L'obbligo di compensazione dei derivati OTC nel Regolamento EMIR. Il Discussion Paper dell'ESMA.

Autore: Giuseppe Zaghini, Responsabile Ufficio Regolamentazione finanziaria, Federcasse

Categoria Approfondimento: Derivati

1. Premessa

L'entrata in vigore, il 16 agosto 2012, del "Regolamento (UE) N. 648/2012 (c.d. EMIR) è solo il primo passo verso la regolamentazione organica del mercato degli strumenti derivati OTC. Il lungo – e tuttora in corso – processo di definizione della disciplina ne è testimonianza.

In linea generale, l'EMIR introduce, per le controparti finanziarie e non finanziarie, tre principali obblighi:

- ricorrere a "controparti centrali" (c.d. CCP) per la compensazione dei derivati OTC;
- adottare tecniche di mitigazione del rischio per i derivati OTC non oggetto di compensazione;
- segnalare ai "repertori di dati" (c.d. Trade Repositories) le informazioni relative ad ogni contratto derivato stipulato e ogni modifica o cessazione dello stesso.

2. L'obbligo di compensazione dei derivati OTC

Ai sensi dell'art. 4 dell'EMIR, le controparti, finanziarie e non finanziarie, devono compensare presso una controparte centrale (CCP) i contratti derivati OTC conclusi e appartenenti alle categorie che saranno dichiarate soggette a tale obbligo[1]. In particolare, l'obbligo di compensazione si applica alle controparti non finanziarie quando queste assumono posizioni in contratti derivati OTC che superano le soglie di compensazione[2] stabilite dall'art. 11 del Regolamento delegato 149/2013 della Commissione Europea.

Per "derivato OTC", ai fini EMIR, si intende il contratto derivato la cui esecuzione non ha luogo su un mercato regolamentato[3] o su un mercato di un paese terzo considerato equivalente a un

mercato regolamentato.

Tali contratti, inoltre, devono soddisfare contemporaneamente le seguenti condizioni:

a. Sono stati conclusi secondo una delle seguenti modalità

- tra due controparti finanziarie;
- tra una controparte finanziaria e una controparte non finanziaria la cui media mobile a trenta giorni lavorativi delle sue posizioni supera la soglia di compensazione;
- tra due controparti non finanziarie la cui media mobile a trenta giorni lavorativi delle posizioni supera la soglia di compensazione;
- tra una controparte finanziaria o una controparte non finanziaria, la cui media mobile a trenta giorni lavorativi delle posizioni supera la soglia di compensazione, e un soggetto stabilito in un paese terzo che sarebbe sottoposto all'obbligo di compensazione se fosse stabilito nell'Unione; o
- tra due soggetti stabiliti in uno o più paesi terzi che sarebbero sottoposti all'obbligo di compensazione se fossero stabiliti nell'Unione, purché il contratto abbia un effetto diretto, rilevante e prevedibile nell'Unione o laddove tale obbligo sia necessario od opportuno per evitare l'elusione delle disposizioni del presente regolamento.

b. Sono stipulati o novati:

- a decorrere dalla data di decorrenza dell'obbligo di compensazione, o
- a decorrere dalla data di comunicazione all'ESMA da parte delle autorità competenti dell'autorizzazione di una CCP a compensare contratti derivati OTC, ma anteriormente alla data di decorrenza dell'obbligo di compensazione se la durata residua dei contratti è superiore alla durata residua minima stabilita dalla Commissione Europea.

Tuttavia, ai fini dell'obbligo di compensazione, l'EMIR non individua puntualmente le categorie di derivati soggette a tale adempimento. Infatti, sarà compito dell'ESMA, entro sei mesi dal ricevimento della notifica di autorizzazione di una CCP da parte dell'autorità competente, elaborare gli standard tecnici di regolamentazione che disciplinano le categorie di derivati oggetto di compensazione e le relative date di decorrenza dell'obbligo, con indicazione dell'eventuale applicazione graduale[4].

Il paragrafo 4 dell'art. 5 dell'EMIR individua i seguenti criteri in base ai quali l'ESMA dovrà individuare le categorie dei derivati OTC:

- grado di standardizzazione dei termini contrattuali e dei processi operativi;
- volume e la liquidità;
- disponibilità di informazioni eque, affidabili e generalmente accettate per la determinazione dei prezzi.

La regolamentazione di secondo livello ne dettaglia ulteriormente i requisiti[5], come di seguito riportato.

Riguardo al grado di standardizzazione dei termini contrattuali e dei processi operativi della categoria di contratti derivati OTC interessata, l'ESMA valuta:

1. se i termini contrattuali della categoria di contratti derivati OTC interessata includono una documentazione giuridica comune, compresi accordi-quadro di compensazione, definizioni e termini e conferme standardizzati, che stabilisce specifiche contrattuali di uso comune tra le parti;
2. se i processi operativi della categoria di contratti derivati OTC interessata subiscono un trattamento automatizzato nella fase post-negoziazione e sono esposti agli eventi del ciclo di vita secondo modalità comuni e in base a un calendario ampiamente concordato dalle parti.

Riguardo al volume e alla liquidità della categoria di contratti derivati OTC interessata, l'ESMA valuta:

1. se i margini o i requisiti finanziari della CCP sono proporzionati al rischio che l'obbligo di compensazione intende attenuare;
2. la stabilità nel tempo delle dimensioni e della profondità del mercato per il prodotto in questione;
3. la probabilità che la dispersione sul mercato si mantenga sufficiente in caso di inadempimento di un partecipante diretto;
4. il numero e il valore delle operazioni.

Riguardo alla disponibilità di informazioni eque, affidabili e generalmente accettate per la

determinazione dei prezzi per la categoria di contratti derivati OTC interessata, l'ESMA valuta se i partecipanti al mercato sono in grado di accedere, a condizioni commerciali ragionevoli, alle informazioni necessarie per determinare accuratamente i prezzi dei contratti compresi in tale categoria e se continueranno ad esserlo qualora essa fosse assoggettata all'obbligo di compensazione.

3. Esenzioni dall'obbligo di compensazione

Il paragrafo 2 dell'art. 4 dell'EMIR stabilisce che i contratti derivati OTC che configurano operazioni infragruppo, così come definite all'articolo 3, non sono soggetti all'obbligo di compensazione.

In particolare, in relazione ad una controparte finanziaria, un'operazione infragruppo rientra fra uno dei seguenti casi:

a. un contratto derivato OTC stipulato con un'altra controparte appartenente allo stesso gruppo e che soddisfa le seguenti condizioni:

- la controparte finanziaria è stabilita nell'Unione o, se è stabilita in un paese terzo, la Commissione ha adottato nei confronti di tale paese un atto di esecuzione a norma dell'articolo 13, paragrafo 2;
- l'altra controparte è una controparte finanziaria, una società di partecipazione finanziaria, un istituto finanziario o un'impresa di servizi ausiliari cui si applicano opportuni requisiti prudenziali;
- entrambe le controparti sono integralmente incluse nello stesso consolidamento;
- entrambe le controparti sono soggette ad adeguate procedure centralizzate di valutazione, misurazione e controllo dei rischi;

b. un contratto derivato OTC stipulato con un'altra controparte se entrambe le controparti aderiscono al medesimo sistema di tutela istituzionale di cui all'articolo 80, paragrafo 8, della direttiva 2006/48/CE, alle condizioni fissate nella lettera a), punto ii), del presente paragrafo;

c. un contratto derivato OTC stipulato tra enti creditizi collegati allo stesso organismo centrale o tra un ente creditizio e l'organismo centrale, ai sensi dell'articolo 3, paragrafo 1, della direttiva 2006/48/CE; o

d. un contratto derivato OTC stipulato con una controparte non finanziaria appartenente allo stesso gruppo, purché entrambe le controparti siano integralmente incluse nello stesso consolidamento e soggette ad adeguate procedure centralizzate di valutazione, misurazione e controllo dei rischi, e la controparte sia stabilita nell'Unione o nella giurisdizione di un paese terzo nei confronti del quale la Commissione ha adottato un atto di esecuzione a norma dell'articolo 13, paragrafo 2.

Tale esenzione è motivata dalla necessità di evitare che l'obbligo in oggetto disincentivi le controparti ad effettuare transazioni ai fini della gestione efficiente della liquidità e/o del rischio a livello di "gruppo".

Alle operazioni esentate dall'obbligo di compensazione si applicano, comunque, gli obblighi di segnalazione e di mitigazione del rischio previsti dall'EMIR.

4. Il Discussion Paper dell'EMSA

Il 12 luglio 2013 l'ESMA ha pubblicato un Discussion Paper in tema di "obbligo di compensazione" ai sensi dell'EMIR con l'obiettivo di raccogliere il punto di vista delle parti interessate, in vista della redazione dei relativi standard tecnici regolamentari da sottoporre alla Commissione Europea.

Come detto, l'ESMA deve sviluppare degli standard tecnici regolamentari con riferimento a:

- le caratteristiche delle classi di strumenti derivati OTC da assoggettare all'obbligo di clearing presso CCP;
- la data o le date dalle quali sarà efficace tale obbligo;
- la durata residua minima dei contratti derivati OTC di cui all'art. 4(1)(b)(ii) dell'EMIR.

Il Discussion Paper è strutturato in cinque sezioni:

1. Procedure per la determinazione delle classi di derivati OTC soggette all'obbligo di compensazione;
2. Tipologie di derivati (già) compensati e CCP attive;
3. Analisi preliminare dei criteri individuati dall'EMIR con riferimento alle classi di derivati OTC soggette all'obbligo di compensazione;

4. Determinazione di phase-in e delle categorie di controparti alle quali si applica l'obbligo di compensazione;
5. Casi particolari.

Considerando i tempi tecnici di emanazione dei standard tecnici regolamentari e di autorizzazione delle CCP, l'ESMA stima un'entrata in vigore (senza considerare eventuali "*phase-in*") dell'obbligo di compensazione in un arco temporale che va da giugno 2014 a luglio 2015.

Sulla base delle attuali prassi di mercato, l'ESMA ha individuato cinque "macro classi" di derivati oggetto di compensazione da parte delle CCP esistenti:

1. Commodity;
2. Credit;
3. Equity;
4. Interest Rate;
5. Foreign Exchange.

Su tali classi oggi sono attive 13 CCP (di cui 11 europee). Ciò vuol dire che, a parte l'operatività in forex, esistono e operano almeno due CCP europee per ciascuna classe di derivati.

Diversamente dai derivati su credito (CDS), i derivati su tasso (IR) presentano, in questa analisi condotta da EMSA, una più ampia gamma di caratteristiche, la cui combinazione conduce a numerose sottoclassi di cui tenere conto. In particolare, un primo livello di classificazione ipotizzato è il seguente:

- Fisso-variabile (IRS);
- Variabile-variabile (basis swap)
- Forward Rate Agreement (FRA)
- Overnight Index Swap (OIS)
- Opzioni.

Risultano esclusi, dunque, dal clearing volontario categorie quali: swaption, cap e floor.

Più dell'80% del mercato dei derivati – circa 633 trilioni di dollari a dicembre 2012 – è

riconducibile a derivati di tasso. Ciò posto, allo stato attuale l'ESMA considera gli "Interest Rate derivatives" e i "CDS", intercettando i parametri fissati da EMIR (i.e. grado di standardizzazione, volume, liquidità e disponibilità di prezzi), come "miglior candidati" all'obbligo di compensazione.

Con riferimento all'entrata in vigore dell'obbligo di compensazione, l'ESMA ritiene che la definizione di un adeguato "*timing*" e la possibilità di un "*phase-in*" sia particolarmente importate per le controparti che al momento non sono coinvolte (direttamente o indirettamente) nel clearing dei derivati. Infatti, l'ESMA ammette che alcune caratteristiche delle controparti possono influenzare la capacità di queste di accedere al clearing e quindi di rispettare gli obblighi di compensazione previsti da EMIR. Pertanto, l'ESMA propone di suddividere le controparti in differenti categorie, secondo tre opzioni:

- Opzione A) – mantenere le categorie previste dal regolamento EMIR: controparti finanziarie e controparti non finanziarie. Vantaggi: nessuna nuova previsione introdotta. Svantaggi: categoria delle controparti finanziarie molto eterogenea.
- Opzione B) – mantenere le controparti non finanziarie e suddividere le controparti finanziarie a seconda del loro attuale status di accesso diretto alle CCP. Quindi si avrebbero tre categorie di controparti: (1) Controparti non finanziarie, (2) Clearing members; (3) resto delle controparti finanziarie.
- Opzione C) – suddividere le controparti in base al volume dei derivati OTC stipulati. In questo caso dovrebbero essere definiti i criteri per il calcolo del *threshold*.

La scadenza per la consultazione è fissata al 12 settembre 2013, possiamo già scommettere che ci sarà una grande partecipazione degli operatori di mercato.

1

Finché le CCP non avranno trovato una soluzione tecnica adeguata per la loro gestione, l'obbligo di compensazione non si applica ai regimi pensionistici

ritorna

2

Cfr. Gaudiello, La Malfa, Pontesilli, “Il 15 marzo 2013 l'EMIR entra in vigore: problematiche ancora aperte e primi suggerimenti operativi”, Rivista di Diritto bancario, Marzo 2013

ritorna

3

Mercato regolamentato ai sensi dell’art.4, par. 1, punto 14 della Direttiva 2004/39/CE (c.d. MiFID)

ritorna

4

Cfr. articolo 5 (2) dell’EMIR

ritorna

5

Cfr. articolo 7 del Regolamento delegato 149/2013 delle Commissione Europea

ritorna