OTC che non sono compensati tramite una CCP autorizzata o riconosciuta ai sensi rispettivamente dell’art. 14 o dell’art. 25 EMIR, e che sono stipulati da tali FCs o da altri soggetti del gruppo a cui appartengono tali FCs.

mese aggregate in contratti derivati OTC compensati e non compensati nei 12 mesi precedenti¹³ (mentre nella disciplina previgente erano tenute a calcolare le sole posizioni aggregate);

- (ii) le NFCs devono calcolare (solo) le **posizioni non compensate** (mentre nella disciplina previgente erano tenute a calcolare le sole posizioni aggregate).

La *ratio* di tale modifica si rinviene nel Considerando (9) del Nuovo Regolamento, secondo cui il ricorso alla compensazione centrale costituisce la “*tecnica principale di attenuazione del rischio per i derivati OTC. [...] Ne consegue che nel calcolo della posizione rispetto alle soglie di compensazione [...] dovrebbero essere inclusi soltanto i contratti derivati OTC non compensati da una CCP autorizzata o riconosciuta.*”

Il legislatore europeo prosegue ai sensi dello stesso Considerando (9), evidenziando inoltre che “è opportuno conferire all’ESMA il potere di fissare anche una soglia di compensazione aggregata, se necessario”, affinché l’attuale copertura prudenziale dell’obbligo di compensazione non sia influenzata dalla nuova metodologia di calcolo. È per tale motivo che l’art. 4-bis EMIR, come modificato dal Nuovo Regolamento, introduce una apparente alternatività tra il calcolo delle posizioni non compensate e quello delle posizioni aggregate, utilizzando la congiunzione disgiuntiva “o”. Sul punto, tuttavia, è preferibile in ottica cautelativa ritenere che l’onere di calcolare le posizioni non compensate e aggregate ai fini del *clearing* sia fin da subito cumulativo, in assenza di un intervento chiarificatore da parte dell’ESMA.

Il Nuovo Regolamento, invece, non incide né sulle soglie di compensazione né sulle conseguenze derivanti dal loro superamento, che rimangono sostanzialmente inalterate rispetto a quelle previste nell’originario impianto di EMIR.

Ciò significa, in particolare, che continueranno a trovare applicazione gli artt. 4-bis e 10 EMIR, secondo cui:

- (i) le controparti sono tenute a compensare i propri contratti derivati OTC, se tali contratti sono stati conclusi:

¹³ Nel calcolo delle posizioni aggregate, le FCs includono tutti i contratti derivati OTC stipulati da tali FCs o stipulati da altri soggetti del gruppo a cui tali FCs appartengono.

(a) da due FCs quando non calcolano le proprie posizioni non compensate o aggregate, o se il risultato del calcolo di tali posizioni supera una qualsiasi delle soglie di compensazione stabilite dall'ESMA;

(b) da due NFCs quando non calcolano le proprie posizioni non compensate o se il risultato del calcolo di tali posizioni rispetto a una o più categorie di derivati OTC è superiore alle soglie di compensazione; o

(c) da una FC di cui al punto (a) ed una NFC di cui al punto (b)¹⁴, e

se tali contratti sono stipulati o novati a partire dalla data di decorrenza dell'obbligo di compensazione;

(ii) quando divengono soggette all'obbligo di compensazione, tali controparti devono immediatamente darne informativa all'ESMA e alle autorità competenti;

(iii) a seguito di tale notifica:

(a) le FCs continueranno a stipulare accordi di compensazione entro quattro mesi e compensare *"tutti i contratti derivati OTC appartenenti a qualsiasi categoria di derivati OTC soggetta all'obbligo di compensazione stipulati o novati più di quattro mesi dopo la notifica"*; mentre

(b) le NFCs continueranno ad essere soggette all'obbligo di compensazione *solo* in relazione ai contratti derivati OTC (i) stipulati o novati dopo più di quattro mesi dalla notifica all'ESMA ed alle autorità competenti e che siano (ii) appartenenti alle categorie di attività rispetto alle

quali il risultato del calcolo supera le soglie di compensazione. L'art. 10 chiarisce, tuttavia, che le NFCs che non hanno calcolato le proprie posizioni saranno soggette al pari delle FCs all'obbligo di compensazione per tutte le classi di derivati OTC potenzialmente ad esso soggette.¹⁵

L'attuale quadro normativo in materia di *clearing* sarà ulteriormente disciplinato e integrato dagli RTS che l'ESMA dovrà emettere entro il 25 dicembre 2025, dopo aver consultato lo European Systemic Risk Board e le altre autorità competenti.

3.2 Esenzione PTRR

Il Nuovo Regolamento introduce, inoltre, una nuova esenzione dall'obbligo di compensazione. In particolare, esso prevede che tale obbligo non si applichi alle controparti in relazione ai contratti derivati OTC *"avviati e stipulati a seguito di un **esercizio ammissibile di riduzione del rischio post-negoiazione**" ("PTRR")*.

In via preliminare, è opportuno evidenziare che i servizi di PTRR consistono in una serie di servizi di riduzione del rischio post-negoiazione quali, a titolo d'esempio:

(i) la compressione, attraverso la quale vengono ridotti il numero di contratti, gli importi nozionali dei contratti derivati e/o qualche altra misura dell'esposizione al rischio senza che si modifichino in maniera significativa il rischio di mercato dei portafogli di derivati OTC¹⁶; e

(ii) l'ottimizzazione del portafoglio e i servizi di ribilanciamento, attraverso i quali viene mitigato il rischio di controparte con la sottoscrizione di nuove operazioni in derivati volti a ridurre il rischio

¹⁴ L'art. 4 EMIR prevede, inoltre, che i contratti derivati OTC siano compensati se sono stati conclusi tra:

(i) una FC o una NFC che soddisfa le condizioni per l'applicazione dell'obbligo di compensazione, da una parte, e un'entità stabilita in un Paese terzo che sarebbe soggetta all'obbligo di compensazione se fosse stabilita nell'UE, dall'altra; e

(ii) due entità stabilite in uno o più Paesi terzi che sarebbero soggette all'obbligo di compensazione se fossero stabilite nell'UE, a condizione che il contratto abbia un effetto diretto, sostanziale e prevedibile all'interno dell'UE o che tale obbligo sia necessario o appropriato per evitare l'elusione di qualsiasi disposizione di EMIR.

¹⁵ Sia le FCs che le NFCs rimangono soggette all'obbligo di compensazione finché non dimostrano alle autorità competenti che le loro posizioni applicabili per i 12 mesi precedenti non superano le relative soglie di compensazione. Inoltre, le FCs e le NFCs devono essere in grado di dimostrare alle autorità competenti che il calcolo delle posizioni applicabili non porta a una sottostima sistematica di tali posizioni.

¹⁶ Tale definizione è offerta dall'ESMA nel suo report *"Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))"*, presentato alla Commissione Europea il 10 novembre 2020 (il **"Report PTRR"**). Per completezza d'analisi, si rinvia inoltre all'art. 2, paragrafo 1, n. 47 del Regolamento UE/2014/600, secondo cui la compressione del portafoglio costituisce un servizio di riduzione del rischio in cui due o più controparti risolvono, in tutto o in parte, alcuni o tutti gli strumenti derivati da esse presentati e li sostituiscono con un altro strumento derivato il cui valore nozionale combinato è inferiore a quello dei derivati risolti.

del portafoglio sottostante.¹⁷

In sostanza, dunque, i servizi di PTRR costituiscono uno strumento utile per mitigare rischi relativi al portafoglio, senza modificarne il rischio di mercato. Infatti, l'esercizio PTRR non modifica il rischio di mercato dei portafogli interessati, ma riduce piuttosto il rischio di controparte, operativo o sistemico rispetto alle operazioni in derivati esistenti. Dati i vantaggi dei servizi PTRR, il Nuovo Regolamento esenta quindi dall'obbligo di compensazione le operazioni in derivati legate ai servizi PTRR, agevolandone il ricorso da parte di un novero più ampio di partecipanti al mercato.

Il Nuovo Regolamento chiarisce, infine, che un'operazione PTRR è esentata dall'obbligo di compensazione se, in particolare:

- (i) il soggetto che conduce l'esercizio PTRR è autorizzato ai sensi dell'art. 7 della Direttiva UE/2014/65 ed è indipendente dalle controparti dei contratti derivati OTC compresi nell'esercizio PTRR;
- (ii) è neutrale in termini di rischio di mercato e non contribuisce alla formazione dei prezzi.¹⁸

A tal riguardo, è interessante notare come nel disegno del legislatore europeo l'introduzione della esenzione in parola serve a combattere il ricorso a strumenti finanziari complessi, elusivi e rischiosi per il sistema finanziario dell'Unione, attraverso i quali prestatori di servizi PTRR argomentavano che le operazioni risultanti dagli stessi esercizi PTRR non fossero soggette all'obbligo di compensazione.

3.3 Requisito del conto attivo ("Active account requirement" o "AAR")

Il Nuovo Regolamento introduce, inoltre, un ulteriore obbligo in capo alle controparti (i) che sono o divengono soggette all'obbligo di compensazione e (ii) che eccedono l'attuale soglia di EUR 3 miliardi in relazione alle seguenti classi di derivati (da considerarsi anche congiuntamente):

¹⁷ Il Report PTRR chiarisce, ad esempio, che con il servizio di ribilanciamento nessuna operazione viene chiusa e sostituita, il nozionale del portafoglio viene aumentato e la neutralità di mercato è garantita dall'inserimento di quantità uguali di esposizioni di acquisto e di vendita.

¹⁸ Come rilevato nel Report PTRR, i partecipanti agli esercizi PTRR non sono in grado di formulare offerte o prezzi di offerta e non si svolge alcuna negoziazione dei prezzi.

- (i) derivati su tassi di interesse denominati in euro o in zloty polacchi; e
- (ii) derivati su tassi di interesse a breve termine denominati in euro (congiuntamente, i "**Derivati AAR**").¹⁹

Le controparti che soddisfano tali requisiti sono tenute, a partire dal mese di giugno 2025, ad **aprire e detenere, per i Derivati AAR, un conto attivo presso una CCP europea.**

Il Nuovo Regolamento chiarisce, inoltre, che le controparti soggette all'obbligo di conto attivo sono tenute a compensare, all'interno del conto attivo e su base media annua, almeno cinque operazioni in ciascuna delle sottocategorie più rilevanti per categoria di contratti derivati e per periodo di riferimento²⁰, come individuate dall'ESMA, e salvo che il relativo volume nozionale minimo di compensazione in essere sia pari o inferiore a EUR 6.000.000.000 ("*obbligo di rappresentatività*").²¹

Il requisito del conto attivo – nato dall'esigenza del legislatore europeo di ricollocare le esposizioni dei partecipanti diretti e dei clienti europei da CCPs di Paesi terzi di importanza sistemica (le "**Tier 2 CCPs**"), favorendo così la stabilità finanziaria dell'UE – non è stato accolto con favore dagli operatori di mercato: in particolare, l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA), nell'ambito della

¹⁹ Contrariamente a quanto inizialmente proposto, risultano esclusi dall'ambito applicativo delle norme in materia di conto attivo i *credit default swaps* per prodotti denominati in EUR.

²⁰ Il Nuovo Regolamento chiarisce, inoltre, che la controparte deve effettuare almeno un'operazione in ciascuna delle sottocategorie più rilevanti per categoria di contratti derivati e per periodo di riferimento se il numero di operazioni risultante supera la metà delle operazioni totali della controparte nei 12 mesi precedenti.

²¹ L'obbligo di rappresentatività non si applica alla prestazione di servizi di compensazione effettuati per i clienti.

L'art. 7-bis prevede, inoltre, che le controparti soggette all'obbligo di conto attivo debbano assicurare che siano soddisfatti i seguenti requisiti:

- (i) perdurante operatività del conto attivo;
- (ii) possibilità di disporre di sistemi e risorse sufficienti per utilizzare il conto, anche con breve preavviso, per grandi volumi di Derivati AAR e per ricevere, in un breve periodo di tempo, un ampio flusso di operazioni da posizioni detenute in un servizio di compensazione di notevole importanza sistemica a norma dell'art. 25, paragrafo 2-*quater*;
- (iii) possibilità di compensare nel conto attivo tutte le nuove negoziazioni in Derivati AAR.

consultazione pubblicata dall'ESMA sul requisito del conto attivo²², ha evidenziato la sproporzionalità del regime di *reporting* proposto per monitorare la conformità al nuovo art. 7-*bis*, e ne ha sottolineato l'incoerenza rispetto al recente impegno dell'UE di ridurre gli oneri amministrativi e di segnalazione aventi ad oggetto contratti derivati OTC.

L'ambito di applicazione del nuovo art. 7-*bis*, tuttavia, è da considerarsi comunque limitato, in quanto sono soggetti all'obbligo del conto attivo i soli Derivati AAR. L'elenco dei derivati oggetto di conto attivo potrà comunque essere ulteriormente integrato dalla Commissione europea su proposta dell'ESMA, la quale valuterà quali altri contratti derivati OTC possono essere considerati di importanza sistemica sostanziale e compensati dalle Tier 2 CCPs.

3.4 Operazioni infragruppo

Prima dell'entrata in vigore del Nuovo Regolamento, EMIR esentava dall'obbligo di compensazione e di scambio del margine le operazioni infragruppo²³ (previa comunicazione scritta alle autorità competenti) se, in particolare, le controparti dei contratti derivati OTC risultavano stabilite nell'UE. Se le controparti erano, invece, stabilite in un Paese terzo, EMIR prevedeva l'adozione di un atto di esecuzione sull'equivalenza da parte della Commissione UE, con cui doveva essere dichiarata l'equivalenza delle disposizioni legislative, di vigilanza e di applicazione del Paese terzo rispetto alle disposizioni e ai requisiti stabiliti negli artt. 4, 9, 10 e 11 EMIR.

Il Nuovo Regolamento semplifica le modalità con cui le operazioni con controparti stabilite in Paesi terzi possono beneficiare dell'esenzione dall'obbligo di compensazione.²⁴ Infatti, con il Nuovo Regolamento si passa **da un meccanismo imperniato sulle decisioni di equivalenza emesse dalla Commissione UE ad un sistema basato su un elenco predefinito di Paesi terzi esclusi dal beneficio dell'esenzione.**

²² Si tratta del "Consultation Paper on the Conditions of the Active Account Requirement under EMIR 3" pubblicato dall'ESMA in data 20 novembre 2024 e chiuso il 27 gennaio 2025.

²³ L'art. 3 EMIR contiene una definizione di "operazione infragruppo" sia per le FCs che per le NFCs.

²⁴ Allo stesso tempo, l'art. 13 EMIR viene modificato, e prevede ora che gli atti di esecuzione con cui la Commissione Europea può dichiarare che le disposizioni legislative, di vigilanza e in materia di applicazione di un paese terzo sono equivalenti alle disposizioni di EMIR possono riferirsi ai soli requisiti di scambio di margine.

Questo elenco comprende giurisdizioni che presentano carenze strategiche nei regimi nazionali di lotta al riciclaggio e di contrasto al finanziamento del terrorismo o che appaiono come non collaborativi ai fini fiscali. Dal momento che i problemi identificati nelle disposizioni legislative, di vigilanza e di contrasto delle violazioni di taluni Paesi terzi possono sfociare in un aumento dei rischi, gli enti situati in tali Paesi non potranno beneficiare dell'esenzione prevista per le operazioni infragruppo.

4. Conclusioni

Come discusso nei precedenti paragrafi, il Nuovo Regolamento ridefinisce il quadro normativo delineato da EMIR, con il deliberato obiettivo di incrementare l'efficienza delle regole dell'UE sui derivati OTC attraverso una risposta sistematica a talune lacune e inefficienze operative emerse negli anni passati. Oltre che ambire ad assicurare la stabilità finanziaria e la resilienza dell'Unione, esso tenta di allineare le pratiche finanziarie dell'UE agli *standard* internazionali, al fine di rendere il mercato europeo più attraente e competitivo su scala globale.

Il reale impatto a lungo termine del Nuovo Regolamento rimane tuttavia una questione ancora aperta, in attesa di emanazione degli RTS da parte dell'ESMA (ai quali alcune disposizioni del Nuovo Regolamento rimangono soggette).

Nel frattempo, gli operatori di mercato hanno già evidenziato come alcune previsioni del Nuovo Regolamento siano sostanzialmente da accogliere con favore (si vedano, ad esempio, quelle relative all'esenzione dagli obblighi di "marginazione" per opzioni su azioni e indici azionari), mentre altre siano da adeguare (se non da ripensare interamente) alla luce degli obiettivi che hanno ispirato il legislatore europeo nell'emanazione dello stesso Nuovo Regolamento (in *primis*, semplificazione e competitività). È il caso, ad esempio, dell'art. 1, paragrafo 7 che ha introdotto i nuovi artt. 7-*bis* ss. in materia di obbligo di conto attivo, sui quali non possiamo che attendere ulteriori sviluppi nei prossimi mesi.

DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**

