

# Brexit, il braccio di ferro sulle clearing house

LONDRA VUOLE A TUTTI I COSTI MANTENERE LE FUNZIONI DI SETTLEMENT DI TUTTE LE TRANSAZIONI INTERNAZIONALI COMPRESSE QUELLE IN EURO: MA LA BCE SI OPpone FERMAMENTE

Eugenio Occorsio

Finché si parlava di *soft Brexit* passi, ma ora che Theresa May ha detto che vuole uscire dal mercato comune senza sconti né soluzioni intermedie che siano norvegesi, islandesi, svizzeri, turchi o chissà che altro, la Bce punta i piedi: non è possibile che le *clearing house* inglesi, per quanto siano sovraccaricate di esperienza, citazioni, ricordi (la prima aprì a Lombard Street nel 1775), mantengano la loro funzione di "stanza di compensazione" per le transazioni in euro. È un nonsenso, ha detto la settimana scorsa il sempre *outsproken* Benit Coeuré, il membro del board Bce solitamente mandato avanti nelle operazioni di rottura. Ma perfino Mario Draghi in persona, in una lettera scritta in più raffinato diplomatese qualche giorno prima ad alcuni europarlamentari, aveva ricordato che la Bce, «in coordinamento con tutte le autorità europee di regolazione finanziaria, nonché con le banche centrali nazionali», è in grado di offrire «tutte le garanzie appropriate alle transazioni nella valuta europea». Attenzione: ha usato la parola "garanzie" che è quella cruciale. «La *clearing house* moderna - spiega Guido Rosa, presidente dell'associazione delle banche estere in Italia - non si limita solo a raccogliere gli ordini in una certa valuta, a smistarli e a fare le somme algebriche del dare e dell'avere per ogni partecipante al mercato, ma assume la funzione di garante, una vera e propria assicurazione che interviene per coprire eventuali ammanchi, funzione che si è accentuata dopo la crisi del 2008 per minimizzare i rischi nelle transazioni globali».

Quella delle *clearing house* di Londra, con riferimento all'euro (entrano cioè nella disputa solo quelle che si occupano di commodity, derivati, azioni, obbligazioni, titoli vari denominati nella valuta comune), è per la verità una battaglia che va avanti da tempo, da ben prima del referendum sulla Brexit. L'ultimo colpo era stato a favore della Gran Bretagna. Dopo una lunghissima *querelle*, il 4 marzo 2015 la Corte di Giustizia europea aveva dato ragione a Londra che non voleva obbedire a un precedente diktat della Bce che imponeva di trasferire in uno dei Paesi dell'euro le transazioni nella moneta unica. Indirettamente, si disse allora, la decisione doveva rafforzare la posizione di quanti in Inghilterra non volevano uscire dall'Ue, perché rafforzava la figura della City come centro finanziario completamente e armonicamente inserito in un contesto europeo. Invece si è visto com'è andata. Il tribunale comunitario era stato esplicito: «La Bce non ha la competenza necessaria per regolare le attività delle società di compensazione», si leggeva nella sentenza, che chiudeva un caso aperto da un ricorso di Londra che contestava alla Bce la capacità di effettuare un monitoraggio quotidiano sulle istituzioni di clearing che hanno a loro volta un rischio sistemico. «In conseguenza della sentenza la Bce creò una "swap line" con la Bank of England dove le sterline potevano essere cambiate in euro in caso di mancanza di liquidità, insomma, si avviò una qualche forma di collaborazione», ricorda Brunello Rosa, capo economista del think-tank MacroGeo di Londra che ha tenuto giovedì scorso il suo



dibattito inaugurale proprio sugli aspetti tecnici della Brexit. «Era già un'anomalia - ricorda Rosa - che i derivati in euro venissero per la maggior parte "cleared", cioè pagati materialmente a Londra (dove si concentrano oggi tre quarti delle transazioni pari a 550 miliardi di euro giornalieri, ndr), ma finché la Gran Bretagna restava almeno nell'Ue, veniva tollerato e anzi si cercava di valorizzare la competenza diffusa nella City».

Ma ora con la Brexit alle porte, e per di più "hard" come ha promesso la May, tutto il quadro cambia ancora una volta, e la Bce torna alla carica. «In verità - conferma

## LA SCHEDA

### Nelle "stanze" si fa compensazione dal '700

La *clearing house*, "stanza di compensazione", è una società finanziaria presso la quale, un po' come in uno studio di un notaio, si svolgono le transazioni più impegnative, per lo più relative a contratti derivati ma anche acquisti di azioni, obbligazioni, quote societarie, futures di varia lunghezza. Non sono molte, una decina le più importanti, la maggior parte a Londra. Le modalità sono diverse, ma in genere la procedura di clearing scarica il venditore dal rischio di non venir pagato perché la responsabilità se la assume la "house", e viceversa garantisce l'acquirente dal rischio opposto. La prima *clearing house* nacque a Londra nel 1775, in America nel 1818 a Boston, e poi fu incorporata dal Nyse nel 1850. Ne esistono di legate alle Borse e di indipendenti. Fra queste la più prestigiosa oggi è la Lch (London Clearing House), creata nel 1888, che ha rilevato la Clearnet di Parigi nel 1969.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



1 Nella foto grande a sinistra, il complesso di Guildhall, il "municipio" della City; qui a fianco Theresa May, premier britannico (1);



Mario Draghi, presidente della Bce, il cui intervento ha portato ai massimi livelli politici la disputa sulle clearing house finora rimasta a livello tecnico (2);



3 Brunello Rosa, Ceo del think-tank MacroGeo (3);



4 Francesco Caputo Nasseti, Ceo della Swiss Merchant Corporation (4);



5 Guido Rosa, presidente dell'Aibe, l'associazione italiana delle banche estere (5)

## GLI ACCORDI

### Tempi lunghi per il rilascio del nuovo "passaporto"



L'economista Lorenzo Codogno

La parola che riassume tutta la disputa sulle clearing è: passaporto. «Si è discusso a lungo sulla possibilità che le istituzioni finanziarie britanniche, dalle banche alle sim fino appunto alle clearing house, potessero, malgrado la Brexit, conservare il "passaporto" europeo, cioè una volta avuta la licenza nel loro Paese, la possibilità automatica di operare in qualsiasi parte dell'Ue», spiega Lorenzo Codogno, ex capoeconomista del Tesoro che ora si è trasferito a Londra dove ha aperto una sua società di consulenza. «Già era in dubbio prima, ma ora che il Regno Unito ha detto di voler uscire dal mercato unico, mi sembra davvero difficile che possa mantenere questa prerogativa».

Realisticamente, Ue e Gran Bretagna dovranno negoziare una serie di accordi appositi punto per punto, così come del resto avviene per altri Paesi extra-Ue. «Probabilmente - conclude Codogno - per la separazione ex articolo 50 le trattative non saranno lunghe, mentre per un accordo completo su tutte le questioni finanziarie bisognerà prevedere una fase di transizione molto più estesa, secondo me di non meno di cinque anni».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## ROBECO

The Investment Engineers

Questo prestigioso riconoscimento ci rende orgogliosi e ancor più determinati a fornire soluzioni di investimento e servizio di qualità ai nostri partner e clienti italiani

Informazioni importanti  
Messaggio pubblicitario con finalità promozionale. Prima della sottoscrizione leggere il prospetto informativo disponibile sul sito [www.robeco.it](http://www.robeco.it).  
Le performance passate non sono garanzia di risultati futuri.

Francesco Caputo Nasseti, Ceo della Swiss Merchant Corporation nonché docente di diritto bancario all'università di Ferrara - con le tecnologie attuali non è più di importanza fondamentale la collocazione fisica della clearing house. Per anni due delle più importanti *houses*, Clearstream ed Euroclear, hanno avuto sede a Lussemburgo, e perfino la Borsa di Londra ne aveva una a Parigi. Però ormai questa disputa tecnica si è ammantata di significati politici ed è diventata uno dei nodi cruciali da risolvere prima della Brexit, che per inciso non è imminente. E sempre per inciso vorrei ricordare, per spiegare l'impegno diretto del governo in un caso del genere, che nel *clearing* lavorano nella City 87mila persone». Ma la questione da meramente tecnica è diventata politica, e politici sono ora i rischi, «che sono comunque insidiosi: parliamo di sviluppi molto improbabili, ma avere la *clearing* in una Londra ormai extracomunitaria per l'Europa vorrebbe dire esporsi a qualsiasi tipo di possibile ritorsione britannica in caso di dispute particolarmente aspre». Non è un accanimento contro gli inglesi, riprende Brunello Rosa: «Anche tenere queste transazioni a New York o Singapore, come pure sarebbe tecnicamente possibile, è ritenuto inopportuno dal punto di vista istituzionale. Se vogliamo essere minimalisti, per una questione di fusi orari».

La querelle sulle clearing house si interseca con altre vicende in corso che a loro volta sono legate direttamente alla Brexit. «È ripartito a Bruxelles il cantiere dell'unione dei mercati dei capitali - dice Guido Rosa - che era gestito dal commissario inglese Jonathan Hill, che si è dimesso subito dopo il referendum, e ora è stato avvocato direttamente dal vicepresidente della commissione Valdis Dombrovskis, che l'ha impostato in modo diverso dal suo predecessore britannico, diciamo meno confidente nel libero mercato e più legato alle regole. Sarà un cammino lungo, nel corso del quale un ruolo importante lo giocherà il ruolo del *clearing*, e soprattutto si dovrà cercare il modo di tener presente il totale cambio di parametri con la Brexit». Altra questione: Basilea. Il comitato che detta le regole sui requisiti patrimoniali delle banche ha da un paio d'anni, ricorda Brunello Rosa di MacroGeo, preso sotto la sua "ala" le *clearing house*, esse stesse e con riferimento alle banche: «Sono esposte a rischi, e perciò sull'esposizione delle banche verso di loro si esercita un regime di requisiti minimi di capitalizzazione e soprattutto di liquidità». Non si vuole correre il pericolo che una transazione internazionale si blocchi al momento del clearing come successe nel 1995 al momento del crack della gloriosa Baring, con possibile conseguenze sistemiche. Ultimo punto connesso con la questione del clearing: la fusione fra le Borse di Francoforte e Londra, con la prima che compra la seconda per 28 miliardi di euro e ha già detto che vuole trasferire in Germania il clearing in euro. Per rafforzare la sua posizione, la Deutsche Boerse ha affidato alla Technische Universität Darmstadt uno studio accademico che dimostrasse scientificamente l'opportunità del trasloco. «Palesi miglioramenti nelle condizioni per emittitori e sottoscrittori deriverebbero dal trasferimento a Francoforte di quest'attività, e gli organismi di regolazione manterrebbero integra la loro capacità d'intervento», scrive Dirk Schiereck, presidente del dipartimento finanziario dell'ateneo. Inutile dire come è stato accolto dal London Stock Exchange lo studio.

© RIPRODUZIONE RISERVATA