

## Novità per gli *Energy Derivatives*

Laura Pibiri  
(Dottoranda di ricerca in Diritto, mercato, persona  
nell'Università Ca' Foscari Venezia, Italia)

**Abstract** Following the global financial crisis, a new regulatory framework regarding derivatives regulation has arisen from the combined provisions of MiFID II, MiFIR and EMIR, aimed to make financial markets more efficient and transparent and to increase investor protections. In detail, MiFID II and MiFIR have introduced important changes particularly in relation to the definition of “financial instrument” and the exemptions defining the regulatory perimeter. Interpretative doubts arising from current regulations have resulted in clarifying interventions of European Authorities such as ESMA and ACER. Furthermore, EMIR has introduced provisions to improve transparency, establish common rules for central counterparties and for trade repositories and to reduce the risks associated with OTC derivatives market.

**Sommario** 1. Introduzione. – 2. MiFID I: dubbi interpretativi e interventi chiarificatori delle Autorità. – 3. Il (mutato) regime di esenzioni. – 4. Gli obblighi derivanti dal Regolamento EMIR.

### 1 Introduzione

La disciplina relativa ai derivati<sup>1</sup> su *commodities*<sup>2</sup> ha subito una profonda evoluzione nel corso degli ultimi decenni in cui si è passati da una indifferenza del legislatore europeo (basti pensare che prima dell'entrata in vigore della Direttiva MiFID I<sup>3</sup>, i derivati su *commodities*, a livello europeo, non erano soggetti ad alcuna specifica regolamentazione) ad un intervento

1 E. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2010, p. 433 ss.

2 Gli *energy derivatives* sono strumenti finanziari il cui valore dipende (“deriva”) da un'attività sottostante di natura reale, una merce oppure l'energia. Le parti, attraverso tali contratti, negoziano a termine (con adempimento differito di una, di più o di tutte le prestazioni rispetto alla data di stipulazione del contratto) un'entità economica parametrandola al differenziale tra il prezzo dell'attività sottostante (energia) al momento della stipulazione, e il suo valore – presunto – alla scadenza pattuita per l'esecuzione: l'oggetto della negoziazione, dunque, non è mai direttamente l'attività sottostante, bensì il differenziale fra il valore presunto e quello attuale di detta attività. Cfr. F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2007.

3 Direttiva n. 2004/39/CE.

legislativo sempre più mirato e dettagliato<sup>4</sup>, rappresentato dal Regolamento EMIR<sup>5</sup>, dal Regolamento REMIT<sup>6</sup> e dalla revisione della Direttiva MiFID I che porterà al suo completo superamento ad opera della Direttiva MiFID II e del Regolamento MiFIR<sup>7</sup>.

Con la Direttiva MiFID I, infatti, i contratti derivati su *commodity*<sup>8</sup> (e quindi anche quelli aventi come sottostante l'energia) ove «*negoziati in modo tale da richiedere un approccio regolamentare comparabile a quello degli strumenti finanziari tradizionali*»<sup>9</sup> sono stati ricompresi all'interno della categoria degli strumenti finanziari<sup>10</sup>.

4 La crisi economica e finanziaria scoppiata nel 2008, infatti, avendo messo chiaramente in luce le debolezze strutturali insite nel funzionamento dei mercati finanziari, ha spinto i vertici internazionali (riunitisi a Pittsburgh nel 2009 e a Toronto nel 2010) ad assumersi l'impegno di adottare misure stringenti per accrescere la trasparenza nel mercato interno degli strumenti finanziari ed incrementare, a livello internazionale, la vigilanza regolamentare dei contratti derivati *Over The Counter (OTC)*, ovvero quei derivati negoziati fuori dai mercati regolamentati direttamente tra le due parti che hanno la possibilità di stabilire tutte le caratteristiche del contratto.

5 Regolamento n. 648/2012.

6 Regolamento n. 1227/2011.

7 Rispettivamente, la Direttiva n. 2014/65/UE e il Regolamento n. 600/2014.

8 Per *commodity* deve intendersi «*qualsiasi bene di natura fungibile che possa essere consegnato, compresi i metalli e i loro minerali e leghe, i prodotti agricoli e l'energia, come ad esempio l'elettricità*», art. 2, n. 1, Regolamento (CE) n. 1287/2006 della Commissione del 10 agosto 2006 recante «*Modalità di esecuzione della direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda gli obblighi in materia di registrazioni per le imprese di investimento, la comunicazione delle operazioni, la trasparenza del mercato, l'ammissione degli strumenti finanziari alla negoziazione e le definizioni di taluni termini ai fini di tale direttiva*».

9 4° *considerando*. Per ulteriori approfondimenti si veda P. BRACCO, S. DA EMPOLI, L. PAROLA e O. PRIVITERA,  *Mercati a termine dell'energia*, Milano, 2012.

10 Sul punto, si rinvia a D. EZICKSON, P. SAMANT, *Prepare for regulation, International finance and law review* (consultabile al sito: <http://www.iflr.com>), 2008, pp. 52 e 53 ove si precisa che «*before November 2007, under the now repealed Investment Services Directive (ISD, Directive 93/22/EEC), commodity derivatives were not recognised as regulated financial instruments. Trading of these products was not a passportable activity. A balkanised regulatory system developed across the EU - different member states had differing regulatory standards and regimes for trading. To carry out commodity trading activities, firms would sometimes need to seek regulatory permissions in multiple jurisdictions. The system fostered regulatory arbitrage and market inefficiency. [...] Since the introduction of Mifid, energy market participants have been subject to new transparency and transaction reporting rules, with certain exemptions. As was the case before Mifid, OTC trades of energy derivatives are not subject to transparency rules. When transactions are entered into on an exchange or multilateral trading facility (MTF), the exchange or MTF must establish and maintain its own non-discriminatory rules, which will include transparency and transaction reporting provisions. [...] Each exchange or MTF must give participants enough information about the underlying markets to enable them to make reasonably informed decisions about the derivatives. In relation to energy derivatives, this will require an exchange or MTF to provide information about the underlying energy markets, including (where relevant) information on*

Un derivato su *commodity* è tale quando sussiste un legame fra il contratto e la merce sottostante (sia diretto, come nel caso di derivati sul prezzo della *commodity* stessa, sia indiretto, come ad esempio nel caso di un'opzione su un *future*<sup>11</sup> su *commodity*, ossia un derivato su un derivato)<sup>12</sup>.

Ciononostante, non bisogna cadere nell'errore di ritenere che tutti i contratti aventi ad oggetto una *commodity* possano essere qualificati come strumenti finanziari: la Direttiva MiFID I sul punto precisa - anche se senza troppa chiarezza come si tenterà di spiegare nel prosieguo - che sono strumenti finanziari soltanto quelli che prevedono come modalità di esecuzione, anche per volontà di una sola delle parti, il regolamento dei differenziali del contratto per contanti (*cash settlement*)<sup>13</sup> oppure quelli che, pur essendo regolati unicamente tramite consegna fisica (*physical settlement*), sono privi di scopi commerciali<sup>14</sup> e dotati di sufficienti caratteristiche di finanziarietà quali la negoziazione su un mercato regolamentato o un sistema multilaterale di negoziazione<sup>15</sup>, la compensazione tramite controparti centrali, la previsione di disposizioni per il pagamento o la fornitura di margini in relazione al contratto<sup>16</sup> e un certo grado di standardizzazione (ovvero il prezzo, il lotto, la data di consegna o altri termini stabiliti principalmente con riferimento ai prezzi pubblicati regolarmente)<sup>17</sup>.

Questi "indici di finanziarietà", rendendo finanziario un derivato su *commodity* anche quando ha ad oggetto la consegna fisica del bene, assumono particolare rilevanza in quanto l'esercizio professionale nei confronti del

*pricing, supply and demand. [...] In the pre-Mifid era, each exchange would monitor transactions and produce a report. When the exchange identified suspicious transactions, it would inform the FSA, which would then investigate and decide what further action should be taken. [...] the question of whether the transparency and transaction reporting requirements placed on firms are proportional to the realities of trading on today's energy derivatives market. This is not just about regulating the traditional players that have always participated in the energy/commodity markets, but about ensuring that new investors (the hedge funds, pension funds and retail investors) are adequately protected and policed».*

11 V. *infra*, nt. 18.

12 Come precisato dal richiamato Regolamento (CE) n. 1287/2006 (v. *supra*, nt. 7).

13 Allegato I, sez. C, n. 5, Direttiva MiFID I.

14 Si rinvia in generale a *L'energia di domani. Derivati elettrici e gestione del portafoglio per le imprese*, a cura di EGL Networking Energies e Idex Borsa Italiana, 2011.

15 Allegato I, sez. C, n. 6, Direttiva MiFID I.

16 Allegato I, sez. C, n. 7, Direttiva MiFID I.

17 Art. 38, co. 1, Regolamento (CE) n. 1287/2006.

pubblico di servizi e attività d'investimento<sup>18</sup> è soggetto a una riserva di attività<sup>19</sup>, il cui esercizio abusivo è sanzionato anche penalmente.

Tuttavia, come si preciserà nel prosieguo, la Direttiva MiFID I ha previsto, per i derivati su *commodity*, un regime di esenzioni che può portare, in determinati casi, ad evitare che si applichino talune previsioni dettate in tema di intermediazione finanziaria; tale regime di esenzioni, però, occorre precisarlo fin da subito, cambierà notevolmente con l'effettiva entrata in vigore della Direttiva MiFID II.

## 2 MiFID I: dubbi interpretativi e interventi chiarificatori delle Autorità

Il nuovo quadro normativo derivante dall'applicazione della Direttiva MiFID II, del Regolamento MiFIR e del Regolamento EMIR, finalizzato a rendere i mercati finanziari più efficienti e trasparenti e a rafforzare la tutela degli investitori, ha mutato enormemente le "regole del gioco" per gli operatori che negoziano *energy derivatives*. In particolare, la Direttiva MiFID II, da un lato, ha ampliato il mercato dei derivati energetici, dall'altro, ha ristretto l'ambito di operatività delle esenzioni utilizzabili dagli operatori energetici, con conseguenze per questi ultimi che vanno oltre la richiamata necessità di ottenere un'autorizzazione come imprese di investimento (le uniche entità autorizzate a svolgere servizi e attività di investimento).

Per quanto riguarda la definizione di «*strumenti finanziari*», ai sensi della Direttiva MiFID II sono ora considerati strumenti finanziari sia le quote di emissione di CO<sub>2</sub> sia gli strumenti derivati su merci negoziati su un sistema organizzato di negoziazione (OTF) – ad eccezione di quelli che «*devono essere regolati con consegna fisica*».

In particolare, la Direttiva MiFID I ha previsto che i contratti di opzione, *future*, *swap*<sup>20</sup> e altri derivati aventi come sottostante delle merci si qualificano come strumenti finanziari ove:

**18** Ai sensi dell'art. 1, co. 5, d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, il Testo Unico delle disposizioni in materia d'intermediazione finanziaria, d'ora innanzi t.u.f., per «*servizi e attività di investimento*» si intendono, quando hanno per oggetto strumenti finanziari, la negoziazione per conto proprio, l'esecuzione di ordini per conto dei clienti, la sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente, il collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente, la gestione di portafogli, la ricezione e trasmissione di ordini, la consulenza in materia di investimenti e la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione.

**19** Secondo quanto previsto dalla Direttiva MiFID I e dall'art. 18 t.u.f.

**20** Nonostante la sua dimensione e complessità, il mercato dei derivati è composto prevalentemente da *future*, *forward*, opzioni e *swap*. I *future* sono contratti a termine il cui *standard* prevede che le controparti si impegnino nello scambio di una certa attività finanziaria ad un determinato prezzo, con consegna e regolamento alla scadenza del contratto stesso.

- a. sia previsto il regolamento dei differenziali del contratto per contanti («*cash settlement*»), anche per volontà di una sola delle parti, quale modalità di esecuzione del contratto (Allegato I, sez. C, n. 5); ovvero
- b. il contratto sia regolato unicamente tramite consegna fisica («*physical settlement*»), ma ricorrano altresì alcune condizioni di natura tipicamente finanziaria, quali la negoziazione su un mercato regolamentato o un sistema multilaterale di negoziazione (Allegato I, sez. C, n. 6) oppure, nel caso si tratti di un contratto negoziato *over-the-counter*, l'assenza di scopi commerciali e il possesso delle caratteristiche degli altri strumenti finanziari derivati<sup>21</sup> (Allegato I, sez. C, n. 7).

Nonostante l'imminente entrata in vigore della Direttiva MiFID II, l'ESMA 29 settembre 2015 è intervenuta sulla corretta interpretazione dei punti C.6 e C.7 dell'Allegato I della Direttiva MiFID I, pubblicando in consultazione una bozza di *paper*<sup>22</sup> con lo scopo di chiarire alcuni dubbi interpretativi che da tempo sono oggetto di attenzione da parte degli operatori<sup>23</sup>: il rischio, infatti, è che le differenze di approccio tra i diversi stati nazionali possano condurre ad applicazioni parzialmente difformi anche di altre normative in materia di derivati, come ad esempio il Regolamento EMIR.

All'esito di tale consultazione, il 6 maggio 2015 l'ESMA ha pubblicato le nuove linee guida<sup>24</sup> apportanti modifiche all'interpretazione della Direttiva MiFID I.

Tra gli interpreti, infatti, non era chiaro, in primo luogo, se i contratti *forward* regolati con consegna fisica fossero inclusi all'interno della defini-

I *forward* richiamano la fattispecie contrattuale dei *future*, essendo anch'essi accordi per comprare o vendere un'attività ad una certa data futura, per un certo prezzo. Tuttavia, a differenza dei *future*, non vengono trattati in borsa (*exchange-traded*), bensì nei mercati *over-the-counter*. Le opzioni si distinguono in due tipologie: *call* e *put*. Una *call option* dà al portatore il diritto di comprare un'attività entro una certa data per un certo prezzo; una *put option*, al contrario, dà al portatore il diritto di vendere un'attività entro una certa data, per un certo prezzo.

21 Ad esempio compensazione tramite *clearing house* e richiami di margini.

22 Disponibile all'indirizzo <http://www.esma.europa.eu/news/ESMA-consults-draft-guidelines-clarifying-definition-derivatives-under-MIFID?t=326&o=home>.

23 A seguito dell'entrata in vigore del Regolamento EMIR che ha introdotto nuovi obblighi in capo agli operatori, infatti, si è reso necessario assicurare che all'interno di tutti i Paesi membri vi fosse un'interpretazione armonizzata delle definizioni di strumenti finanziari contenute all'interno della Direttiva MiFID I, in quanto su tali definizioni si basano le previsioni del Regolamento EMIR che è direttamente applicabile in tutti gli Stati membri e non può essere oggetto di applicazioni differenti.

24 Tali modifiche sono destinate a trovare applicazione per un periodo di tempo circoscritto in quanto, riferendosi soltanto alle previsioni della Direttiva MiFID I, dovranno ritenersi applicabili soltanto fino all'entrata in vigore della Direttiva MiFID II.

zione di cui al punto C.6 e cosa dovesse intendersi per «*physically settled*» di cui ai punti C.6 e C.7; in secondo luogo, era stata avvertita l'esigenza di distinguere la portata della definizione contenuta al punto C.6 da quella di cui al punto C.7<sup>25</sup>.

Il primo di tali dubbi interpretativi sorgeva dal dettato del punto C.6 che, a differenza del punto C.7, non fa espresso riferimento ai contratti derivati *forward*<sup>26</sup>, lasciando agli interpreti di fronte all'interrogativo se tale previsione possa essere interpretata nel senso di ricomprendere anche tale tipologia di derivati oppure no.

L'ESMA, nel *paper* in consultazione prima e nelle linee guida poi, al riguardo si è espressa in termini positivi. La ragione di ciò, secondo l'Autorità, risiede nel fatto che la formulazione del punto C.6 è ampia e include non solo i contratti di opzione, *future* e *swap*, ma anche, in generale, «*altri contratti su strumenti derivati connessi a merci*». La definizione di strumenti finanziari di cui al punto C.6, dunque, a parere dell'ESMA, deve essere interpretata nel senso di includere tutti i contratti derivati su merci, inclusi i *forward*, ove però questi siano regolati tramite consegna fisica del sottostante («*physically settled*») e negoziati su un mercato regolamentato o un sistema multilaterale di negoziazione.

Con il proprio intervento l'ESMA si è soffermata altresì sul significato dell'espressione «*physically settled*» riprendendo un orientamento del CESR<sup>27</sup> al fine di precisare che si tratta di un'espressione ad ampio spettro che include diverse modalità di consegna (oltre alla consegna fisica delle merci vera e propria) quali:

- a. la consegna di un documento che attribuisce diritti di proprietà sulle merci sottostanti o sulla sottostante quantità di merci interessate (quali una polizza di carico o una garanzia di deposito); oppure
- b. altre modalità con le quali si realizza il trasferimento di diritti di proprietà in relazione alla sottostante quantità di beni senza consegna fisica degli stessi (inclusa la notifica, fissazione o designazione di un operatore appartenente ad una rete di fornitura di energia) che legittimi il ricevente alla sottostante quantità di merci.

Per quanto riguarda, invece, il secondo dei dubbi interpretativi richiamati, ovvero la definizione dei confini tra le definizioni contenute nei punti C.6 e C.7, secondo l'ESMA, l'espressione di cui al punto C.7 deve essere intesa alla luce di quanto previsto dall'art. 38 del Regolamento (CE) n. 1287/2006 e deve essere tenuta distinta da quella di cui al precedente punto C.6, in

25 E. FANONE, C. ONCIA, *Rischio credito e rischio liquidità nei mercati energetici. Impatto delle nuove normative sul trading fisico e finanziario dell'energia*, Milano, 2015.

26 V. *supra*, nt. 18.

27 N. 2005-290b.

quanto si applica a tutte le operazioni in derivati che possono essere regolate mediante consegna fisica che non siano negoziate su un mercato regolamentato o su sistema multilaterale di negoziazione purché si tratti di contratti derivati su *commodity* che cumulativamente:

- a. non siano contratti «*spot*», ovvero non eseguiti entro due giorni lavorativi o, a seconda dei casi e del mercato di riferimento, entro il periodo comunemente accettato per l'esecuzione «*spot*» dei contratti, ai sensi dell'art. 38, co. 2;
- b. non siano stati conclusi per «*scopi commerciali*», per tali intendendosi quelli conclusi «*con o da un operatore o un amministratore di una rete di trasmissione di energia, di un meccanismo di bilanciamento dell'energia o di una rete di condotte, ed è necessario per bilanciare le forniture e i consumi di energia in un determinato momento*»<sup>28</sup>;
- c. rientrino congiuntamente nei casi di cui all'art. 38, co. 1, lett. a), b) e c):
  - a) rispondano ad uno dei seguenti gruppi di criteri:
    - i. negoziazione in un sistema di negoziazione di un paese terzo che svolge una funzione analoga a quella di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione;
    - ii. indicazione espressa circa la negoziazione in un mercato regolamentato, in un sistema multilaterale di negoziazione o in un sistema di negoziazione analogo di un paese terzo o soggezione alle regole di un tale mercato o sistema;
    - iii. indicazione espressa circa l'equivalenza ad un contratto negoziato in un mercato regolamentato, in un sistema multilaterale di negoziazione o in un sistema di negoziazione analogo di un paese terzo;
  - b) compensazione di una stanza di compensazione oppure di un altro soggetto che svolga le stesse funzioni di controparte centrale, oppure previsione di disposizioni per il pagamento o la fornitura di margini in relazione al contratto;
  - c) standardizzazione tale per cui il prezzo, il lotto, la data di consegna o altri termini siano stabiliti principalmente con riferimento a prezzi pubblicati regolarmente, a lotti *standard* o a date di consegna *standard*.

Da ultimo, il quarto comma dell'articolo 38, dando rilevanza anche alle caratteristiche personali del soggetto che pone in essere le operazioni in derivati, fornisce anche altri criteri per individuare le operazioni di cui al punto C.7, tra cui rientrano quelle concluse «*con o da un operatore o un*

28 Art. 38, co. 4, Regolamento (CE) n. 1287/2006.

*amministratore di una rete di condotte» e quelle necessarie «per bilanciare le forniture e i consumi di energia in un determinato momento».*

Prima della pubblicazione delle richiamate linee guida, l'ESMA è tornata sul tema<sup>29</sup>, questa volta però in riferimento al testo della Direttiva MiFID II, rilasciando un parere nel quale ha precisato che i contratti aventi ad oggetto prodotti energetici all'ingrosso di cui all'eccezione del punto C.6 della Direttiva MiFID II possono essere classificati come prodotti che «*devono essere regolati con consegna fisica*» soltanto quando le parti sono effettivamente in grado di consegnare fisicamente o di ricevere la consegna della *commodity* sottostante. Secondo l'ESMA, infatti, i contratti aventi ad oggetto prodotti energetici all'ingrosso devono contenere previsioni che impongano alle parti l'adozione di adeguate misure - in considerazione della loro capacità produttiva, di stoccaggio e di consumo - per procedere alla consegna o alla ricezione della merce sottostante alla scadenza del contratto.

Tale parere ha suscitato le reazioni dell'ACER<sup>30</sup> che il 17 marzo 2015 ha pubblicato una raccomandazione<sup>31</sup> spinta dal timore che le precisazioni contenute nel parere dell'ESMA potessero far sorgere errori interpretativi. L'ACER, infatti, ha precisato che la previsione di cui al punto C.6 della Direttiva MiFID II non deve essere interpretata nel senso di ritenere che soltanto le parti che hanno la possibilità di produrre, consumare e conservare energia possono sottoscrivere contratti derivati che devono essere regolati mediante consegna fisica e, in quanto tali, esclusi dall'ambito di applicazione della Direttiva MiFID II<sup>32</sup>.

**29** Il 19 dicembre 2014, data in cui l'ESMA ha altresì posto in consultazione la propria bozza di *standard* tecnici di regolamentazione e di attuazione (RTS/ITS) per quanto riguarda l'implementazione della Direttiva MiFID II e del Regolamento MiFIR. La scadenza per l'invio dei commenti è stata fissata al 2 marzo 2015. L'ESMA utilizzerà le risultanze della consultazione per finalizzare i progetti di RTS che saranno sottoposti al vaglio della Commissione Europea entro la metà del 2015, mentre per gli ITS entro gennaio 2016.

**30** Agenzia per la cooperazione fra i regolatori nazionali dell'energia («*Agency for the Cooperation for Energy Regulators*»).

**31** Raccomandazione n. 01 del 17 marzo 2015. Ai sensi del combinato disposto di cui all'art. 4 (1) (2) e 89 della Direttiva MiFID II, alla Commissione è stato attribuito il compito di adottare atti delegati che specifichino le caratteristiche di tali contratti derivati.

**32** Il considerando n. 9 della Direttiva MiFID II precisa che sono inclusi tra gli strumenti finanziari oggetto della stessa direttiva anche i contratti energetici soggetti a regolamento fisico e scambiati nell'ambito di sistemi organizzati di negoziazione, ad eccezione di quelli già disciplinati dal Regolamento (UE) n. 1227/2011, c.d. Regolamento REMIT, sull'integrità e la trasparenza del mercato dell'energia all'ingrosso.

Il considerando n. 10 chiarisce, inoltre, che in considerazione della circostanza per cui l'ambito di applicazione della Direttiva MiFID II è limitato agli strumenti derivati su merci scambiati nell'ambito di sistemi organizzati di negoziazione che possono essere regolati con consegna fisica, con esclusione dei prodotti energetici all'ingrosso negoziati in un sistema organizzato di negoziazione che devono essere regolati con consegna fisica, «*è opportuno*



Più precisamente, ad avviso dell'ACER, infatti, il consumo o la produzione di una determinata merce non dovrebbero essere intesi come presupposti per chiarire quando un contratto sia regolato con consegna fisica<sup>33</sup>. A tal fine, infatti, è sufficiente che il contratto contenga al suo interno adeguate previsioni per procedere alla consegna o alla ricezione della merce sottostante oppure modalità per trasferire i diritti di proprietà in relazione alle merci pur senza consegnarle fisicamente (come, ad esempio, la notifica, fissazione o designazione di un operatore appartenente ad una rete di fornitura di energia che legittimi il ricevente alla sottostante quantità di merci).

Al fine di scongiurare dubbi interpretativi, l'ACER, con la raccomandazione in analisi, invita la Commissione europea ad intervenire sul testo della Direttiva MiFID II, per mezzo di un atto delegato<sup>34</sup>, al fine di chiarire che la previsione di misure per procedere alla consegna o alla ricezione della *commodity* oppure altre modalità per trasferire i diritti di proprietà in relazione alle merci senza consegnarle fisicamente<sup>35</sup> sono sufficienti per considerare un contratto come regolato con consegna fisica: il consumo o la produzione di energia, dunque, non devono essere considerati dei presupposti per ritenere il contratto regolato con consegna fisica.

Ad avviso dell'ACER, la Commissione dovrebbe precisare altresì che i contratti *forward* regolati con consegna fisica non rientrano nell'ambito di applicazione della Sezione C.6 dell'Allegato I della Direttiva MiFID II: sul punto emerge il contrasto con quanto precisato dall'ESMA nel *paper* in consultazione e nelle successive linee guida, in riferimento all'interpretazione della Direttiva MiFID I.

Dovrà attendersi l'adozione degli atti delegati previsti dalla Direttiva MiFID II per beneficiare di una (auspicabile) maggior chiarezza sul punto da parte della Commissione e dell'ESMA, ma non c'è dubbio che alcune

*introdurre restrizioni che prevengano eventuali scappatoie e l'arbitraggio regolamentare che può derivarne». Il considerando prosegue mettendo in luce la necessità di «prevedere un atto delegato che specifichi ulteriormente il significato dell'espressione «soggetto a regolamento fisico» tenendo conto, quanto meno, dell'introduzione di un obbligo irrevocabile di consegna fisica vincolante e opponibile a terzi, senza diritto a regolamenti in contanti o a operazioni di compensazione, salvo in caso di forza maggiore, default o altra situazione di impossibilità di assolvimento caratterizzata da buona fede».*

**33** L'espressione di cui al punto C.6 della Direttiva MiFID II «devono essere regolati con consegna fisica» riferita ai prodotti energetici all'ingrosso negoziati su OTF. La corretta interpretazione di tale espressione è di fondamentale importanza in quanto permette di distinguere i contratti assoggettati alla disciplina della Direttiva MiFID II da quelli disciplinati dal richiamato Regolamento REMIT (v. *supra*, nt. 30).

**34** La Commissione europea, al tempo in cui si scrive, sta lavorando alla preparazione di tale atto delegato.

**35** Come la notifica, fissazione o designazione di un operatore appartenente ad una rete di fornitura di energia che legittimi il ricevente alla sottostante quantità di merci.

operazioni che prima delle richiamate riforme del legislatore europeo sono state considerate in passato come “trading fisico” saranno considerate “attività finanziarie”.

### 3 Il (mutato) regime di esenzioni

Come accennato, la recente riforma ha mutato notevolmente anche il regime di esenzioni previsto dalla Direttiva MiFID I che può portare<sup>36</sup>, in determinati casi, ad evitare che in relazione ai derivati su *commodity* si applichino talune previsioni dettate in tema di intermediazione finanziaria: *in primis* quelle sulla riserva di attività.

Le esenzioni di cui possono beneficiare attualmente gli operatori che negoziano derivati su merci sono disciplinate dall’art. 2, lett. *b)*, *d)*, *i)* e *k)*, della Direttiva MIFID I e il loro regime è destinato a mutare non appena la Direttiva MiFID II entrerà definitivamente in vigore.

La prima di tali esenzioni è costituita dalla *c.d. specialization exemption* che opera a favore dei soggetti la cui attività principale consiste nel negoziare per conto proprio merci e/o strumenti derivati su merci (*commodity firms*), a meno che tali soggetti facciano parte di un gruppo la cui attività principale consiste nella prestazione di altri servizi di investimento<sup>37</sup>. I soggetti che prestano servizi di investimento in strumenti derivati su merci ai clienti della propria attività principale, considerata nell’ambito di gruppo, purché l’attività principale del gruppo di appartenenza non sia la prestazione di servizi di investimento<sup>38</sup>, possono beneficiare della *c.d. ancillary exemption*; la *c.d. infra-group exemption*, invece, è applicabile a quei soggetti che prestano servizi di investimento esclusivamente in favore della propria impresa madre, delle proprie imprese figlie o delle altre imprese figlie della propria impresa madre<sup>39</sup>; infine, la Direttiva MiFID I ha previsto la *c.d. dealer exemption* in favore dei soggetti che non prestano servizi di investimento o non esercitano attività di investimento diversi dalla negoziazione per proprio conto (a meno che siano *Market Maker*, membri di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione ovvero che negozino in modo proprio agendo in modo sistematico e fornendo un sistema accessibile a terzi volto all’avvio di negoziazioni)<sup>40</sup>.

In relazione alla fruibilità di tale regime di esenzioni da parte degli

36 Tale regime sarà applicabile fino alla definitiva entrata in vigore della Direttiva MiFID II.

37 Art. 2, par. 1, lett. *k)*, Direttiva MiFID I.

38 Art. 2, par. 1, lett. *i)*, Direttiva MiFID I.

39 Art. 2, par. 1, lett. *b)*, Direttiva MiFID I.

40 Art. 2, par. 1, lett. *d)*, Direttiva MiFID I.

operatori di settore, occorre precisare che, in applicazione dell'art. 18, co. 5, t.u.f., al Ministero dell'economia e delle finanze (MEF) è attribuito il potere di adottare le norme di attuazione e integrazione della riserva di attività previste in materia, nel rispetto del diritto dell'Unione Europea.

Ad oggi, tuttavia, il MEF non ha ancora adottato alcun decreto, con la conseguenza che il predetto regime di esenzioni alla riserva di attività non ha trovato "formale" ingresso all'interno del nostro ordinamento. Benché da tale inerzia l'ovvia conclusione che se ne potrebbe trarre sarebbe la non applicazione della disciplina in parola, occorre richiamare l'orientamento della Corte di Giustizia Europea secondo il quale le Direttive europee possono divenire direttamente applicabili negli Stati Membri quando il loro contenuto (i) sia privo di condizioni, (ii) sufficientemente preciso e (iii) lo Stato Membro sia in ritardo, rispetto ai tempi posti dalla Commissione, per il suo recepimento.

Alla luce di tale orientamento, dunque, si potrebbe propendere per la diretta applicabilità delle esenzioni in oggetto all'interno del nostro ordinamento, trattandosi, senza dubbio, di previsioni normative sufficientemente dettagliate e non condizionate<sup>41</sup>.

Il regime di esenzioni appena descritto, come accennato, muterà notevolmente con l'effettiva entrata in vigore della Direttiva MiFID II e l'impatto per i contratti derivati su *commodities* sarà notevole.

La nuova disciplina, infatti, restringerà l'ambito oggettivo di applicazione della c.d. *specialization exemption* che potrà essere invocata soltanto per le negoziazioni per conto proprio in strumenti finanziari diversi dai derivati su merci o dalle quote di emissione o relativi a strumenti derivati.

La Direttiva MiFID II, inoltre, ha modificato notevolmente anche la c.d. *ancillary exemption* che sarà limitata alle sole attività connesse a derivati su merci, alle quote di emissione e ai derivati su tali quote: non ne potranno beneficiare, invece, le imprese che negoziano per proprio conto eseguendo ordini dei clienti oppure quelle che prestano servizi di investimento diversi dalla negoziazione per conto proprio ai clienti o ai fornitori della loro attività principale. Per beneficiare di tale esenzione, inoltre, è necessario che le attività citate costituiscano attività accessorie dell'attività svolta in via principale, considerata nell'ambito di un gruppo e che tale attività principale non consista nella prestazione di servizi di investimento

41 Tale orientamento, per di più, è stato fatto avvallato dalla Consob che ha precisato che «[...] con riferimento alle richieste di chiarimento concernenti la possibilità per gli operatori del settore dell'energia di negoziare per conto proprio strumenti derivati sull'energia elettrica, alla luce della disciplina comunitaria, si conferma tale possibilità. In particolare, si aggiunge che lo stesso Regolamento comunitario 1287/2006, in modo esplicito, rappresenta che "è possibile attendersi che le esenzioni di cui alla Direttiva 2004/39/CE riguardanti la negoziazione per conto proprio in relazione ai derivati su merci [...] escludano dall'ambito di applicazione della direttiva un numero significativo di produttori e consumatori commerciali di energia e altre merci, inclusi fornitori di energia, i commercianti (merchants) in merci e loro imprese figlie». Consob, *Esito consultazioni nuovo regolamento intermediari*, 2007.

ai sensi della Direttiva MiFID II, in attività bancarie ai sensi della Direttiva 2013/36/UE o in attività di *Market Making* relativa a strumenti derivati su merci. Per beneficiare della richiamata esenzione è altresì necessario che le parti non abbiano utilizzato una tecnica di negoziazione algoritmica ad alta frequenza<sup>42</sup>.

L'esenzione specificamente prevista per chi negoziava per conto proprio merci e/o strumenti derivati su merci (c.d. *dealer exemption*), invece, non essendoci alcun riferimento ad essa all'interno della Direttiva MiFID II, è da ritenersi eliminata.

In compenso, tuttavia, il legislatore europeo ha introdotto una nuova esenzione a beneficio degli operatori soggetti agli obblighi della Direttiva 2002/87/CE<sup>43</sup> nel caso in cui trattino quote di emissione e non eseguano ordini di clienti e non prestino servizi o attività di investimento diversi dalla negoziazione per conto proprio, a condizione che non si faccia applicazione di tecniche di negoziazione algoritmica ad alta frequenza<sup>44</sup>.

È rimessa, infine, alla discrezione degli Stati membri la possibilità di introdurre esenzioni facoltative per i gestori del sistema di trasmissione di gas ed elettricità<sup>45</sup>.

Alla luce di tale mutato regime di esenzioni, gli operatori che attualmente stanno beneficiando di una delle esenzioni esistenti, dovranno presto riconsiderare la loro posizione al fine di valutare se potranno continuare a beneficiare dell'esenzione.

Tuttavia, anche quei soggetti che continueranno a beneficiare di un'esenzione e, quindi, che non avranno bisogno di essere autorizzati come

42 Gli operatori, per poter beneficiare di tale esenzione dovranno informare ogni anno l'Autorità competente del proprio Stato membro del fatto che stanno beneficiando di detta esenzione e l'Autorità competente potrà chiedere chiarimenti circa l'esistenza dei presupposti per poterne beneficiare.

43 Relativa «*alla vigilanza supplementare sugli enti creditizi, sulle imprese di assicurazione e sulle imprese di investimento appartenenti ad un conglomerato finanziario*».

44 Art. 2, co. 1, lett. e).

45 Art.2, co. 1, lett. n): «*Ai gestori del sistema di trasmissione quali definiti all'articolo 2, paragrafo 4, della Direttiva 2009/72/CE o all'articolo 2, paragrafo 4, della Direttiva 2009/73/CE quando svolgono le loro funzioni in conformità delle suddette direttive o del regolamento (CE) n. 714/2009 o del regolamento (CE) n. 715/2009 o dei codici di rete o degli orientamenti adottati a norma di tali regolamenti, alle persone che agiscono in qualità di prestatori di servizi per loro conto per espletare i loro compiti ai sensi di tali atti legislativi o dei codici di rete o degli orientamenti adottati a norma di tali regolamenti, o a qualsiasi gestore o amministratore di un meccanismo di bilanciamento dell'energia, di una rete o sistema di condotte per bilanciare le forniture e i consumi di energia quando svolgono detti compiti. Tale esenzione si applica alle persone che esercitano le attività menzionate nella presente lettera solo quando effettuano attività di investimento o prestano servizi di investimento relativi ai derivati su merci al fine di svolgere tali attività. Tale esenzione non si applica in relazione alla gestione di un mercato secondario, incluse le piattaforme per la negoziazione secondaria di diritti di trasmissione finanziari».*

imprese d'investimento, dal combinato disposto della Direttiva MiFID II, del Regolamento MiFIR e, soprattutto, del Regolamento EMIR, saranno soggetti a nuovi obblighi.

#### 4 Gli obblighi derivanti dal Regolamento EMIR

Un'altra importante novità che ha coinvolto i *commodity derivatives* è costituita dagli obblighi imposti in generale ai derivati *over-the-counter* dal Regolamento EMIR al fine di aumentare e garantire la trasparenza, la sicurezza sistemica e la vigilanza regolamentare nelle negoziazioni dei contratti derivati *over-the-counter*<sup>46</sup>.

In particolare, il Regolamento EMIR ha imposto l'obbligo di compensare presso le controparti centrali<sup>47</sup> gli strumenti finanziari *over-the-counter* che superino determinate soglie di rilevanza.

L'obbligo di compensazione risponde, in astratto, all'esigenza di ridurre il rischio dell'inadempimento contrattuale della controparte in quanto comporta l'interposizione delle controparti centrali nel rapporto tra le parti. La controparte centrale<sup>48</sup>, infatti, garantisce ai propri aderenti l'adempimento delle obbligazioni derivanti dai contratti stipulati anche in caso d'inadempimento dell'originario creditore in quanto si assume il rischio di insolvenza della controparte, divenendo essa stessa la controparte del contratto e proteggendosi, a sua volta, attraverso il rilascio di garanzie da parte dei partecipanti in proporzione al valore delle obbligazioni garantite.

Sotto il profilo dell'ambito soggettivo di applicazione di quest'obbligo, ai sensi del Regolamento EMIR, il ricorso alla compensazione delle controparti centrali è obbligatorio per le controparti finanziarie<sup>49</sup> e per le controparti non finanziarie c.d. qualificate<sup>50</sup>.

46 In generale si veda D. DUFFIE, A. LI, T. LUBKE, *Policy Perspectives on OTC Derivatives Market Infrastructure*, in *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, 2010.

47 Le controparti centrali sono autorizzate a svolgere detta attività dalle competenti autorità europee. Cfr. L. SASSO, *L'impatto sul mercato dei derivati OTC*, in *Giur. comm.*, 2012, I, p. 899 ss.; R. SCALCIONE, *La nuova disciplina dei derivati OTC: un prodotto di importazione*, in *La crisi dei mercati finanziari: analisi e prospettive*, I, a cura di V. Santoro, Milano, 2012, p. 407; ID., R. SCALCIONE, *The Derivatives Revolution. A trapped Innovation and a Blueprint for Regulatory Reform*, Wolters Kluwer Law & Business, 2011.

48 Nel mercato italiano, la Cassa di Compensazione e Garanzia agirà come unica controparte per tutte le transazioni in contratti derivati.

49 Ai sensi dell'art. 2, co. 1, n. 8), del Regolamento EMIR, sono da considerarsi controparti finanziarie le imprese di investimento, gli enti creditizi, le compagnie di assicurazione e di riassicurazione, gli OICVM, gli enti pensionistici e i fondi di investimento alternativi gestiti da gestori di fondi di investimento alternativi.

50 Le controparti non finanziarie soggette all'obbligo di compensazione, invece, sono individuate attraverso un duplice criterio quantitativo e qualitativo: rispettivamente, il supera-

In riferimento, invece, all'individuazione delle categorie di derivati oggetto dell'obbligo di *Clearing*, occorre precisare che la normativa comunitaria stabilisce due diverse procedure: una di tipo ascendente (c.d. "bottom-up") e una di tipo discendente (c.d. "top-down").

Secondo la procedura "bottom-up" sono previste le seguenti fasi. Ciascuna controparte centrale individua, in primo luogo, le categorie di derivati *over-the-counter* che intende sottoporre a compensazione, dandone notifica all'autorità di vigilanza nazionale competente per l'autorizzazione. Tale autorità comunica all'ESMA le autorizzazioni che ha rilasciato a ciascuna controparte centrale e le categorie di derivati interessate e l'ESMA, dal canto suo, avvia la consultazione della bozza di RTS con indicazione: (i) della categoria di derivati *over-the-counter* da assoggettarsi all'obbligo di compensazione; (ii) la data da cui decorrerà detto obbligo e (iii) le categorie di controparti soggette alla compensazione. Una volta chiusa la fase di consultazione, l'ESMA redige la bozza finale degli RTS e la trasmette alla Commissione Europea nei tre mesi successivi e, in assenza di obiezioni da parte del Parlamento europeo e del Consiglio, gli RTS sono pubblicati nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea; dopo venti giorni da tale pubblicazione gli RTS entrano in vigore e inizia a decorrere il termine per l'applicazione effettiva dell'obbligo di compensazione<sup>51</sup>.

Con la procedura "top-down", invece, è l'ESMA, in collaborazione con il Comitato europeo per il rischio sistemico (CESR), ad individuare i derivati, tra quelli per i quali non sia già stata rilasciata un'autorizzazione, che sono soggetti all'obbligo di compensazione; successivamente l'ESMA li notifica alla Commissione Europea e invita le controparti centrali ad elaborare proposte per la compensazione dei derivati così individuati<sup>52</sup>.

Un ulteriore obbligo introdotto dal Regolamento EMIR è quello di segnalazione («reporting») dei contratti derivati alle centrali di raccolta dei dati

mento di una determinata soglia di compensazione, la c.d. *clearing threshold* e l'esclusione dal computo degli strumenti finanziari derivati aventi finalità di copertura dei rischi (il c.d. *hedging test*). L'art. 11 del Regolamento Delegato UE n. 149/2013 fissa la *clearing threshold* ad un valore nozionale lordo maggiore di un miliardo di euro per contratti di derivati di credito *over-the-counter*, o contratti derivati *over-the-counter* di *equity*; la soglia viene elevata a tre miliardi per i derivati *over-the-counter* su tassi di interesse o *forex exchange* e, in generale, per tutti gli altri contratti derivati diversi da quelli richiamati.

51 M. LENZETTI e V. MORELLO, *EMIR. Sarà vera svolta? Uno sguardo al mercato dell'energia*, Roma, 2014, p. 21 ss.

52 Nella redazione degli RTS, l'ESMA ha individuato delle macro-categorie di derivati raggruppati in base al sottostante (*interest rate*, *credit*, *foreign-exchange*, *equity* e *commodity*) di fatto adottando una procedura più semplice rispetto a quella prevista dal Regolamento EMIR che avrebbe comportato per l'ESMA la redazione di RTS distinti in base a ciascuna autorizzazione rilasciata a livello nazionale alle CCP, con conseguente appesantimento del lavoro degli operatori che avrebbero dovuto costantemente esaminare e commentare gli RTS posti in consultazione e dell'attività dell'ESMA.

sulle transazioni in derivati o *Trade Repository* entro il giorno lavorativo successivo alla conclusione, alla modifica o alla cessazione del contratto.

Tale obbligo si applica a tutti i contratti derivati (anche a quelli aventi finalità di copertura) stipulati prima del 16 agosto 2012<sup>53</sup> e ancora in essere a tale data e a quelli stipulati a decorrere dal 16 agosto 2012.

La segnalazione consiste nel fornire al *Trade Repository* le informazioni riguardanti le parti del contratto derivato e, qualora siano diversi, i titolari delle posizioni attive e passive derivanti dal contratto; occorre inoltre indicare le principali caratteristiche di tutti i contratti che vengono conclusi, modificati o risolti dalle controparti rientranti nell'ambito di applicazione del Regolamento EMIR, precisandone tipo, scadenza, sottostante, valore nozionale, e prezzo.

L'adempimento di tale obbligo, comporta un onere economico a carico delle imprese in quanto queste per "identificarsi" nelle comunicazioni con il *Trade Repository* dovranno dotarsi di un codice denominato LEI (*Legal Entity Identifier*), rilasciato da Infocamere, assumendosi a proprio carico i costi di rilascio e di gestione.

Il Regolamento EMIR prevede per i derivati non soggetti all'obbligo di compensazione presso le controparti centrali ulteriori specifici obblighi finalizzati ad attenuare quello operativo e il rischio di controparte, molto frequenti nelle negoziazioni in derivati<sup>54</sup>.

Alcuni di tali obblighi hanno un'applicazione generale (coinvolgendo indistintamente tutte le categorie di controparte, finanziarie e non finanziarie) altri, invece, si applicano solo alle controparti finanziarie e alle controparti non finanziarie qualificate.

Tra quelli ad applicazione generale rientrano l'obbligo di conferma tempestiva delle condizioni di contratto, la riconciliazione del portafoglio, la compressione di portafogli e l'adozione di specifiche procedure per la risoluzione delle controversie relative al calcolo del valore dei derivati in portafoglio.

L'obbligo di conferma tempestiva delle condizioni di contratto (la c.d. «*timely confirmation*») impone a partire dal 15 marzo 2013 a tutte le controparti di scambiarsi, possibilmente con mezzi elettronici e il prima possibile, le conferme dei dati dei contratti derivati che sono stati stipulati<sup>55</sup>. I termini per adempiere a tale obbligo non sono uguali per tutti gli operatori: le controparti finanziarie e quelle non finanziarie aventi rilevanza

53 Data di entrata in vigore del Regolamento EMIR.

54 P. LUCANTONI, *L'organizzazione della funzione di post-negoziazione nella regolamentazione EMIR sugli strumenti finanziari derivati OTC, Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, I, p. 642 ss.

55 Ai sensi delle disposizioni attuative del Regolamento EMIR, le tempistiche entro cui occorre adempiere tale obbligo variano a seconda della natura della controparte e dell'operazione conclusa.

sistemica dovranno trasmettere conferma il più rapidamente possibile e comunque entro un giorno lavorativo dalla conclusione del contratto; le controparti non finanziarie, invece, potranno al più tardi trasmettere la conferma entro due giorni lavorativi dalla conclusione del contratto.

Come accennato, un ulteriore obbligo che il legislatore comunitario ha introdotto al fine di attenuare il rischio sistemico e di controparte è quello della riconciliazione del portafoglio<sup>56</sup>. A partire dal 15 settembre 2013, tutte le controparti aventi rilevanza sistemica e anche quelle non finanziarie prive di tale rilevanza che però sottoscrivono contratti derivati *over-the-counter*, autonomamente o per il tramite di un soggetto terzo qualificato, devono procedere alla sincronizzazione dei dati relativi alle operazioni sui contratti derivati poste in essere tra due controparti; secondo quanto precisato alla premessa 28 del Regolamento n. 149/2013, la riconciliazione deve riguardare soprattutto la valutazione dell'operazione, ovvero il c.d. «*Mark to Market*»<sup>57</sup> del contratto derivato, elemento non immediatamente desumibile dal contratto<sup>58</sup>.

Prima della conclusione di un contratto derivato, ai sensi dell'obbligo in analisi, le parti devono concordare le modalità di esecuzione della riconci-

56 Sul rischio sistemico, in particolare, si è soffermato R. SCALCIONE, *op. ult. cit.*, pp. 92-93, ove chiarisce come «*the expression "systemic risk" describes a type of financial risk, i.e., the risk that a given system, hit by an economic shock (systemic event), may experience some type of network crisis manifesting itself in the form of repeated bankruptcies of banks, financial institutions, corporations, or hedge funds (which may also trigger a number of subsequent correlated bankruptcies, as a result of the interdependency of the economy - domino effect), caused or significantly aggravated by a form of systemic distrust or loss of confidence in the stability of the system. The system wide distrust is ultimately the cause of many negative effects among which the most common are generalized liquidity crises, high volatility and/or generalized asset prices decline, with spill over effects on the real economy*»; poi a pp. 93-95 «*even though it is unlikely that derivatives in isolation may cause systemic event, derivatives might be implicated in an uncontrolled transmission of financial shocks and may channel the rapid spread of financial instability. The credit crisis, for example, highlighted the existence of a generalized corporate culture of excessive risk taking and the wide diffusion of risk reward mechanisms that privileged and incentivized risk taking. These elements, associated with the emergence of a sudden financial shock, can always trigger systemic meltdowns that may be aggravated by the existence of large derivatives exposures. Derivatives sit at the core of risk creation, division, reallocation and transmission mechanism: this is why derivatives must be carefully dealt with by regulators and lawmakers alike. Derivatives in fact raise many regulatory and oversight issues that must be dealt with in a timely fashion. In the absence of adequate supervision, derivatives could be inappropriately employed to generate and amass large exposures on certain financial variables that may go unnoticed until it is too late*».

57 Si tratta del valore del contratto derivato ad una certa data che può avere segno positivo o negativo. Per ulteriori approfondimenti si veda R. CESARI, *Mark-to-Market, valutazioni di convenienza economico-finanziaria e giurisprudenza*, in *Riv. dir. banc.*, 2012, n. 7, p. 1 ss..

58 La premessa richiamata prevede anche altri termini da assoggettare a conciliazione: la data effettiva, la data di scadenza prevista, le date di pagamento, il valore nozionale del contratto, la valuta dell'operazione, lo strumento sottostante, la posizione delle parti ed eventuali tassi fissi o variabili.



liazione (per iscritto o con mezzi elettronici equivalenti) e i termini entro cui i dati devono essere comunicati variano a seconda del tipo di operatore e del numero di contratti in essere<sup>59</sup>.

L'obbligo di procedere alla compressione del portafoglio, invece, consiste nella riduzione del valore nozionale dei derivati in portafoglio attraverso l'eliminazione dei contratti riguardanti transazioni compensabili tra le parti oppure attraverso la novazione dei contratti in essere con contratti aventi un valore inferiore. Tale obbligo interessa tutte le controparti con rilevanza sistemica e quelle che seppur prive di tale rilevanza abbiano in essere con una controparte un elevato numero di contratti derivati *over-the-counter* (più di 500) non compensati a livello centrale. I soggetti appena richiamati dovranno, inoltre, spiegare alla competente autorità i motivi per cui hanno ritenuto che non fosse possibile procedere alla compensazione.

Come accennato, il Regolamento EMIR prevede altresì obblighi rivolti non a tutte le tipologie di controparti, bensì soltanto a quelle che hanno una rilevanza sistemica.

Il primo di questi impone l'utilizzo della valutazione a prezzi correnti di mercato (il richiamato «*Mark to Market*» giornaliero). Ove non sia possibile valutare il *Mark to Market*, a causa delle condizioni di mercato, la valutazione dovrà essere compiuta in base al modello c.d. «*Mark to Model*»<sup>60</sup>.

Un ulteriore obbligo gravante solo sulle controparti aventi rilevanza sistemica consiste nel rilascio di garanzie reciproche con relativa segregazione dei contratti derivati, la c.d. collateralizzazione.

Per garantire l'*enforcement* di tali obblighi il legislatore italiano, con la legge n. 97/2013 ha modificato il testo del decreto legislativo n. 58/1998 (t.u.f.), introducendo il nuovo art. 193-*quater* che prevede una sanzione

59 L'art. 13 del Regolamento n. 149/2013 impone l'obbligo di effettuare la conciliazione ogni giorno per le controparti finanziarie e quelle non finanziarie aventi rilevanza sistemica quando abbiano in essere più di 500 contratti derivati *over-the-counter*; la conciliazione, invece, dovrà essere fatta una volta alla settimana quando il numero di derivati in essere è compreso tra 41 e 499; in un qualsiasi momento nel corso della settimana, oppure trimestralmente, qualora tra le controparti siano 50 o meno contratti derivati *over-the-counter* nel corso di un trimestre.

Le controparti non finanziarie prive di rilevanza sistemica, invece, dovranno effettuare la riconciliazione trimestralmente, qualora tra le controparti siano in essere oltre 100 contratti derivati *over-the-counter* nel corso del trimestre oppure una volta all'anno, qualora tra le controparti siano in essere 100 o meno contratti derivati *over-the-counter*.

60 Come precisa l'art. 17, Regolamento delegato n. 149/2013, si tratta di un modello che (i) ingloba tutte le informazioni prese in considerazione dalle parti per la determinazione del prezzo, (ii) è conforme alle metodologie economiche di fissazione dei prezzi degli strumenti finanziari, (iii) è parametrato, testato e fondato su dati di mercato osservabili, (iv) è convalidato e monitorato da un servizio indipendente da quello che assume il rischio ed (v) è debitamente documentato e approvato da un consiglio di amministrazione almeno una volta l'anno.

amministrativa pecuniaria<sup>61</sup> per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione o di direzione delle controparti centrali, delle sedi di negoziazione, delle controparti finanziarie e delle controparti non finanziarie i quali non osservino «le disposizioni previste dai titoli II [Compensazione, segnalazione e attenuazione dei rischi dei derivati OTC], III [Autorizzazione e vigilanza delle CCP<sup>62</sup>], IV [Requisiti delle CCP] e V [Accordi di interoperabilità] del medesimo regolamento e dalle relative disposizioni attuative, sono puniti con la sanzione amministrativa pecuniaria da euro duemilacinquecento a euro duecentocinquanta».

Tali sanzioni si applicano anche ai soggetti che svolgono funzioni di controllo nelle controparti centrali, nelle sedi di negoziazione, nelle controparti finanziarie e nelle controparti non finanziarie, i quali abbiano violato le disposizioni previste dai titoli II [Compensazione, segnalazione e attenuazione dei rischi dei derivati OTC], III [Autorizzazione e vigilanza delle CCP], IV [Requisiti delle CCP] e V [Accordi di interoperabilità] del Regolamento EMIR ovvero non abbiano vigilato, in conformità ai doveri inerenti al loro ufficio, affinché le predette disposizioni non siano da altri violate.

Il rapporto costi-benefici di questo nuovo regime è tutto da scoprire. Se, da un lato, l'opacità del mercato sarà sicuramente destinata a diminuire e la capacità di contenimento del rischio sistemico aumenterà, dall'altro, le strategie di copertura potrebbero essere scoraggianti, la versatilità dei contratti derivati potrebbe diminuire, e gli oneri di monitoraggio (per i gestori delle sedi di negoziazione) e i costi di negoziazione potrebbero aumentare, con conseguente uscita dal mercato di quegli operatori che non riusciranno a far fronte a tali oneri.

## Bibliografia

- AA. VV., *L'energia di domani. Derivati elettrici e gestione del portafoglio per le imprese*, a cura di EGL Networking Energies e Idex Borsa Italiana, 2011.
- BRACCO, P., DA EMPOLI S., PAROLA L. e PRIVITERA O., *Mercati a termine dell'energia*. A cura di, Milano, 2012.
- CAPUTO NASSETTI F., *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2007.
- CESARI R., *Mark-to-Market, valutazioni di convenienza economico-finanziaria e giurisprudenza*, in *Riv. dir. banc.*, 2012, VII, pp. 1 ss.

61 Tale disposizione è in vigore dal 4 settembre 2013 e saranno la Consob e la Banca d'Italia (limitatamente al mercato all'ingrosso di titoli di Stato) ad applicare la sanzione in essa prevista (che va da 2.500 a 250.000 euro).

62 Controparti centrali.

- DUFFIE D., LI A., LUBKE T., *Policy Perspectives on OTC Derivatives market Infrastructure, in Federal Reserve Bank of New York Staff Reports.*
- EZICKSON D., SAMANT P., *Prepare for regulation, International finance and law review* (<http://www.iflr.com>), 2010.
- E. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2010, p. 433 ss.
- FANONE E., ONCIA C., *Rischio credito e rischio liquidità nei mercati energetici. Impatto delle nuove normative sul trading fisico e finanziario dell'energia*, 2015.
- LENZETTI M. e MORELLO V., *EMIR. Sarà vera svolta? Uno sguardo al mercato dell'energia*, Roma, 2014.
- LUCANTONI P., *L'organizzazione della funzione di post-negoziamento nella regolamentazione EMIR sugli strumenti finanziari derivati OTC*, Banca, borsa, tit. cred, V, 2014.
- SASSO L., *L'impatto sul mercato dei derivati OTC*, in *Giur. comm.*, 2012, I, p. 899 ss.
- SCALCIONE R., *The Derivatives Revolution, A trapped Innovation and a Blueprint for Regulatory Reform*, a cura di Wolters Kluwer Law & Business.
- SCALCIONE R., *La nuova disciplina dei derivati OTC: un prodotto di importazione*, in *La crisi dei mercati finanziari: analisi e prospettive*, I, a cura di V. Santoro, Milano, 2012.

