

**Marzo 2013**

***Il 15 marzo 2013 l'EMIR entra in vigore: problematiche ancora aperte e primi suggerimenti operativi***

*DLA Piper - Team Finanza Pubblica (Avv. Domenico Gaudiello, Partner; Avv. Vincenzo La Malfa, Senior Associate; Avv. Sara Pontesilli, Associate)*

Prove generali: i *Regulatory Technical Standards*, ovvero le norme tecniche di regolamentazione predisposte dall'ESMA<sup>1</sup>, in attuazione dei nuovi obblighi nascenti dal regolamento europeo 648/2012 cd. EMIR<sup>2</sup>, dopo aver superato lo scrutinio della Commissione prima, del Consiglio e del Parlamento Europei poi, sono stati pubblicati il 23 febbraio 2013 sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea ed entreranno in vigore (unitamente ai primi obblighi dell'EMIR) a partire dal 15 marzo 2013.

Le norme tecniche individuano specificatamente i contenuti di una disparata serie di obblighi ai quali i contraenti in derivati OTC dovranno conformarsi a più riprese, a partire dal 15 marzo 2013 sino all'estate 2014 quando finalmente saranno a pieno regime anche gli obblighi di utilizzo delle controparti centrali (CCP<sup>3</sup>) a fini di compensazione (*clearing*) di tutte le operazioni in derivati OTC concluse (salvo che non si tratti di operazioni infragruppo o "di copertura").

## **1. I NUOVI OBBLIGHI DELL'EMIR DECLINATI DALLE NORME TECNICHE**

### **1.1 Le soglie di operatività rilevanti**

Procedendo con ordine, la prima novità da considerare è costituita dall'obbligo per le controparti non finanziarie, ovvero i contraenti in derivati OTC diversi dalle istituzioni

---

<sup>1</sup> L'ESMA, European Securities & Markets Authority ha predisposto le norme tecniche che sono state definitivamente adottate con Regolamento Delegato (UE) n. 148 del 2013 dalla Commissione.

<sup>2</sup> Regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 4 luglio 2012, immediatamente efficace a partire dal 16 agosto 2012, benché molte delle disposizioni operative cui si riferisce entreranno in vigore a partire dal 15 marzo 2013 e poi via via in maniera scaglionata fino all'agosto 2014 quando ci sarà la piena operatività.

<sup>3</sup> Per come definite dall'articolo 2 del regolamento "persona giuridica che si interpone tra le controparti di contratti negoziati su uno o più mercati finanziari agendo come acquirente nei confronti di ciascun venditore e come venditore nei confronti di ciascun acquirente".

finanziarie (e ovviamente, dalle CCP) di procedere innanzitutto ad una verifica della propria operatività in derivati: il superamento di una determinata soglia calcolata quale somma del valore nozionale delle operazioni in derivati OTC concluse (suddivise per gruppi omogenei di operazioni) farà scattare l'assoggettamento a peculiari obblighi informativi e dichiarativi.

Le soglie rilevanti sono stabilite dall'**articolo 11** delle **norme tecniche**: al raggiungimento di anche uno solo dei valori nozionali lordi complessivi indicati in relazione alle varie tipologie di contratti derivati (di credito, su azioni, su tassi di interesse, su tassi di cambio), le suddette controparti non finanziarie che operano oltre la soglia (di seguito "NFC+", mentre quelle sotto soglia saranno indicate come "NFC-"), avranno l'obbligo di comunicare tale *status* all'ESMA e alla competente autorità nazionale, ovvero, nel nostro paese, la Consob.

Dopo la comunicazione ci sarà un periodo di osservazione di trenta giorni: qualora la media mobile dei derivati stipulati nei trenta giorni lavorativi successivi alla predetta notifica dello *status* permanga superiore alla soglia, scatterà definitivamente l'obbligo di sottoporre a *clearing* presso CCP autorizzate tutti i derivati OTC conclusi, inclusi quindi anche quelli con finalità di copertura<sup>4</sup>, o stipulati infra-gruppo<sup>5</sup> e che erano stati invece espressamente esclusi dal computo iniziale per la rilevazione delle soglie di operatività.

Invece, una successiva diminuzione dell'operatività in derivati al di sotto della soglia rilevante, farà venir meno l'obbligo di *clearing*.

## **1.2 L'obbligo di notifica dello status di NFC+**

Il sopra menzionato obbligo di notifica dello status di NFC+ entrerà in vigore a partire dal 15 marzo 2013. I dubbi e le perplessità tuttavia non mancano.

I modelli di comunicazione per la notifica di detto status non sono stati ancora resi noti dalla Consob (a differenza di quanto fatto dal proprio omologo inglese FSA che ha predisposto una bozza di comunicazione in tal senso disponibile su un'apposita sezione del proprio sito<sup>6</sup>). In attesa di indicazioni in tal senso (che verranno auspicabilmente dalla Consob nel prossimo futuro) è possibile quindi ritenere che il contenuto della notifica in questa prima fase sarà minimo e potrà limitarsi a contenere i soli dati identificativi della relativa NFC+ e il monte derivati stipulati tali da far superare la soglia rilevante per uno o più dei gruppi di operazioni considerate. Maggiori interrogativi solleva invece la tempistica per l'adempimento di tale obbligo di notifica.

<sup>4</sup> In relazione al concetto di "copertura", l'art. 10, comma 1, lettere da a) a c) delle norme tecniche fornisce una definizione del tutto nuova e che è (ovviamente) slegata rispetto a quanto fin qui considerato da Consob (nelle proprie comunicazioni, ad es. DI/99013791 del 26 febbraio 1999). Ciò comporterà un cambio di interpretazione del concetto di "finalità di copertura" degli strumenti derivati ai fini dell'EMIR.

<sup>5</sup> Il concetto di operazioni infra-gruppo è declinatorio ai sensi dell'art. 3 dell'EMIR, con precise indicazioni a seconda del fatto che si considerino gruppi cui appartenga una istituzione finanziaria e gruppi cui appartenga una istituzione non finanziaria.

<sup>6</sup> <http://www.fsa.gov.uk/about/what/international/emir/emir-notifications-and-exemptions>

Da un lato, infatti, ci si chiede se “il periodo di riferimento” (indicato all’art. 10(b) dell’EMIR) per il calcolo della soglia a partire dal 15 marzo 2013 debba quindi essere individuato nei 30 giorni precedenti all’entrata in vigore degli obblighi stessi, e dall’altro, ci si domanda se sia possibile ipotizzare un tempo massimo - e ragionevole - entro il quale porre in essere tale adempimento, laddove il Regolamento EMIR indica l’espressione notifica “immediata”, anche in assenza di indicazioni operative da parte delle autorità di controllo.

Segnaliamo infine che, per questo nuovo obbligo di notifica, così come per tutti i nuovi obblighi introdotti dall’EMIR, non sono state ancora individuate da parte della Consob le sanzioni in caso di mancato adempimento. A tal proposito, il Regolamento EMIR prevede che spetti alle legislazioni dei singoli paesi e alle autorità di controllo nazionali la definizione delle sanzioni; tuttavia, per quanto concerne l’Italia, al momento il legislatore non ha definito questi aspetti e non ha quindi permesso alla Consob di regolamentare il proprio ambito di azione.

### 1.3 Gli obblighi di conferma tempestiva delle operazioni

Oltre a quanto appena esposto, a partire dal 15 marzo 2013 sarà altresì in vigore l’obbligo di cui all’**articolo 11 paragrafo 14 lettera a)** dell’EMIR di scambiare con la controparte in derivati una conferma tempestiva dell’operazione appena conclusa.

Non può che condividersi l’intento del legislatore comunitario di fornire agli operatori e ai regolatori strumenti per una maggiore certezza nel mercato delle operazioni in derivati OTC. Tutte le NFCs (indipendentemente quindi dal superamento o meno della soglia rilevante per il *clearing*) e le controparti finanziarie (FC) saranno tenute, in relazione a derivati OTC non compensati mediante CCP, a scambiarsi le conferme di contratto con mezzi elettronici, ove disponibili, e comunque il più presto possibile in relazione ai contratti derivati conclusi (nella prassi la conclusione dell’operazione avviene spesso telefonicamente).

La **norme tecniche**, all’**articolo 12**, specificano una diversa tempistica per l’obbligo dello scambio di conferme del contratto in dipendenza della natura della controparte, nonché della tipologia di operazione conclusa, che va dalla fine della seconda giornata lavorativa sino alla fine del settimo giorno successivo<sup>7</sup>. Tutte le tempistiche indicate

<sup>7</sup> Una tabella riassuntiva delle suddette scadenze potrebbe essere la seguente:

Operazione (conclusa tra)	CDS	IRS	Equity	FX	Commodity	Altre

nelle norme tecniche subiranno comunque delle riduzioni nel periodo di adattamento (tra il 2013 e il 2014) per divenire definitive, per la maggior parte, a far data dal 31 agosto 2014.

Inoltre le norme tecniche, con una norma di chiusura, prevedono che le FC debbano comunicare mensilmente alla competente autorità nazionale, secondo una procedura da ciascun contraente individuata, le operazioni in derivati non oggetto di conferma che sono state in essere tra le parti per più di cinque giorni lavorativi. La portata di tale previsione solleva talune perplessità, anche alla luce della mancata previsione delle sanzioni o possibili conseguenze in capo alle parti di tale mancata comunicazione.

Riteniamo che l'implementazione delle procedure interne per adempiere a tale obbligo di scambio tempestivo di conferme di contratto comporti un impegno rilevante soprattutto in relazione alle NFC- (e cioè quelle società che hanno un'operatività in derivati che rimane al di sotto delle soglie previste dalle norme tecniche e le cui operazioni non saranno soggette agli obblighi di *clearing*). Dal punto di vista organizzativo, infatti, avuto anche riguardo alle modalità spesso telefoniche o via email di conclusione delle operazioni (e, aspetto non secondario, anche alla prassi per cui fino ad oggi non sempre alla Trade Date o alla Execution Date delle operazioni seguiva lo scambio tempestivo delle conferme di contratto) è prevedibile pensare che gli operatori dovranno dotarsi di procedure specifiche (ed eventualmente personale dedicato a tali nuove mansioni) per poter adempiere e monitorare la *compliance* a tale obbligo.

<b>FC / NFC+</b>	t+2 (t+1 post 28.2.2014)	t+2 (t+1 post 28.2.2014)	t+3 (t+2 dal 31.8.2013 al 31.8.2014) (t+1 post 31.8.2014)	t+3 (t+2 dal 31.8.2013 al 31.8.2014) (t+1 post 31.8.2014)	t+3 (t+2 dal 31.8.2013 al 31.8.2014) (t+1 post 31.8.2014)	t+3 (t+2 dal 31.8.2013 al 31.8.2014) (t+1 post 31.8.2014)
<b>FC / NFC-</b>	t+5 (t+3 dal 31.8.2013 fino al 31.8.2014) (t+2 post 31.8.2014)	t+5 (t+3 dal 31.8.2013 fino al 31.8.2014) (t+2 post 31.8.2014)	t+7 (t+4 dal 31.8.2013 fino al 31.8.2014) (t+2 post 31.8.2014)	t+7 (t+4 dal 31.8.2013 fino al 31.8.2014) (t+2 post 31.8.2014)	t+7 (t+4 dal 31.8.2013 fino al 31.8.2014) (t+2 post 31.8.2014)	t+7 (t+4 dal 31.8.2013 fino al 31.8.2014) (t+2 post 31.8.2014)
<b>NFC+ / NFC-</b>	t+5 (t+3 dal 31.8.2013 fino al 31.8.2014) (t+2 post 31.8.2014)	t+5 (t+3 dal 31.8.2013 fino al 31.8.2014) (t+2 post 31.8.2014)	t+7 (t+4 dal 31.8.2013 fino al 31.8.2014) (t+2 post 31.8.2014)	t+7 (t+4 dal 31.8.2013 fino al 31.8.2014) (t+2 post 31.8.2014)	t+7 (t+4 dal 31.8.2013 fino al 31.8.2014) (t+2 post 31.8.2014)	t+7 (t+4 dal 31.8.2013 fino al 31.8.2014) (t+2 post 31.8.2014)

(fonte: <http://regulatoryreform.wordpress.com/2013/03/12/conforming-to-emir-confirmations>)

#### **1.4 L'obbligo di valutazione quotidiana tramite il metodo del mark-to-market/mark-to-model**

La suddetta considerazione è valida anche in relazione ad un altro degli obblighi in vigore dal prossimo 15 marzo, ovvero (ai sensi dell'**articolo 11 comma 2** dell'**EMIR**) la necessità di operare una valutazione a prezzi correnti di mercato per determinare il valore dei contratti derivati in essere con il metodo del mark-to-market (già largamente in uso presso gli intermediari finanziari) o del mark-to-model (qualora il metodo del mark-to-market non fosse utilizzabile o disponibile).

Tale obbligo si estende alle sole NFC+ e alle FC. Dal tenore letterale della norma non appare molto chiaro, tuttavia, se tale adempimento sia richiesto e debba essere posto in essere quotidianamente a livello di procedura interna, ovvero se gli operatori possano limitarsi a dotarsi di sistemi informatici e software per il calcolo su base quotidiana del mark-to-market/mark-to-model di tutte le proprie operazioni, e siano quindi in grado di avere strutture tecniche e personale specializzato in grado di operare, ove occorra, il valore del derivato su base giornaliera. Tale ultima opzione interpretativa appare preferibile, quanto meno in relazione alle NFC+, anche se sarà necessario attendere indicazioni operative dalle autorità, benché al momento sembra che né i primi commentatori, né le associazioni di categoria, abbiano rivolto particolare attenzione a tale specifico aspetto.

Nelle more delle prime applicazioni di tali obblighi, non si può che ribadire l'opportunità che le FC e le NFC+ interessate procedano ad una sorta di riorganizzazione interna dei ruoli individuando specifiche figure professionali da dedicare a questi nuovi compiti.

## **2. L'INTERVENTO DELL'ISDA**

In questo quadro, alcune indicazioni circa le concrete modalità operative per adempiere alla nuova normativa EMIR e alle relative norme tecniche provengono dall'ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*). In particolare, dopo aver fornito una serie di propri commenti alle norme tecniche (nella fase durante la quale le stesse erano state circolate in bozza dall'ESMA al fine di stimolare un dibattito tra gli operatori<sup>8</sup>), l'ISDA ha pubblicato in data 8 marzo 2013 un proprio primo "pacchetto" documentale.

La documentazione messa a disposizione dall'ISDA consiste in: (i) un *ISDA 2013 EMIR NFC REPRESENTATION PROTOCOL*, e (ii) uno schema di *timely confirmation standard wording*.

---

<sup>8</sup> A tal riguardo, si veda l'articolo pubblicato da [dirittobancario.it](http://dirittobancario.it) "Nuovo Regolamento EMIR sui Derivati OTC: i commenti ISDA agli RTS dell'ESMA approvati il 07.02.2013 dal Parlamento Europeo", disponibile al link <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/finanza/nuovo-regolamento-emir-sui-derivati-otc-commenti-isdar-ts-esma-approvati-dal-parlamento-europeo>

## 2.1 L'ISDA protocol

Tramite il “protocol” dell'ISDA gli operatori in derivati OTC che hanno utilizzato il Master Agreement ISDA per documentare le proprie operazioni con le loro controparti potranno con un'unica “adesione” al protocollo integrare automaticamente tutti i Master Agreements in essere con le varie controparti che si intendano coperti dal protocol (i c.d. “Covered Master Agreement”).

Il protocol potrà essere utilizzato, in particolare, per dichiarare il proprio *status* di NFC+ o NFC- (o, in via residuale, di FC) dal quale discendono particolari conseguenze operative circa le future obbligazioni delle parti sui derivati OTC che saranno concluse. Il sistema dell'ISDA protocol fa sì che, in sostanza, una parte che abbia sottoscritto un ISDA Master Agreement con un'altra parte possa conoscere quale sia la dichiarazione di *status* della propria controparte e regolarsi di conseguenza in relazione agli obblighi di *clearing* dell'operazione e agli altri obblighi di mitigazione del rischio nascenti dall'EMIR, purché entrambe siano “Adhering Party” del protocol.

Ovviamente, va precisato che l'utilizzo del protocol ha mere finalità di integrazione dei contratti bilaterali già conclusi o da concludersi tra due Adhering Parties e peraltro solo di quelli documentati tramite ISDA Master Agreement, e ciò non inciderà in alcun modo sull'obbligo di ciascuna NFC+ di notificare alla propria autorità competente (la Consob in Italia) il proprio *status* (a seguito, ad esempio, del superamento della soglia di rilevanza).

Nello specifico, il protocol fornisce (a dire il vero con un linguaggio e una tecnica di integrazione non proprio intuitiva) una documentazione standard tramite cui (i) sarà possibile dichiarare il proprio status ai fini degli obblighi dell'EMIR, (ii) sarà in futuro possibile variare tale comunicazione dello status, al verificarsi di determinati eventi, (iii) si regolano gli eventuali pagamenti (c.d. “*Balancing Payments*”) che potrebbero essere richiesti da una parte all'altra al verificarsi di mutamenti di status della propria controparte che facciano scattare obblighi di *clearing* (o che al contrario facciano cessare l'obbligo di *clearing* e facciano comunque scattare gli altri obblighi di mitigazione dei rischi dell'operazione previsti dall'EMIR) che in precedenza non erano stati presi in considerazione e che pertanto potrebbero far lievitare i costi associati alla gestione di una determinata operazione, e (iv) si forniscono alcune minime indicazioni per gestire l'eventuale non corretta rappresentazione iniziale, ovvero l'inadempimento a tali obblighi di notifica dell'eventuale mutamento del proprio *status* quali Additional Termination Events dell'operazione, da gestire quindi con i consueti metodi previsti dalla Section 6(e)(ii) dell'ISDA Master Agreement.

Infine, una delle problematiche più spinose dell'EMIR e che viene a ben vedere solo “sfiorata” dal protocol è la questione dell'extraterritorialità: vale a dire la portata extra-UE di alcuni obblighi della normativa EMIR anche nei confronti di operatori non residenti in uno Stato membro, ma la cui operatività in derivati OTC possa avere “*effetto diretto, rilevante e prevedibile nell'Unione o laddove tale obbligo sia*



necessario ed opportuno per evitare l'elusione delle disposizioni del regolamento EMIR" (articolo 11, paragrafo 12 EMIR). In questo quadro, l'ISDA ha previsto che il protocol possa essere utilizzato per operare la notifica del proprio status non solo da parte delle FC e NFCs dell'Unione Europea, ma anche da parte di entità di paesi terzi, e che - sulla base della propria autonoma valutazione e considerazione - sarebbero ricadute in una delle categorie (FC, NFC+ o NFC-) stabilite dall'EMIR qualora avessero posto la propria sede all'interno dell'Unione Europea.

## 2.2 Lo schema di *timely confirmation standard wording*

Unitamente al protocol, l'ISDA ha diffuso una bozza di modello di *amendment* contrattuale (*timely confirmation standard wording*) da usarsi potenzialmente tra le parti (qualora queste lo desiderassero e su base assolutamente volontaria) per modificare e integrare gli ISDA Master Agreements conclusi e allocare le responsabilità in capo ad una di esse in relazione al rispetto dell'obbligo di documentare tramite tempestiva confirmation le operazioni in derivati concluse tra le stesse.

Lo schema contrattuale, che ovviamente potrà essere ulteriormente oggetto di modifica e/o di negoziazione e integrazione tra le parti, ha quantomeno il merito di evidenziare alcuni aspetti che le parti dovranno tenere in particolare considerazione nella regolamentazione dei loro rapporti.

In sostanza, tramite lo schema dell'ISDA le parti potranno stabilire:

- (i) a quale di esse spetterà produrre la confirmation da predisporre nel rispetto delle tempistiche stabilite dall'EMIR e dalle norme tecniche;
- (ii) se utilizzare il principio della "*negative affirmation*" proposto dall'ISDA già in sede di primo commento alla bozza di norme tecniche. Tramite detto principio la parte che riceve la bozza di confirmation predisposta dall'altra parte si riterrà aver tacitamente accettato la proposta di confirmation ricevuta qualora non invii entro una specifica scadenza prevista nell'*amendment* contrattuale un'apposita nota con richieste di modifica e/o integrazioni ("*Not Confirmed Notice*") alla confirmation precedentemente ricevuta;
- (iii) decidere che tipo di conseguenze si potranno verificare nel caso di inadempimento ai nuovi obblighi nascenti dall'EMIR per come regolamentati tramite questo atto integrativo e modificativo dei contratti quadro ISDA, e cioè se detto inadempimento costituirà un Event of Default (e quindi ai sensi della Section 5(a) dell'ISDA Master Agreement), ovvero un Additional Termination Event (di cui alla Section 5(b) dell'ISDA Master Agreement).

### 3. CONCLUSIONI

In base alla panoramica che precede emerge che sia le istituzioni finanziarie (FC) sia - soprattutto - le società non finanziarie che operano in derivati (NFC+ e NFC-) non sembrano essere (né potrebbero esserlo) del tutto pronte per affrontare i nuovi obblighi dettati dalla normativa. Le società non finanziarie, in particolare, dovranno attrezzarsi per acquisire competenze e definire apposite procedure interne per gestire al meglio questo passaggio regolamentare.

Quanto alle future scadenze e al calendario dell'entrata in vigore degli altri obblighi dell'EMIR si segnala che gli obblighi di *reporting* presso apposite Trade Repositories delle informazioni essenziali relative alle operazioni in derivati OTC entreranno in vigore dal 1 luglio 2013 con diverse modulazioni a seconda della tipologia dei derivati interessati<sup>9</sup>, quelli di *clearing* delle operazioni presso CCP a ciò autorizzate dall'estate 2014, mentre le altre misure per la riconciliazione dei portafogli, la (eventuale) compressione dei portafogli di derivati (che si ha tra due controparti che abbiano in essere un elevato numero di operazioni al fine di facilitarne la gestione) e la risoluzione delle dispute circa il valore rilevato delle operazioni (*dispute resolutions*) saranno obbligatori a partire dal 15 settembre 2013, ovvero dopo 6 mesi dall'entrata in vigore dei primi obblighi.

A quanto pare siamo solo all'inizio di un cambiamento che si annuncia epocale per tutto il settore dei derivati OTC.

---

<sup>9</sup> L'obbligo di reporting sarà in vigore in relazione a tutti i credit derivatives e gli interest rate swaps dal 1 luglio 2013 (nel caso in cui la Trade Repository sia stata registrata prima del 1 aprile 2013), ovvero 90 giorni dalla registrazione della Trade Repository ed in ogni caso dal 1 luglio 2015 (con obbligo di reporting direttamente all'ESMA).

In relazione a tutte le restanti tipologie di contratti derivati gli obblighi di reporting saranno in vigore dal 1 gennaio 2014 (qualora la Trade Repository venga registrata prima dell'ottobre 2013 ovvero 90 giorni dalla registrazione della Trade Repository) ed in ogni caso dal 1 luglio 2015 (con obbligo di reporting direttamente all'ESMA).