

Newsletter

Dipartimento di Diritto Bancario e finanziario
EMIR REFIT: le principali novità

In data 28 maggio 2019 è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea l'atteso Regolamento (UE) 2019/834 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 maggio 2019 ("EMIR REFIT") che modifica il Regolamento (UE) 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio del 4 luglio 2012 ("EMIR").

Il nuovo regolamento – che entra in vigore il ventesimo giorno successivo alla pubblicazione in Gazzetta Ufficiale, ovvero il *17 giugno 2019* - raccoglie l'esperienza maturata nei sette anni di vigenza di EMIR, da cui è emersa l'opportunità di semplificare alcuni obblighi e requisiti regolamentari (riducendone al contempo anche i costi), in particolare quando ad essere destinatarie di tali obblighi e requisiti siano controparti di minima rilevanza sistemica.

La presente nota offre una sintesi di talune tra le più importanti novità introdotte da EMIR REFIT.

I Definizione di Controparte Finanziaria

Con EMIR REFIT la definizione di controparte finanziaria ("FC") viene modificata ⁽¹⁾ al fine di includervi solo le controparti che possano presentare un rischio sistemico significativo per il sistema finanziario.

Nello specifico, sono stati espressamente inclusi nella definizione di FC: *(i)* i depositari centrali di titoli (ad es. Monte Titoli), e *(ii)* i fondi di investimento alternativi (quali definiti all'articolo 4, paragrafo 1, lettera a), della Direttiva 2011/61/UE ("FIA") stabiliti nell'Unione Europea o gestiti da un gestore di fondi di investimento alternativi ("GEFIA") autorizzato o registrato ai sensi

¹ Art. 1(1) di EMIR REFIT, che modifica l'Art. 2(8) di EMIR.

della predetta Direttiva e, se del caso, il loro GEFIA stabilito nell'Unione (in precedenza, ai sensi di EMIR, solo i FIA gestiti da GEFIA autorizzati o registrati ai sensi della Direttiva 2011/61 rientravano tra le FC).

Sono stati invece esclusi dalla definizione di FC: **(i)** gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari ("OICVM") o i FIA creati all'esclusivo scopo di realizzare piani di acquisto di azioni a favore di dipendenti; e **(ii)** i FIA stabiliti nell'Unione o gestiti da GEFIA autorizzati o registrati ai sensi della Direttiva 2011/61 e che siano: (a) creati all'esclusivo scopo di realizzare piani di acquisto di azioni a favore di dipendenti, e (b) società veicolo di cartolarizzazione e, ove rilevante, il cui GEFIA sia stabilito nell'UE.

II Obbligo di *Clearing*

La più importante novità introdotta da EMIR REFIT riguarda senza dubbio la rivisitazione degli obblighi di *clearing*. Di seguito le principali previsioni contemplate al riguardo ⁽²⁾.

- Facoltà di scegliere se calcolare le posizioni in derivati in essere.
Con EMIR, tutte le FC erano soggette all'obbligo di *clearing* a prescindere dagli effettivi volumi che caratterizzavano la propria operatività in derivati, mentre le controparti non finanziarie ("NFC") erano soggette all'obbligo di *clearing* solo in presenza di un'operatività in derivati eccedente determinate soglie, previste dall'art. 10(4)(b).

Con EMIR REFIT, alle FC ed alle NFC che assumano posizioni in contratti derivati OTC è attribuita la facoltà di scegliere se calcolare, ogni 12 mesi, la propria posizione media a fine mese aggregata per i 12 mesi immediatamente precedenti.

Saranno soggette all'obbligo di *clearing* le FC e le NFC che scelgano di non effettuare il calcolo, o il cui calcolo abbia determinato il superamento delle soglie di compensazione previste dall'art. 10(4)(b) (le "**Soglie di Compensazione**") ⁽³⁾. In particolare, le FC e le NFC che non abbiano effettuato il calcolo, o che abbiano superato le Soglie di Compensazione saranno tenute: **(i)** a notificarlo immediatamente all'ESMA ed all'autorità nazionale competente, ed **(ii)** a stipulare entro 4 mesi dalla notifica, i relativi accordi di *clearing*.

Le FC dovranno includere nel calcolo tutti i contratti derivati OTC in essere e che siano stipulati da esse o da altre entità del gruppo di appartenenza. Le NFC dovranno invece includere nel calcolo (come attualmente già previsto da EMIR) solo i contratti derivati OTC non aventi finalità di copertura (*hedging*) che siano stipulati da esse o da altre NFC del gruppo.

Applicando il meccanismo delle Soglie di Compensazione anche alle FC, le nuove disposizioni di EMIR REFIT introducono la possibilità, anche per queste controparti, di

² Per le FC si veda in particolare l'Art. (1)(3) di EMIR REFIT, che introduce l'Art. 4*bis* nel Regolamento EMIR. Per le NFC in particolare si veda l'Art. (1)(8) di EMIR REFIT che modifica l'Art. 10 di EMIR.

³ Le Soglie di Compensazione sono le stesse previste da EMIR e sono pari a: **(i)** 1 miliardo di Euro 1 per quanto riguarda i contratti derivati di credito e i contratti derivati su azioni, e **(ii)** 3 miliardi di Euro per i contratti derivati su tassi di interesse, valute e tassi di cambio e merci. EMIR REFIT prevede che le Soglie di Compensazione siano periodicamente rivalutate da parte dell'ESMA in base all'evoluzione dei mercati finanziari.

essere esentate dall'obbligo di compensazione laddove la propria operatività in derivati sia di modesta entità (viene, così, di fatto, introdotta la categoria di "piccole FC" o *small financial counterparties* o FC-).

L'obbligo di compensazione come sopra sintetizzato opererà con riferimento ai contratti derivati OTC che appartengano a una categoria dichiarata soggetta all'obbligo di compensazione e che siano stati: **(a)** conclusi tra controparti (siano esse FC e NFC) la cui operatività ecceda le Soglie di Compensazione ovvero che abbiano scelto di non effettuare il calcolo e **(b)** stipulati o novati a partire dalla data di decorrenza dell'obbligo di compensazione, purché alla data in cui sono stipulati o novati entrambe le controparti soddisfino le condizioni di cui alla lettera (a) ⁽⁴⁾.

➤ Contratti interessati. Distinzione tra FC e NFC.

Un altro importante aspetto delle nuove norme risiede nel fatto che, per le FC, l'obbligo di compensazione si estenderà ai contratti derivati OTC appartenenti a tutte le categorie dichiarate soggette all'obbligo di compensazione (anche qualora, con riferimento ad una o più di tali categorie, la Soglia di Compensazione non risulti superata dalla FC in questione).

Per le NFC occorrerà, invece, fare una distinzione a seconda che dette controparti abbiano scelto di effettuare o non effettuare il calcolo. Nel primo caso (NFC che abbiano effettuato il calcolo), l'obbligo di compensazione sarà limitato ai soli contratti derivati OTC appartenenti alle categorie rispetto alle quali risulti superata la Soglia di Compensazione. Nel secondo caso (NFC che non abbiano effettuato il calcolo), l'obbligo di compensazione riguarderà i contratti derivati OTC appartenenti a tutte le categorie dichiarate soggette all'obbligo di compensazione.

➤ Verifica circa la sistematica sottovalutazione delle posizioni.

Secondo quanto previsto da EMIR REFIT, le FC e le NFC dovranno essere in grado di dimostrare alla autorità competente che il calcolo della posizione media a fine mese aggregata (come sopra sintetizzato) non conduca a una sistematica sottovalutazione di tale posizione ⁽⁵⁾. Questa previsione è stata introdotta a fronte del timore che la nuova metodologia di calcolo basata su dati di fine periodo (piuttosto che su una media mobile) potesse incentivare la conclusione di «operazioni cosmetiche» miranti ad eludere l'obbligo di compensazione. Per ovviare ad un simile scenario, EMIR REFIT dispone che la controparte debba essere in grado di dimostrare che le sue dinamiche operative non siano tali da portare ad una sottostima delle posizioni, ad esempio fornendo alle autorità competenti i dati relativi alle posizioni nel corso di ciascun mese.

➤ FC costituite da OICVM e FIA.

Con riferimento a queste tipologie di controparti, EMIR REFIT prevede che il calcolo delle posizioni in derivati OTC ai fini sopra richiamati debba essere effettuato a livello di singolo fondo. Inoltre, le società di gestione di OICVM che gestiscono più di un OICVM e i GEFIA che gestiscono più di un FIA devono essere in grado di dimostrare all'autorità competente interessata che il calcolo delle posizioni a livello del fondo non conduce: (a) ad una sistematica sottovalutazione delle posizioni di nessuno dei fondi che gestiscono o delle posizioni del gestore; né (b) all'elusione dell'obbligo di

⁴ Si veda l'art. 1(2) di EMIR REFIT, che modifica l'art. 4 di EMIR.

⁵ Previsione introdotta su proposta della BCE, resa nel parere dell'11.10.2017 in merito alla bozza di EMIR REFIT.

compensazione.

- Esenzione dall'obbligo di compensazione per gli schemi pensionistici.
In base alle nuove previsioni introdotte da EMIR REFIT, la temporanea esenzione dall'obbligo di compensazione originariamente prevista da EMIR per gli schemi pensionistici con riguardo alle operazioni concluse con finalità di copertura (e scaduta il 17 agosto 2018) sarà rinnovata per un periodo di due anni dalla data di entrata in vigore di EMIR REFIT ⁽⁶⁾. Alla Commissione è riservata la facoltà di prorogare ulteriormente tale termine.
- Sospensione temporanea degli obblighi di compensazione.
EMIR REFIT prevede che, in determinate ed eccezionali circostanze, l'ESMA possa chiedere alla Commissione europea di sospendere temporaneamente l'obbligo di compensazione con riferimento ad una specifica classe di contratti derivati oppure ad una specifica tipologia di controparte (ad es. quando categorie particolari di derivati non siano più idonee per la compensazione centrale obbligatoria, o quando una CCP cessi di offrire un servizio di compensazione per specifiche categorie di derivati o per un determinato tipo di controparte e altre CCP non siano in grado di subentrare ad essa con sufficiente rapidità, o ancora quando ciò sia ritenuto necessario per evitare una grave minaccia alla stabilità finanziaria)⁽⁷⁾.
- Eliminazione del cd. *frontloading*.
EMIR REFIT ha eliminato il cd. "*frontloading*" previsto da EMIR, previsione che rendeva soggette all'obbligo di compensazione anche operazioni preesistenti rispetto al sorgere dell'obbligo (ossia contratti stipulati o novati prima della data di decorrenza dell'obbligo).
- Tempistiche di applicazione delle nuove norme.
Come evidenziato anche dall'ESMA ⁽⁸⁾, non è stata prevista un'attuazione dilazionata delle nuove previsioni di EMIR REFIT in materia di *clearing*. Il motivo di tale scelta risiede probabilmente nell'intento di poter considerare del tutto "superato" l'obbligo di *clearing* per le controparti cd. di "Categoria 3" che sarebbe dovuto entrare in vigore, ai sensi di EMIR, il 19 giugno 2019. Nondimeno, l'applicazione immediata delle nuove norme potrebbe porre talune difficoltà operative soprattutto per le controparti attualmente non soggette ad obbligo di *clearing* e che lo divengano per effetto di EMIR REFIT. Nel giorno stesso di entrata in vigore di tali norme, infatti, le controparti che non intendano effettuare il calcolo o il cui calcolo ecceda le Soglie di Compensazione dovrebbero notificare immediatamente tale circostanza all'ESMA ed all'autorità nazionale competente, e le controparti che abbiano scelto di effettuare il calcolo delle proprie posizioni (come sopra sintetizzato) dovrebbero essere in grado di produrre immediatamente anche i risultati di tale calcolo. Questa tempistica rappresenta certamente una delle maggiori sfide poste dall'introduzione delle nuove norme, dal momento che le novità regolamentari in materia di *clearing* richiedono l'aggiornamento di processi operativi esistenti o la creazione di nuovi processi operativi.

⁶ Art. 1(26) di EMIR REFIT che modifica l'Art. 89(1) di EMIR.

⁷ Art. (1)(6) di EMIR REFIT che introduce l'Art. 6*bis* nel Regolamento EMIR.

⁸ *Public Statement* pubblicato sul sito dell'ESMA in data 28.03.2019.

III

Obbligo di *Reporting*

Sin dall'entrata in vigore di EMIR, gli obblighi di segnalazione (*reporting*) ivi contemplati hanno prestato il fianco a talune questioni interpretative e conseguenti difficoltà applicative. Con EMIR REFIT tali obblighi subiscono importanti modifiche, volte anche a superare tali criticità.

➤ Segnalazione da parte delle FC per conto delle NFC.

La novità forse più rilevante introdotta da EMIR REFIT circa gli obblighi di *reporting* riguarda il fatto che le FC dovranno assolvere agli obblighi di segnalazione anche per conto delle NFC loro controparti che non superino la Soglia di Compensazione ("NFC-"). Più in dettaglio, nell'ambito di operazioni in contratti derivati OTC concluse tra una FC e una NFC-, alla FC sarà attribuita l'esclusiva responsabilità, anche giuridica, di effettuare la segnalazione dei dati relativi alle operazioni per conto di entrambe le parti e di garantirne l'esattezza ⁽⁹⁾. In ogni caso, la NFC- resta tenuta a fornire alla FC i dati di cui si possa ragionevolmente supporre che la FC non abbia disponibilità, e garantirne l'esattezza. In ultimo, le NFC- possono comunque scegliere di segnalare direttamente i loro contratti derivati OTC, gravando in questo caso sulla NFC- la connessa responsabilità.

Tale previsione risulterà di particolare interesse per tutte le NFC che abbiano delegato l'attività di reportistica EMIR alle loro controparti FC. Con riferimento al cd. "*reporting* delegato", l'applicazione di EMIR aveva dato luogo a non poche problematiche applicative legate al fatto che (i) da un lato, la responsabilità per l'attività di segnalazione, anche laddove delegata ad altro soggetto, gravava comunque sul delegante, e (ii) dall'altro lato, anche in base a quanto previsto negli standard contrattuali di delega in uso, la controparte delegante non aveva una reale possibilità di controllare l'attività di segnalazione svolta, anche per suo conto, dal soggetto delegato. Tale duplice circostanza è stata foriera di criticità e dispute. Si ricorderà, inoltre, che le difficoltà dei soggetti deleganti a presidiare la correttezza delle segnalazioni effettuate per loro conto avevano portato anche ad un richiamo di attenzione da parte di CONSOB, la quale aveva, appunto, rimarcato che il soggetto che ha delegato il *reporting* – rimanendo responsabile delle segnalazioni – doveva assicurarsi di ricevere dal soggetto delegato informazioni regolari, complete e puntuali sugli esiti delle segnalazioni e il soggetto delegato doveva, a sua volta, adottare i presidi necessari ad assicurare dette informazioni.

➤ Backloading.

Con EMIR REFIT l'obbligo di "*backloading*" (segnalazione delle operazioni non più in essere al momento dell'entrata in vigore dell'obbligo di segnalazione) sarà soppresso.

➤ Operazioni infragruppo.

L'obbligo di segnalazione non troverà applicazione con riguardo alle operazioni infragruppo in cui almeno una delle controparti sia una NFC, a condizione che (i) entrambe le controparti siano soggette allo stesso consolidamento, (ii) entrambe le controparti siano soggette ad adeguate procedure di gestione centralizzata del rischio, e (iii) non abbiano come "società madre" una FC. Sarà inoltre necessario che le controparti che intendono avvalersi di tale esenzione ne informino l'autorità nazionale

⁹ Art. (1)(7) di EMIR REFIT che introduce l'Art. 9, comma 1 *bis* nel Regolamento EMIR.

competente. La *ratio* sottesa a tale modifica risiede nel fatto che le operazioni infragruppo che interessano le NFC rappresentano solo una piccola parte delle operazioni in derivati OTC e sono prevalentemente utilizzate con finalità di copertura / *back-to-back* all'interno del gruppo stesso ⁽¹⁰⁾.

- Contratti di cui siano parte OICVM o FIA.
Infine, nell'ambito di operazioni in contratti derivati OTC di cui siano parte OICVM, la responsabilità, anche giuridica, della segnalazione nonché di garantire l'esattezza dei dati segnalati è attribuita alla relativa società di gestione ⁽¹¹⁾. Analoga responsabilità è prevista in capo ai GEFIA con riguardo alla segnalazione dei dati dei contratti derivati OTC di cui siano parte i FIA da essi gestiti. Sarà pertanto opportuno riflettere chiaramente tale assetto di responsabilità nell'ambito dei relativi accordi contrattuali di delega delle attività di *reporting*.

IV CCP e Partecipanti Diretti

Ulteriori novità introdotte da EMIR REFIT sono volte ad assicurare una maggior trasparenza nell'attività delle CCP (consentendo ai partecipanti diretti una comprensione più accurata dei rischi connessi con la partecipazione alla CCP medesima) nonché ad incentivare la compensazione e migliorare l'accesso alla stessa ⁽¹²⁾.

A quest'ultimo riguardo, secondo quanto contemplato dal nuovo regolamento, in caso di insolvenza di un partecipante diretto ad una CCP, le legislazioni nazionali degli Stati Membri in materia di insolvenza non devono impedire alle CCP di effettuare il trasferimento/liquidazione delle posizioni dei clienti a condizione che le attività del partecipante diretto insolvente siano detenute dalla CCP in conti con "segregazione *omnibus*" (che consentono la distinzione tra le attività proprie del partecipante diretto e quelle detenute per conto dei suoi clienti) o conti con segregazione "per singolo cliente" (che consente anche la distinzione tra le posizioni detenute dal partecipante diretto per conto di un cliente da quelle detenute per conto di altri clienti).

* * *

EMIR REFIT entrerà in vigore il ventesimo giorno successivo alla pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, ossia il 17 giugno 2019, fatta eccezione per alcune disposizioni che entreranno in vigore successivamente. Tra queste, le disposizioni relative ai nuovi obblighi di informazione e trasparenza applicabili alle CCP, che entreranno in vigore 6 mesi dopo la data di entrata in vigore di EMIR REFIT, e le disposizioni relative all'obbligo di segnalazione da parte

¹⁰ Art. (1)(7)(a) di EMIR REFIT che modifica l'Art. 9 di EMIR.

¹¹ Art. 1(7)(b) di EMIR REFIT, che introduce l'Art. 1ter nel Regolamento EMIR.

¹² Art. 1(11) di EMIR REFIT che modifica l'Art. 39 di EMIR.

delle FC per conto delle NFC- che entreranno in vigore 12 mesi dopo la data di entrata in vigore del regolamento.

Contatti

Gregorio Consoli

Partner – Chiomenti
T. +39 02 72157 637
gregorio.consoli@chiomenti.net

Sara Cerrone

Counsel – Chiomenti
T. +39 02 72157 862
sara.cerrone@chiomenti.net

Camilla Culiersi

Associate – Chiomenti
T. +39 06 46622 275
camilla.culiersi@chiomenti.net
