

Ottobre 2014

## **Derivati su commodity e sull'energia: l'ESMA traccia nuove linee guida interpretative per l'individuazione dei contratti**

*Vincenzo La Malfa, Senior Associate, DLA Piper*

### **1. Premessa**

L'ESMA ha pubblicato il 29 settembre 2014 la bozza in consultazione di un nuovo *paper*<sup>1</sup> (“**Consultation Paper**”) nel quale si affrontano alcune importanti tematiche relative all'esatta definizione di “strumenti finanziari derivati” per come individuati dalla Direttiva 39/2004/EC (“**MiFID I**”). In particolare, il Consultation Paper mira a definire gli esatti contorni dell'attività in derivati su commodity (inclusi quindi i derivati sull'energia) per come previsti ai sensi delle lettere C.6 e C.7 dell'Annex 1 della MiFID I.

### **2. Scopo della consultazione**

Il Consultation Paper nasce dall'esigenza di chiarire taluni aspetti che sono da tempo all'attenzione degli operatori del settore e che hanno portato (fin dall'indomani dell'entrata in vigore della MiFID I) ad accesi dibattiti interpretativi, nonché - in diversi casi - anche a prese di posizione da parte di legislatori e autorità di vari stati membri all'interno dell'UE non sempre coerenti tra loro.

Con l'entrata in vigore del Regolamento 648/2012 (“**EMIR**”) che introduce l'obbligo di compensazione ed accentramento presso CCP delle operazioni in derivati OTC, è emersa la necessità di assicurare un complessivo coordinamento della definizione di strumenti finanziari derivati OTC in tutta l'UE. Le previsioni dell'EMIR, infatti, si basano sulle definizioni e sui concetti fissati dalla MiFID I e devono essere applicate coerentemente in tutta la UE derivando direttamente da un regolamento comunitario.

Inoltre, è importante sottolineare che le previsioni della MiFID I saranno modificate ed integrate su molteplici ed importanti aspetti con l'entrata in vigore (prevista a far data dal 3 gennaio 2017) del pacchetto regolamentare “**MiFID II**” (i.e. Direttiva 2014/65/UE, e Regolamento (UE) 600/2014). Pertanto, come chiarito dall'ESMA, le modifiche che saranno apportate all'interpretazione della MiFID I con la diffusione in

---

<sup>1</sup> Disponibile al link <http://www.esma.europa.eu/news/ESMA-consults-draft-guidelines-clarifying-definition-derivatives-under-MiFID?t=326&o=home>

formato finale del Consultation Paper saranno applicabili all'operatività in derivati solo fino all'entrata in vigore delle previsioni della MiFID II.

### **3. La situazione attuale**

Nell'attuale regime regolamentare e ai sensi della MiFID I sussistono diverse esenzioni che possono portare, in determinati casi, ad evitare che si applichino tutte le regole in tema di intermediazioni finanziaria alla conclusione di operazioni in derivati su merci e/o energia e/o diritti di emissione da parte di società che negoziano in tali strumenti.

In particolare, talune esenzioni sono basate essenzialmente sul carattere “*oggettivo*” dei contratti conclusi sull'acquisto e/o vendita di merci/energia/diritti di emissione che non avrebbero le caratteristiche minime per essere annoverati tra gli strumenti finanziari derivati. Queste esenzioni oggettive si ricavano dalla descrizione di strumenti finanziari derivati fornita dall'Annex I, sezione C, lettere C.6, C.7 e, per certi aspetti, C.10 della MiFID.

**Il Consultation Paper dell'ESMA si focalizza essenzialmente sulla corretta interpretazione da individuare ai punti C.6 e C.7 dell'Annex I della MiFID I.**

Altre esenzioni dall'applicazione della MiFID, invece, sono date dalla presenza di talune caratteristiche “*soggettive*” nei soggetti che concludono contratti che sarebbero in teoria assimilabili a derivati su merci/energia/diritti di emissione. Le esenzioni in questo caso sono fornite dall'art. 2, lettere (i) e (k) che prevedono, in estrema sintesi, specifiche esclusioni per chi:

- concluda contratti in derivati su merci/energia/diritti di emissione soltanto in via “accessoria” rispetto alla propria attività principale, considerata a livello di gruppo (e purché l'attività principale del gruppo non consista nella prestazione di servizi bancari e/o finanziari);
- svolga come propria attività principale la negoziazione per conto proprio di merci e/o contratti derivati su merci (tale esenzione non si applica per i soggetti che fanno parte di un gruppo la cui attività principale consista nella prestazione di servizi bancari e/o finanziari).

### **4. Operazioni in derivati su commodity e sull'energia: chiarimenti in merito all'applicazione del punto C.6 dell'Annex I della MiFID I**

Il Consultation Paper prevede alcuni importanti chiarimenti in merito alle concrete modalità applicative del punto “C.6” dell'Annex 1, nel quale attualmente si prevede che rientrino tra gli strumenti finanziari anche:

*Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (“future”), “swap” ed altri contratti su strumenti derivati connessi a merci quando l'esecuzione avvenga*

*attraverso il pagamento di differenziali in contanti purché negoziati su un mercato regolamentato e/o in un sistema multilaterale di negoziazione.*

In particolare, secondo l'interpretazione dell'ESMA:

(i) il punto C.6 ha un'applicazione molto ampia, tale da ricomprendere anche i contratti derivati "forward", benché detti contratti non siano espressamente richiamati nel testo della disposizione;

(ii) tuttavia, affinché dette operazioni (inclusi i forward su commodity) possano ricadere nel punto C.6 deve trattarsi di operazioni: (a) regolate mediante consegna fisica del sottostante (*physically settled*), o (b) negoziate su un mercato regolamentato o un MTF.

Laddove per *physically settled* deve intendersi, inter alia, operazioni che prevedano (i) la consegna fisica dei beni; (ii) la consegna di documenti rappresentativi dei beni o che incorporano il diritto a ricevere e/o ad acquisire una determinata quantità di detti beni; o (iii) un qualsiasi altro metodo che consenta di acquisire il diritto a ricevere una determinata quantità di beni di una certa qualità, anche senza l'immediata consegna fisica dei beni stessi (ivi inclusa ad esempio la notifica di un nominativo specifico del soggetto acquirente presso un operatore di una rete che fornisce energia).

## **5. Operazioni in derivati su commodity: chiarimenti in merito all'applicazione del punto C.7 dell'Annex I della MiFID I**

Il punto "C.7" dell'Annex I della MiFID I prevede che siano da considerarsi strumenti finanziari derivati anche:

*Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati ("future"), "swap", contratti a termine ("forward") ed altri contratti su strumenti derivati **connessi a merci** che non possano essere eseguiti in modi diversi da quelli citati al punto C.6 e non abbiano scopi commerciali, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richieste di margini.*

L'ESMA ritiene che tale previsione vada interpretata alla luce di quanto previsto dall'art. 38 del Regolamento UE 1287/2006/EC (l' "Articolo 38")<sup>2</sup>, ed in tal senso l'ESMA ritiene di poter precisare che:

---

<sup>2</sup> **Regolamento UE 1287/2006/EC - Articolo 38 - Caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati:**

**1.** Ai fini dell'applicazione dell'allegato I, sezione C, punto 7, della direttiva 2004/39/CE, si considera che un contratto che non è un contratto spot ai sensi del paragrafo 2 del presente articolo e che non rientra nell'ambito d'applicazione del paragrafo 4, ha le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati e non ha scopi commerciali **se soddisfa le condizioni seguenti:**

a) risponde ad uno dei seguenti gruppi di criteri:

(i) la categoria di operazioni descritta nel punto C.7 deve tenersi ben distinta da quella di cui al punto C.6, e si applica a tutte le operazioni in derivati che possano essere regolate mediante consegna fisica (*physically settled*) e che **non** siano negoziate su un mercato regolamentato o un MTF, purché si tratti di contratti su commodity che:

- (a) non siano contratti “spot” per come definiti ai sensi del comma 2 dell’Articolo 38 (e quindi 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);
- (b) non siano stati conclusi per “scopi commerciali”, per tali intendendosi esclusivamente quanto previsto ai sensi del comma 4 dell’ Articolo 38;
- (c) rientrino congiuntamente **(1)** anche in uno solo dei tre casi di cui al comma 1, lettera (a) dell’Articolo 38, e **(2)** in quanto previsto dal comma 1, lettera (b)

---

i) è negoziato 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) indica espressamente che è negoziato in un mercato regolamentato, in un sistema multilaterale di negoziazione o in un sistema di negoziazione analogo di un paese terzo o è soggetto alle regole di un tale mercato o sistema;

iii) indica espressamente che è equivalente 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) è compensato da una stanza di compensazione o da un altro soggetto che svolga le stesse funzioni di controparte centrale, o vi sono disposizioni per il pagamento o la fornitura di margini in relazione al contratto;

c) è standardizzato, cosicché il prezzo, il lotto, la data di consegna o altri termini sono stabiliti principalmente con riferimento a prezzi pubblicati regolarmente, a lotti standard o a date di consegna standard.

**2.** Ai fini del paragrafo 1, per **contratto spot** si intende un contratto per la vendita di merci, attività o diritti, in base al quale la consegna è prevista entro il più lungo dei seguenti periodi:

a) due giorni di negoziazione;

b) il periodo generalmente accettato nel mercato di quelle merci, attività o diritti come il periodo di consegna standard.

Tuttavia, il contratto non è un contratto spot se, indipendentemente dai termini espliciti, vi è un accordo tra le parti del contratto affinché la consegna del sottostante sia differita e non sia effettuata entro il periodo di cui al primo comma.

**3.** Ai fini dell’applicazione dell’allegato I, **sezione C, punto 10**, della direttiva 2004/39/CE, si considera che un contratto derivato relativo ad un sottostante di cui a tale sezione o all’articolo 39 ha le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati se è soddisfatta una delle seguenti condizioni:

a) il contratto è regolato in contanti o può essere regolato in contanti a discrezione di una o più parti, per ragione diversa dall’inadempimento o altro evento che determini la risoluzione;

b) il contratto è negoziato in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione;

c) le condizioni di cui al paragrafo 1 sono soddisfatte in relazione al contratto.

**4.** Si considera che un contratto ha **scopi commerciali** ai fini dell’applicazione dell’allegato I, **sezione C, punto 7**, della direttiva 2004/39/CE e che non ha le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati ai fini della sezione C, punti 7 e 10, di tale allegato se è stato concluso 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.

dell'Articolo 38, e (3) in quanto previsto dal comma 1, lettera (c) dell'Articolo 38;

(ii) la categoria C.7 dovrebbe pertanto ritenersi come una categoria residuale che potrebbe applicarsi a quelle operazioni che non possiedano tutti i requisiti per ricadere nella categoria C.6;

(iii) l'Articolo 38 sopra citato contiene altre importanti indicazioni per individuare nel dettaglio operazioni in derivati che ricadono nella categoria C.7 in relazione alle caratteristiche personali del soggetto che le ponga in essere (come ad esempio operazioni che siano state concluse *“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”* e siano necessarie *“per bilanciare le forniture e i consumi di energia in un determinato momento”*).

## **6. Prossimi passi e sviluppi futuri con la MiFID II**

La consultazione avviata dall'ESMA sulle previsioni del Consultation Paper si concluderà il 5 gennaio 2015. Fino ad allora tutti gli interessati potranno inviare i propri commenti ed osservazioni utilizzando l'apposita sezione del sito web dell'ESMA<sup>3</sup>.

E' interessante notare che lo scenario sopra delineato e che troverà compiuta definizione con l'emanazione delle nuove linee guida da parte dell'ESMA sarà nuovamente modificato con l'entrata in vigore delle riforme di cui alla MiFID II.

Senza pretesa di esaustività, basterà qui ricordare che con l'entrata in vigore della MiFID II:

- saranno eliminate le esenzioni di tipo “soggettivo” attualmente esistenti per le “commodity firms” che negoziano in conto proprio in derivati su commodity ed energia, e saranno riviste le definizioni sia di strumenti derivati sia commodity/energy firms (ai sensi, tra gli altri, degli articoli: 2(1)(d) ed (e); 3(1)(d) ed (e); 4(1)(2), 4(1)(16) e 4(1)(58), nonché del nuovo Annex I lettere da C.4 a C.11 della Direttiva 2014/65/UE);
- verranno introdotti nuovi e specifici obblighi per il rispetto di limiti di posizione nell'assunzione di posizioni in derivati su merci, nonché di notifica dell'assunzione di dette posizioni da parte dei soggetti gestori di una “sede di negoziazione” nella quale presso la quale si potranno eseguire le negoziazioni dei derivati su merci (vedasi a tal riguardo, in particolare, gli articoli 57 e 58 della Direttiva 2014/65/UE); e

---

<sup>3</sup> Disponibile al link <http://www.esma.europa.eu/consultation/74606/response>

- saranno conferiti maggiori poteri e specifici doveri di controllo alle autorità nazionali di vigilanza al fine di verificare il rispetto delle previsioni della MiFID II in tema di operazioni in derivati su commodities e degli obblighi di posizione e notifica sopra descritti.

Senza dubbio gli anni prossimi a venire saranno forieri di molte interessanti novità per tutti gli operatori del mercato dei derivati su merci ed energia.