

Febbraio 2013

Nuovo Regolamento EMIR sui Derivati OTC: i commenti ISDA agli RTS dell'ESMA approvati il 07.02.2013 dal Parlamento Europeo

Avv. Vincenzo La Malfa, Senior Associate, DLA Piper

1. Premessa

In data 27 settembre 2012, l'ESMA (l'European Securities and Markets Authority) ha reso nota la bozza dei primi standard tecnici (*draft regulation on technical standards, "RTS"*)¹ in relazione all'applicazione delle previsioni del Regolamento n. 648/2012 c.d. EMIR (European Market Infrastructure Regulation) entrato formalmente in vigore in data 16 agosto 2012, ma la cui concreta applicazione è stata rimandata fino alla definitiva approvazione delle RTS da parte delle competenti autorità europee.

In data 7 febbraio 2013 il Parlamento Europeo ha approvato in via definitiva² le RTS proposte dall'ESMA. Pertanto, i primi nuovi obblighi derivanti dall'EMIR (per come interpretati ai sensi delle RTS) entreranno in vigore 20 giorni dopo la loro pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea (prevedibilmente entro metà marzo 2013).

Il Regolamento EMIR detta una cornice europea comune in materia di regolamentazione del mercato dei derivati negoziati fuori dai mercati regolamentati, con il principale scopo di ridurre i rischi sistemici che vi sono connessi. In modo particolare, con l'EMIR si cerca per la prima volta di regolamentare la materia dei derivati "OTC" (*over the counter*, cioè negoziati singolarmente tra le due controparti e non scambiati su nessun mercato regolamentato), imponendo a tutti gli operatori del settore nuovi e stringenti obblighi. Detti nuovi obblighi che entreranno in vigore secondo un calendario che prevede varie scadenze in maniera scaglionata³ tra il 2013 e il 2014 e atterranno, principalmente: (i) alla necessità di immettere gli strumenti derivati OTC che superino determinate soglie di rilevanza in compensazione presso controparti centrali (*clearing houses*, o *central counterparties "CCP"*), le quali ultime dovranno essere autorizzate a svolgere tale attività dalle competenti autorità Europee; (ii) all'obbligo di appostare

¹ Disponibile all'indirizzo: <http://www.esma.europa.eu/content/Draft-technical-standards-under-Regulation-EU-No-6482012-European-Parliament-and-Council-4-J>; e si veda anche il Comunicato Stampa del Commissario Michel Barnier al sito: http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/barnier/docs/speeches/20130207_emir_en.pdf

² Come dal sito: <http://www.europarl.europa.eu/news/en/pressroom/ep-vote/>

³ Si rimanda al calendario attualmente previsto dall'ESMA per l'entrata in vigore progressiva delle varie disposizioni dell'EMIR, a questo sito: <http://www.esma.europa.eu/page/European-Market-Infrastructure-Regulation-EMIR>

determinati livelli di garanzie collaterali a marginazione delle esposizioni in relazione ai derivati OTC per i quali non si applichino gli obblighi di compensazione tramite CCP; (iii) agli obblighi di comunicare e depositare tutte le informazioni concernenti le operazioni in derivati OTC concluse a soggetti che avranno il compito di mantenerle in “stoccaggio” (*trade repositories*) e disponibili per le autorità di vigilanza; e, inoltre, (iv) agli obblighi di utilizzare altri strumenti di mitigazione dei rischi associati all’operatività in derivati OTC, quali ad esempio l’obbligo di documentare tramite specifiche *confirmation* la conclusione delle operazioni entro una breve finestra temporale, nonché di procedere secondo scadenze predefinite alla riconciliazione dei portafogli delle varie operazioni in derivati in essere tra le controparti, per verificare che non vi siano disallineamenti o differenze.

I primi di febbraio è stata diffusa la notizia secondo cui il Comitato del Parlamento Europeo incaricato di studiare la questione e di esprimere un proprio parere sull’argomento, aveva espresso parere negativo circa l’approvazione delle RTS nel testo proposto dall’ESMA e avallato dalla Commissione. Alla luce di ciò, il Parlamento ha comunque deciso di approvare le RTS nel testo licenziato dall’ESMA e di renderle così definitive⁴.

Con l’approvazione e definitiva pubblicazione delle RTS sulla GUUE saranno immediatamente efficaci ed operative le prescrizioni dell’EMIR che riguardano taluni strumenti di mitigazione del rischio, e cioè quelli concernenti gli obblighi di confermare le operazioni in derivati tramite specifiche *confirmation* e quello di operare le riconciliazioni dei dati dei portafogli delle operazioni in derivati OTC concluse tra gli operatori⁵. L’entrata in vigore di questi nuovi primi obblighi ai sensi dell’EMIR avverrà presumibilmente alla metà da marzo 2013. Tuttavia, vi è ancora una notevole incertezza

⁴ Come emerge dalle principali agenzie di stampa: <http://www.reuters.com/article/2013/02/04/eu-derivatives-idUSL5N0B47X820130204>

⁵ In particolare, le norme richiamate dell’EMIR che entreranno in vigore fin da subito sono date dall’art. 11 dell’EMIR:

Articolo 11

Tecniche di attenuazione dei rischi dei contratti derivati OTC non compensati mediante CCP

1. Le controparti finanziarie e non finanziarie che stipulano un contratto derivato OTC non compensato mediante CCP assicurano con la debita diligenza che siano messe in atto le disposizioni e le procedure opportune per misurare, monitorare e attenuare il rischio operativo e il rischio di credito di controparte, che prevedano almeno:

a) la conferma tempestiva, con mezzi elettronici ove disponibili, delle condizioni del contratto derivato OTC interessato;

b) processi formalizzati solidi, resilienti e controllabili per la riconciliazione dei portafogli, la gestione dei rischi associati e l’individuazione rapida di controversie tra le parti e la loro risoluzione, e per il monitoraggio del valore dei contratti in essere.

(...)

sulle concrete modalità applicative dei nuovi obblighi che a breve dovranno entrare in vigore nei confronti degli operatori del mercato dei derivati OTC.

In questo quadro, l'ISDA (l'associazione che raccoglie i maggiori operatori del mercato a livello mondiale e che ha predisposto gli schemi contrattuali ISDA Master Agreement che sono utilizzati nella prassi per la documentazione di operazioni OTC) in data 29 gennaio 2013 ha comunicato all'ESMA e alle autorità europee e successivamente pubblicato sul proprio sito⁶ un primo commento alle norme tecniche RTS (allora in bozza ed oggi definitivamente approvate), in cui si prende posizione sulle previsioni delle RTS attinenti agli obblighi di confermare tempestivamente le operazioni tramite "confirmation", e di riconciliazioni dei portafogli.

2. Le previsioni rilevanti della bozza di RTS dell'ESMA e i primi commenti dell'ISDA

Gli articoli 11 e 12 delle RTS su obblighi di confirmation e portfolio reconciliation con cui si individuano le norme tecniche di dettaglio degli obblighi di cui all'art. 11 dell'EMIR.

<<Article 11

(Article 11(14) (a) of Regulation (EU) No 648/2012)

Timely confirmation

1. An OTC derivative contract concluded between financial counterparties or non-financial counterparties referred to in Article 10 of Regulation (EU) NO 648/2012 and which is not cleared by a CCP shall be confirmed, where available via electronic means, as soon as possible and at the latest:

(a) for credit default swaps and interest rate swaps concluded until 28th February 2014, by the end of the second business day following the date of execution of the OTC derivative contract, and thereafter by the end of the next business day following the date of execution;

(b) for equity swaps, foreign exchange swaps, commodity swaps and all other derivatives except those in point (a) concluded until 31 August 2013, by the end of the third business day, from then until 31 August 2014 by the end of the second business day following the date of execution of the OTC derivative contract, and thereafter by the end of the next business day following the date of execution.

⁶ Si vedano i documenti pubblicati al sito: <http://www2.isda.org/emir/>

2. An OTC derivative contract concluded with a non-financial counterparty not referred to in Article 10 of Regulation (EU) N0 648/2012, shall be confirmed as soon as possible, where available via electronic means, and at the latest:

(a) for credit default swaps and interest rate swaps concluded until 31 August 2013, by the end of the fifth business day, from then until 31 August 2014, by the end of the third business day, and thereafter by the end of the second business day following the date of execution;

(b) for equity swaps, foreign exchange swaps, commodity swaps and all other derivatives except those in point (a) concluded until 31 August 2013, the end of the seventh business day, from then until 31 August 2014 the end of the fourth business day, and thereafter by the end of the second business day following the date of execution.

3. Where a transaction referred to in paragraph 1 or 2 is concluded after 16.00 local time, or with a counterparty located in a different time zone which does not allow confirmation by the set deadline, the confirmation shall take place as soon as possible and, at the latest, one business day following the deadline set in paragraph 1 or 2 as relevant.

4. Financial counterparties shall have the necessary procedure to report on a monthly basis to the competent authority designated in accordance with Article 48 of Directive 2004/39/EC the number of unconfirmed OTC derivative transactions referred to in paragraph 1 and 2 that have been outstanding for more than five business days.

Article 12

(Article 11(14)(a) of Regulation (EU) N0 648/2012)

Portfolio reconciliation

1. Financial and non-financial counterparties to an OTC derivative contract shall agree in writing or other equivalent electronic means with each of their counterparties on the terms on which portfolios shall be reconciled. Such agreement shall be reached before entering into the OTC derivative contract.

2. Portfolio reconciliation shall be performed by the counterparties to the OTC derivative contracts with each other, or by a qualified third party duly mandated to this effect by a counterparty. The portfolio reconciliation shall cover key trade terms that identify each particular OTC derivative contract and shall include at least the valuation attributed to each contract in accordance with Article 11(2) of Regulation (EU) N0 648/2012.

3. In order to identify at an early stage, any discrepancy in a material term of the OTC derivative contract, including its valuation, the portfolio reconciliation shall be performed:

(a) for a financial counterparty or a non-financial counterparty referred to in Article 10 of Regulation (EU) N0 648/2012:

(i) each business day when the counterparties have 500 or more OTC derivative contracts outstanding with each other;

(ii) once per week when the counterparties have between 51 and 499 OTC derivative contracts outstanding with each other at any time during the week;

(iii) once per quarter when the counterparties have 50 or less OTC derivative contracts outstanding with each other at any time during the quarter.

(b) for a non-financial counterparty not referred to in Article 10 of Regulation (EU) N0 648/2012:

(i) once per quarter when the counterparties have more than 100 OTC derivative contracts outstanding with each other at any time during the quarter;

(ii) once per year when the counterparties have 100 or less OTC derivative contracts outstanding with each other.>>

A chi si applicano gli obblighi dell'EMIR in tema di "mitigazione del rischio" di cui all'art. 11 dell'EMIR?

I soggetti che saranno tenuti, fin da subito, al rispetto delle norme di cui all'art. 11 dell'EMIR, per come interpretate dagli articoli 11 e 12 delle RTS, sono le "controparti finanziarie" (ai sensi dell'art. 2, punto (8) dell'EMIR) e le "controparti non finanziarie" (di cui alla definizione dell'art. 10 dell'EMIR) per tutte le operazioni in derivati OTC che, essendo al di sotto delle soglie di rilevanza fissate dalle RTS (i c.d. "thresholds"), non saranno soggette all'obbligo di compensazione tramite CCP.

In sostanza, gli obblighi di mitigazione del rischio (esclusi gli obblighi di depositare collateral e margini di garanzia) saranno i primi ad entrare in vigore e si applicheranno ad una fascia di operatività in derivati OTC generalizzata, e per le quali non troveranno applicazione gli obblighi di compensazione tramite controparti centrali.

I COMMENTI DELL'ISDA ALLE RTS

Preliminarmente ad ogni considerazione di carattere più tecnico, è da rimarcare l'approccio dell'ISDA volto a richiedere alle autorità regolamentari europee maggiore

chiarezza definitoria nell'implementazione delle norme tecniche, anche vista la particolare complessità ed enorme impatto che i cambiamenti recati dal Regolamento EMIR avranno su tutta l'operatività in derivati OTC nella UE (restando peraltro ancora aperte le questioni concernenti l'eventuale sovrapposizione delle norme rispetto al set regolamentare approvato negli USA sugli stessi temi con il Dodd-Frank Act).

Cosa costituisce una “confirmation” ai sensi delle RTS?

Come noto, le operazioni in derivati OTC documentate tramite ISDA Master Agreement prevedono che le parti possano concludere un'operazione anche per telefono o per email, e che successivamente procedano a documentare l'accordo raggiunto sui termini economici in una breve conferma di contratto denominata per l'appunto “confirmation” (i termini giuridici dell'accordo sono normalmente contenuti nel Master Agreement e nella Schedule). L'obbligo introdotto dall'EMIR e declinato dall'ESMA nelle RTS mira a definire un quadro giuridico certo di regole, evitando che possano concludersi operazioni in derivati OTC tra due soggetti che poi non vengano (per semplice dimenticanza o per mutuo accordo tra le parti) effettivamente trasfuse in una vera e propria confirmation del contratto. Chiaramente, si tratta di un obbligo volto a creare le basi per il miglior l'adempimento degli altri e ben più stringenti obblighi ai sensi dell'EMIR destinati ad aumentare la trasparenza nel comunicare alle autorità (tramite le *trade repositories*) le operazioni concluse e a utilizzare obbligatoriamente margini di collateralizzazione per ridurre sensibilmente il rischio di controparte connesso con ogni operazione in derivati OTC. Le finalità che la normativa si prefigge, infatti, sono quelle di aumentare la trasparenza e quindi abbassare il rischio sistemico nel mercato di prodotti che fino ad oggi sono stati quasi totalmente *deregulated* su questo versante, sebbene le pratiche di mercato più diffuse tra gli operatori già prevedessero ampiamente l'utilizzo delle confirmation come strumenti di efficace documentazione delle operazioni.

I commenti formulati dall'ISDA alle RTS sono principalmente volti a capire cosa debba intendersi per “confirmation”. L'art. 1(3) delle RTS definisce infatti “confirmation” come “*the documentation of the agreement of the counterparties to all the terms of an OTC derivative contract*”. A tal riguardo, l'ISDA suggerisce:

- di accettare nella prassi applicativa della norma anche i sistemi di produzione di confirmation che prevedano anche il “silenzio-assenso” delle controparti. In sostanza, se le parti hanno accettato a monte un sistema di generazione delle confirmation siffatto, si potrebbe prevedere che la relativa confirmation di un'operazione fosse predisposta da una delle parti, inviata (anche elettronicamente) all'altra, ed automaticamente e tacitamente accettata se non vi siano commenti sulla versione inviata entro un lasso di tempo predefinito;
- nello stesso senso, l'ISDA suggerisce di prevedere la facoltà di utilizzare meccanismi di siti internet, protetti con password di autenticazione, nei quali una delle parti “deposita” la confirmation relativa all'operazione conclusa e l'altra parte possa

accettarla cliccando su un apposito link, ovvero concordare tacitamente sul contenuto se non comunica per tempo eventuali richieste di modifica.

L'uso delle piattaforme elettroniche

Un altro punto su cui l'ISDA si sofferma è relativo al fatto che, ai sensi dell'EMIR, le confirmation dovrebbero essere prodotte e scambiate su piattaforma e con tecnologia elettronica qualora questa fosse disponibile (*'where available'*). La preoccupazione dell'associazione in questo caso è quella di definire se per tecnologia "disponibile" debba intendersi quella che sia "tecnicamente attiva e funzionante", oppure quella che (anche ai sensi della regolamentazione e delle legislazioni nazionali) sia validamente utilizzabile per la conclusione di operazioni e la sottoscrizione di contratti. In sostanza, ci si chiede se l'uso della tecnologia informatica (che in ogni caso anche secondo l'ISDA dovrebbe essere incentivato per una più semplice gestione dei processi interni agli intermediari) non possa scontrarsi talvolta con le leggi dei singoli paesi dell'UE per ciò che riguarda la validità del consenso espresso in forma elettronica o su documento unicamente elettronico.

Quali giorni lavorativi?

Un'ulteriore problematica definitoria è rinvenibile, secondo l'ISDA, nell'uso del concetto di "giorno lavorativo" (*business day*) da parte del legislatore europeo nell'EMIR e da parte dell'ESMA nelle RTS. In particolare, l'ISDA considera necessario un approfondimento ed un chiarimento (quantomeno in sede ESMA) per definire chiare modalità per individuare "giorni lavorativi" anche su operazioni in derivati concluse tra controparti in differenti giurisdizioni (basti pensare che la stragrande maggioranza dei *trading desk* degli operatori che concludono derivati OTC si trova a Londra, e che nel Regno Unito i calendari delle festività sono regolamentate in maniera del tutto peculiare rispetto al resto della UE).

I rapporti tra Dodd-Frank Act e EMIR

Infine, non si può non sottolineare che le preoccupazioni e i suggerimenti dell'ISDA diventano quanto mai importanti nel quadro dell'esame della regolamentazione europea EMIR in rapporto con le nuove norme che sulle stesse materie sono state parallelamente approvate (e già entrate in vigore) negli USA. In particolare, sebbene le due legislazioni (europea ed americana) partano da esigenze e posizioni comuni (espresse dai paesi del G-20 a partire dal 2008 all'indomani dei momenti più accesi della crisi finanziaria) vi sono notevoli differenze che emergono già dalla lettura delle norme tecniche dell'ESMA a confronto con quelle americane della CFTC⁷.

Apparentemente, le norme europee sembrano essere più stringenti di quelle americane dal momento che:

⁷ Per un quadro complessivo della legislazione USA in tema di Dodd-Frank ACT e delle norme tecniche CFTC vedasi il sito: <http://www.cftc.gov/LawRegulation/DoddFrankAct/index.htm>

- ai sensi delle RTS dell'ESMA, tutti gli operatori (siano essi intermediari professionali o meri clienti) in derivati OTC che ricadano nelle previsioni dell'EMIR avranno l'obbligo di attivarsi per rispettare l'obbligo della compiuta e tempestiva documentazione delle operazioni concluse tramite confirmation; al contrario, nella regolamentazione USA solo i soggetti che operano normalmente e professionalmente in derivati (e ricadenti nelle categorie di "Major Swap Participant" o "Swap Dealer") avranno l'obbligo di predisporre le confirmation delle operazioni, mentre il cliente finale dovrà solo attivare procedure interne che prevedano una sua tempestiva reazione per concordare tempestivamente sui termini delle confirmation proposte dalle controparti;

- le RTS dell'ESMA si applicheranno a tutti i derivati OTC, per come individuati ai sensi delle categorie definitorie introdotte nella UE dalla MiFID, inclusi gli equity derivatives (derivati su azioni e strumenti di capitale) e i CDS su un'unica reference entity (c.d. *single name credit default swap*, derivati di credito); al contrario, le norme tecniche USA della CFTC non si applicano agli equity derivatives (che ricadono sotto la "giurisdizione" della SEC) e ai *single name CDS*.

Applicazione extra-territoriale delle nuove norme?

Infine, uno dei punti più controversi legati all'applicazione delle nuove normative (e che in questo caso accomuna sia l'EMIR sia il Dodd-Frank Act) è relativo all'applicazione "extra-territoriale" delle norme stesse. Ci si chiede, cioè, come si debbano comportare gli operatori in derivati allorquando debbano concludere operazioni con soggetti non europei (e specularmente come debbano comportarsi i soggetti statunitensi che concludano operazioni con soggetti non statunitensi), visto che, se da un lato il tentativo è quello di assoggettare a controllo e a trasparenza il mercato dei derivati OTC gestito da operatori bancari e finanziari europei (e americani) verso clientela situata potenzialmente in ogni parte del mondo, dall'altro lato le definizioni utilizzate nell'EMIR sembrano far riferimento solo a contratti e operazioni concluse tra due controparti aventi entrambe sede nell'Unione Europea. In particolare, avuto riguardo agli obblighi di mitigazione del rischio tramite predisposizione delle confirmation delle operazioni non appare chiaro come tali obblighi possano essere coercibili nei confronti di controparti "non europee" che pure dovrebbero cooperare nell'efficace e tempestiva documentazione dell'accordo sui termini di una confirmation.

3. Conclusioni

In conclusione, gli interrogativi sulle concrete modalità applicative delle nuove norme EMIR che entreranno in vigore a brevissimo (ed il cui impatto nei confronti degli operatori del mercato dei derivati sarà senz'altro rilevante) sono ancora molti e di varia natura. Gli sforzi che, fin da subito, gli intermediari finanziari italiani ed europei dovranno adottare per adempiere alle prescrizioni dell'EMIR saranno notevoli, e a tal riguardo, una maggiore chiarezza da parte delle autorità legislative e regolamentari sarebbe senz'altro auspicabile.

Come si è visto, di particolare rilevanza, per le loro implicazioni anche di politica internazionale, sono poi le potenziali sovrapposizioni tra la normativa EMIR e il Dodd-Frank Act, atteso che, almeno nella prima interpretazione fornita dalle autorità statunitensi, le prescrizioni del Dodd-Frank dovrebbero avere una portata globale ed “extra-territoriale”, nel senso di applicarsi automaticamente anche tra due controparti non USA ma quando l’operazione abbia determinati punti di contatto con la giurisdizione USA. Tuttavia, in questi giorni si stanno svolgendo incontri bilaterali tra le autorità americane ed europee al fine di trovare un accordo che eviti l’introduzione di duplicazioni di adempimenti regolamentari nei confronti degli operatori del mercato (soprattutto quando le operazioni sono concluse tra intermediari europei ed americani), stabilendo regole di equivalenza comuni che possano valere sulle due sponde dell’Atlantico⁸.

⁸ Vedasi quanto riportato dalle principali agenzie di stampa: <http://uk.reuters.com/article/2013/02/06/uk-eu-derivatives-idUKBRE9150QZ20130206>, nonché quanto già richiamato nel Comunicato Stampa del Commissario Barnier del 7 febbraio 2013 http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/barnier/docs/speeches/20130207_emir_en.pdf