

Febbraio 2014

L'impatto del regolamento Emir sui contratti derivati in corso e futuri: considerazioni di un tecnico dall'evidenza empirica

Dott. Ivan Fogliata

1. Le premesse

Il 16 agosto 2012 è entrato in vigore - in Italia e in ogni Paese dell'Europa il Regolamento EMIR - European Market Infrastructure Regulation (Regolamento UE n. 648/2012 sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni), la cui applicazione è stata prevista, con varie scadenze, tra il 2013 e il 2014.

Il Regolamento EMIR delinea un quadro normativo comune nel settore degli strumenti finanziari derivati negoziati fuori dai mercati regolamentati (c.d. Contratti Derivati OTC, come definiti nell'allegato I, Sezione C, punti da 4 a 10 della Direttiva 2004/39/CE - *Direttiva MiFID*) con il principale scopo di accrescere la trasparenza e la vigilanza regolamentare sugli strumenti *Over the Counter* in maniera uniforme a livello europeo.

Lo spirito della normativa, visto dall'alto, appare meritorio; di fatto verrà a crearsi un database centralizzato che finalmente censirà nel dettaglio il mercato dei derivati *over the counter*. Tale mercato potrebbe quindi divenire più definito per dimensioni e caratteristiche, più trasparente ma soprattutto più vigilato con vantaggio di riduzione dei rischi sistemici.

Come però amano dire nel mondo anglosassone: "*devil is in the details*", il diavolo sta nei dettagli. In questo scritto proviamo ad entrare nel merito della concreta applicazione, nell'esperienza di chi scrive, di tale regolamento sulle piccole e medie imprese italiane (controparti non finanziarie sotto soglia) controparti di derivati per capire quali serie problematiche possono emergere.

2. I nuovi "obblighi EMIR" per le Controparti non Finanziarie sotto soglia (NFC-)

Le Controparti non Finanziarie sotto soglia sono imprese che operano sotto il miliardo di euro di nozionale in derivati OTC (o tre miliardi nel caso di derivati su tassi di interesse, tassi di cambio o materie prime). In tale definizione rientra quindi la quasi totalità delle imprese italiane. Perché emergano obblighi a loro carico occorre che siano

controparti di contratti derivati stipulati prima del 16 agosto 2012 e ancora in essere a tale data, nonché di contratti stipulati a decorrere dal 16 agosto 2012¹.

2.1. Obbligo di segnalazione (reporting – Articolo 9 regolamento EMIR)

Banche ed imprese debbono segnalare tutte le operazioni effettuate su strumenti finanziari derivati, sia eseguiti “*on exchange*” che OTC.

Qualsiasi modifica (si pensi alle rinegoziazioni ad esempio) o cessazione delle stesse vanno ugualmente segnalate al Trade Repository e cioè ad un soggetto terzo che ha il compito di raccogliere e conservare in modo centralizzato le registrazioni ricevute affinché siano accessibili alle autorità di vigilanza. Tale obbligo di reporting dovrebbe entrare in vigore a partire dal 12 febbraio 2014.

Primo obbligo, prima complicazione. Le imprese dovranno dotarsi di un codice denominato LEI (*Legal Entity Identifier*) per poter “identificarsi” nelle comunicazioni col Trade Repository. Tale codice in Italia è rilasciato da Infocamere. Il disbrigo della pratica ed i costi dell’attribuzione e del canone annuo² per tale codice sono a completo carico dell’impresa. Per ottenere tale codice occorre un indirizzo di posta elettronica certificata, un device per l’apposizione della firma digitale al documento formato PDF di pre-assegnazione nonché perché no di un buon internet banking.

2.2. Obbligo di applicazione delle tecniche di mitigazione dei rischi ovvero:

A) Conferma tempestiva (Art. 11 Comma 1 Lettera a) regolamento EMIR)

Le Parti (Banca ed Impresa) che concludono un Contratto Derivato OTC devono confermare le condizioni dell’operazione il più presto possibile, con mezzi elettronici ove disponibili, e comunque entro i termini espressamente indicati dalla normativa. Tali termini vanno dalla fine della seconda giornata lavorativa sino alla fine del settimo giorno successivo, a seconda della natura della controparte.

Altro obbligo, altri problemi. Gli Istituti di credito ritengono che le Parti debbano stabilire nei loro accordi contrattuali specifici obblighi reciproci ai fini dell’applicazione della presente tecnica di mitigazione del rischio proponendo solitamente una integrazione ai contratti quadro originariamente sottoscritti. Il regolamento Emir non risulta però richiedere nello specifico tali integrazioni. Torneremo su questo argomento analizzati i successi obblighi.

¹ Ci limiteremo ad esporre le fattispecie che interessano PMI sotto soglia e con meno di 100 contratti derivati in essere.

² Attualmente rispettivamente 100 € una tantum e 50 € annui. Fonte: <https://lei-italy.infocamere.it/leii/faq.action>

B) Riconciliazione del portafoglio (Art. 11 Comma 1 Lettera a) regolamento EMIR)

Le controparti debbono mettere in atto processi formalizzati solidi, resilienti e controllabili per la riconciliazione dei portafogli. La riconciliazione del portafoglio riguarda quindi i termini cardine di ogni Contratto Derivato OTC e la loro valutazione. Per la Controparte non Finanziaria sotto soglia, la riconciliazione deve essere effettuata una volta all'anno.

Un obbligo = la fantascienza. Il regolamento EMIR impone alle parti di riconciliare fra di loro le valutazioni sui contratti derivati. Facciamo un esempio: seguendo il tenore letterale del regolamento quindi una micro impresa che vende pneumatici con tre dipendenti e che fattura 200.000 € annui dovrebbe “sedersi” con la controparte bancaria a “riconciliare” il valore del Mark to Market del proprio IRS comunicato dalla banca nonché la correttezza dei calcoli dei differenziali periodici legati ad esempio al Libor USD 6 mesi.

Ma cosa vuol dire e come si può “riconciliare un portafoglio”? Il regolamento delegato UE n. 149 del 19.12.2012 alla premessa n. 28 stabilisce che la riconciliazione deve riguardare i termini fondamentali dell'operazione dove il termine fondamentale da riconciliare è la valutazione di ciascuna operazione³. Tradotto in termini pratici significa riconciliare fra le parti il valore del Mark to Market del derivato. Il Mark to Market è il valore “di mercato” al quale in ogni momento il derivato potrebbe essere estinto od acquistato da un terzo.

Le tecniche di valutazione del mark to market sono stabilite dall'Art. 11 comma 2 del regolamento EMIR che indica di procedere a verificare il valore del derivato con dati di mercati ufficiali se disponibili oppure “*laddove le condizioni di mercato impediscano la valutazione a prezzi correnti di mercato, si ricorre a una valutazione in base a un modello prudentiale e affidabile*”⁴. Più nel dettaglio i derivati OTC, non avendo per definizione un mercato, dovranno essere valutati (ovvero ne sarà determinato il mark to market) coi modelli più diffusi per il pricing dei derivati fra cui l'attualizzazione dei flussi di cassa, i modelli per il pricing delle opzioni (il modello di Black & Sholes ad esempio) o modelli molto complessi quali la simulazione Montecarlo solo per citarne alcuni. Volendo essere precisi nel caso dei derivati OTC non sarebbe corretto parlare di mark to market ma bensì di *mark to model*. Nel gergo comune i due termini sono divenuti sinonimi a vantaggio del mark to market che viene utilizzato indifferentemente per le due fattispecie.

³ La premessa n. 28 prevede anche altri termini quali: data effettiva, data di scadenza prevista, date di pagamento o di regolamento, valore nozionale del contratto e valuta dell'operazione, strumento sottostante, posizione delle parti, convenzione sui giorni lavorativi, eventuali tassi fissi o variabili del contratto derivato OTC. E' immediato però dedurre come la valutazione del mark to market sia il cuore del problema essendo l'aspetto più complesso, volatile nel tempo e non immediatamente desumibile dal contratto come i termini di cui sopra.

⁴ Si tratta di fatto del medesimo approccio raccomandato dai principi contabili internazionali IFRS.

Vero è che l'art. 13 comma 2 del regolamento delegato UE n. 149 del 19.12.2012 prevede che la riconciliazione possa essere affidata anche ad un terzo qualificato debitamente incaricato. E' ovvio che i relativi costi sarebbero un fortissimo deterrente a tale soluzione.

In estrema sintesi, alla luce di quanto sopra, potremmo quindi definire l'attività di riconciliazione del portafoglio (in assenza di un mercato ufficiale di riferimento) come il processo di verifica della corrispondenza tra il valore del Mark to Market determinato da un contraente del derivato OTC e quello della medesima grandezza determinata dall'altro contraente. Nei casi di applicazione dell'Art. 13 comma 2 del regolamento delegato UE n. 149 del 19.12.2012 il processo verrebbe affidato ad un terzo "super partes" la cui elaborazione costituirebbe la riconciliazione stessa.

Ma come si traduce tale processo in termini pratici? L'evidenza empirica a disposizione di chi scrive mostra come le integrazioni contrattuali proposte dagli Istituti di Credito in tema di riconciliazioni abbiano contorni molto meno "sollecitanti ad un vero contraddittorio" assumendo in genere il seguente tenore testuale:

"Salvo se diversamente concordato direttamente tra il Cliente e la Banca, il Cliente prende atto e accetta che il documento con il quale la Banca provvede a comunicare al Cliente il Mark to Market di ciascun Contratto in essere tra le Parti ("Rendiconto Derivati OTC") costituisce:

- a) rendicontazione periodica dei Contratti in essere tra il Cliente e la Banca;*
- b) proposta della Banca di riconciliazione del portafoglio, inteso come l'insieme dei Contratti in essere tra le Parti in un determinato momento, ai sensi del Regolamento EMIR ("Riconciliazione")*

In mancanza di contestazioni da parte del Cliente trascorsi 15 (quindici) giorni dalla data di ricezione del Rendiconto Derivati OTC, i contenuti dello stesso si intendono confermati dal Cliente e la Riconciliazione, ai sensi della citata normativa, intervenuta".

In termini pratici quindi è immediato immaginare come le riconciliazioni di fatto avverranno in una sorta di "senso unico" con scarsissima capacità di giudizio critico e contraddittorio da parte delle PMI. E' appena il caso di rammentare come i contratti derivati prevedano nella quasi totalità dei casi come la banca sia "controparte incaricata dei calcoli".

La domanda che sorge al tecnico non giurista è la seguente: "che valore giuridico avranno tali riconciliazioni?". Saranno trattate alle stregua di una definizione periodica tombale ed inoppugnabile del derivato in quanto concordata fra le parti?

C) Gestione dei rischi e Risoluzione delle controversie (Art. 15 Comma 1 regolamento n. 149/2012)

Le Parti devono concordare tra loro procedure e processi dettagliati per l'individuazione, la registrazione e il monitoraggio delle controversie concernenti il riconoscimento o la valutazione del Contratto Derivato OTC; la risoluzione tempestiva delle controversie prevede uno specifico processo per le controversie non risolte entro 5 giorni lavorativi.

L'ultimo obbligo che andiamo ad analizzare porta con sé l'ulteriore paradosso del regolamento EMIR che impone un processo formalizzato e solido per la composizione delle controversie in assenza della reale possibilità di comprendere l'oggetto del contendere a causa dell'inevitabile gap di competenze fra le controparti impresa e banca.

3. Il regime sanzionatorio

L'art. 33 comma 1 della legge 97 del 06 Agosto 2013 modifica il Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria introducendo l'art. 193-quater che in sostanza prevede sanzioni da 2.500 € ad 250.000 € per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione delle controparti finanziarie e non finanziarie che non osservano le disposizioni del regolamento EMIR. La sanzione risulta quindi colpire non tanto l'impresa quanto gli Amministratori. Il comma 2 dell'art. 33 estende poi il regime sanzionatorio agli organi di controllo quali il collegio sindacale in caso di mancata vigilanza.

4. Conclusioni

Di fatto il regolamento EMIR crea il paradosso di collocare le PMI e le Banche sullo stesso piano; ovvero come operatori perfettamente in grado di gestire la fattispecie dei derivati OTC, che giocano ad armi pari nonché sullo stesso piano in termini di capacità tecniche e negoziali.

L'evidenza empirica che si sta concretizzando mostra come gli obblighi introdotti dall'EMIR si siano traducendo in una generale "ondata" di richiesta da parte degli Istituti di Credito di sottoscrizione di integrazioni ai contratti quadro od accordi normativi suo tempo siglati al fine di recepire il regolamento EMIR.

In tal senso le imprese verranno a trovarsi nella situazione in cui non possedendo le competenze tecniche per il pricing dei derivati e dovendo risolvere tempestivamente le controversie di fatto aderiranno inconsapevolmente ad "accordi tombali periodici" insiti negli obblighi EMIR (forse perdendo ogni possibilità di contenzioso futuro?).

A corroborare quanto sopra si aggiunge la considerazione che gli amministratori delle PMI (controparti non finanziarie sotto soglia) di fronte allo spauracchio di sanzioni saranno giocoforza orientati ad affidarsi alla controparte bancaria per tutti gli

adempimenti necessari. Non è inusuale, anzi è possibile affermare che sia la regola, che le Banche una volta che il cliente abbia ottenuto il codice LEI, richiedano che gli venga trasmesso e si offrano per adempiere loro stesse a tutti gli invii relativi al regolamento EMIR rendendo sicuramente un gradito servizio ma contribuendo a fare della fattispecie “regolamento EMIR” un completo *black box* per il cliente.