



Evoluzione della normativa finanziaria e potenziali riflessi sui mercati all'ingrosso dell'energia

Giornata di studio degli Affari Giuridici dell'Autorità:

Energia e mercati finanziari

Milano, 1 febbraio 2016

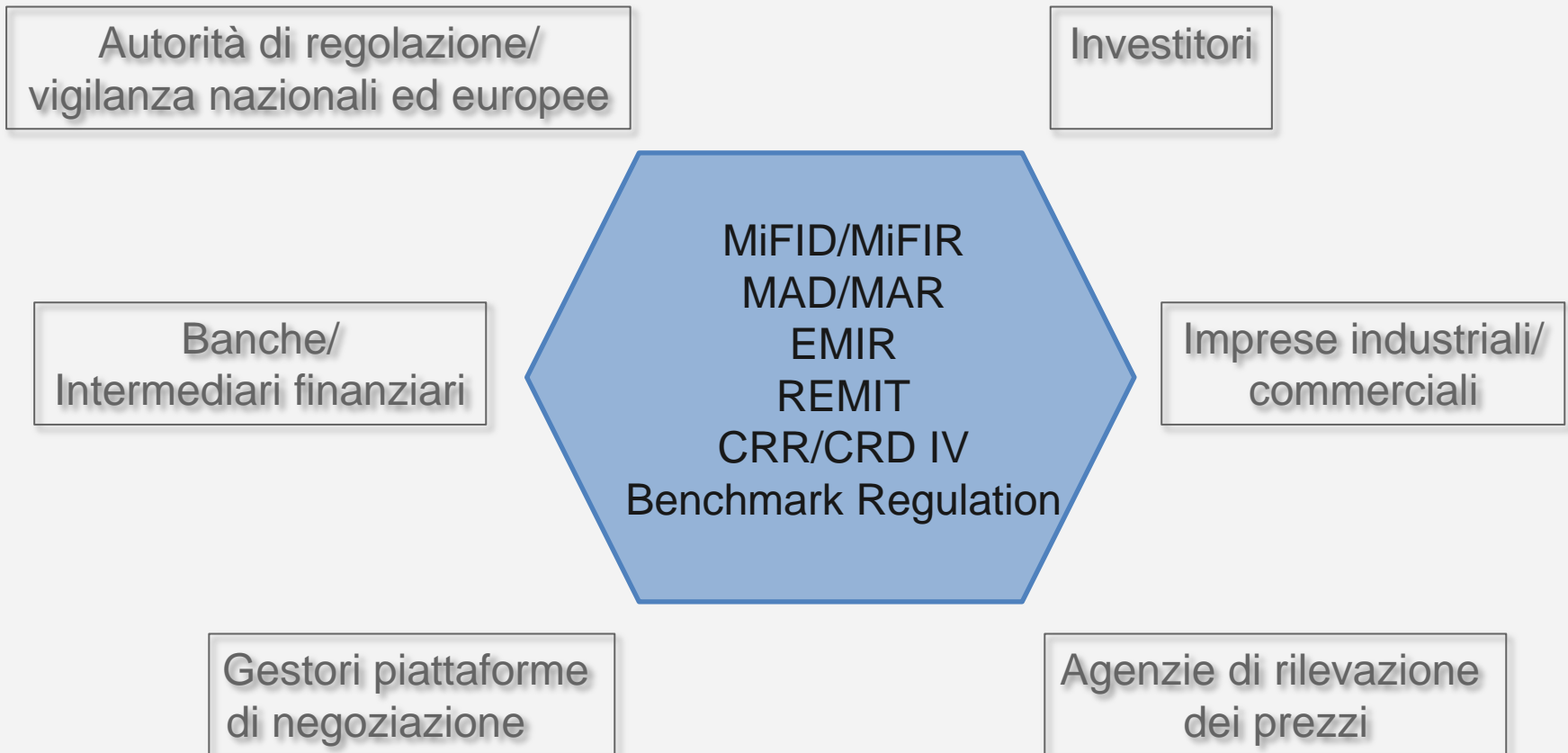
Lucia Passamonti

Direzione Mercati

OBIETTIVI DELLA REGOLAZIONE DEI MERCATI ALL'INGROSSO DELL'ENERGIA:

1. Sviluppo di mercati «fisici» (spot) efficienti e competitivi che riflettano le caratteristiche fisiche dei sistemi elettrico e gas (la qualità dei mercati «finanziari» dell'energia dipende anche dalla qualità dei mercati del sottostante)
2. Sviluppo di mercati e prodotti «derivati»:
 - a. che consentano agli operatori (anche a quelli di piccole dimensioni) di svolgere attività di trading dell'energia, riducendo la loro esposizione ai rischi di mercato, in particolare al rischio della volatilità del prezzo nei mercati «fisici»
 - b. che forniscano segnali di prezzo di lungo termine per gli investimenti
 - c. la cui liquidità sia guidata dal disegno di un mercato fisico efficiente e possa evolvere «naturalmente» verso la dimensione finanziaria
3. Stabilità, trasparenza e integrità dei mercati dell'energia sia «fisici» sia «finanziari»

... SU CUI RICADRANNO GLI EFFETTI DELLA NUOVA DISCIPLINA FINANZIARIA



CRISI FINANZIARIA 2007-2009: CAUSE E RIMEDI

1) Attività di Trading = Potenziale Abuso di Mercato

La nuova normativa, tramite il regolamento MAR, estende la disciplina sugli abusi di mercato anche ai contratti spot sulle merci. Restano, tuttavia, al di fuori del perimetro MAR **i contratti all'ingrosso spot e derivati sull'energia elettrica e il gas naturale** ai quali si applica, invece, **un regime specifico: il cosiddetto REMIT.**

2) Rischio di Controparte = Rischio Sistemico

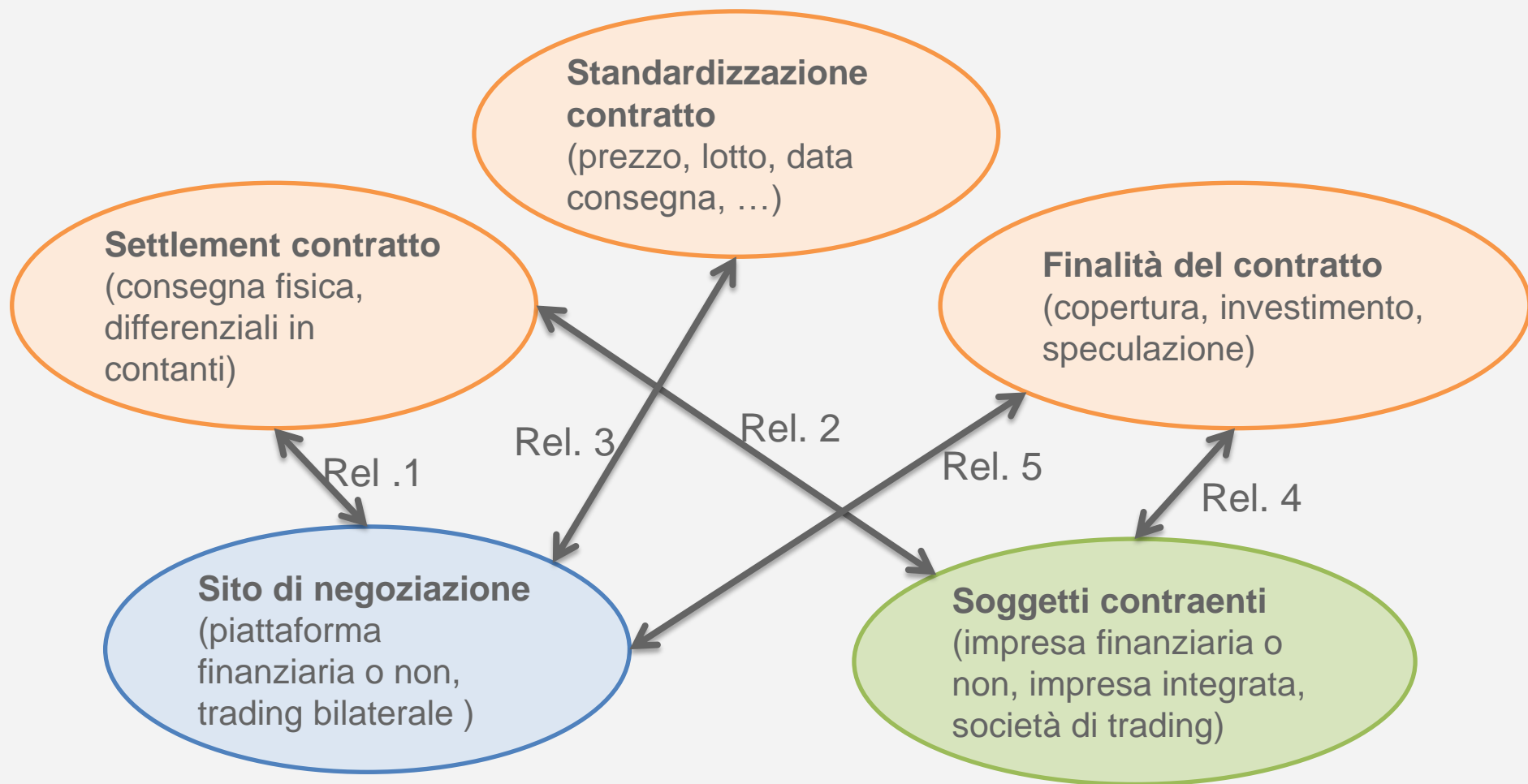
EMIR vigente: rilevanza sistemica delle **controparti non finanziarie** in funzione della dimensione dell'attività di trading di tipo speculativo (*hedging exemption*: esclusione strumenti di copertura e per esigenze di tesoreria); obblighi di compensazione tramite controparte centrale e conseguenti obblighi di negoziazione su piattaforme finanziarie coerenti con tale rilevanza.

[**EMIR review:** ESMA ha proposto alla Commissione europea di togliere l'*hedging exemption* in quanto potenzialmente distorsiva e di considerare la posizione complessiva in derivati finanziari delle controparti non finanziarie ai fini dell'assolvimento degli obblighi di compensazione e negoziazione.]

MiFID/MiFIR: limiti alle posizioni contrattuali e obblighi di trasparenza pre-contrattuale delle **controparti non finanziarie** solo per l'attività di trading di tipo speculativo su commodities (*hedging exemption*: esclusione strumenti di copertura).

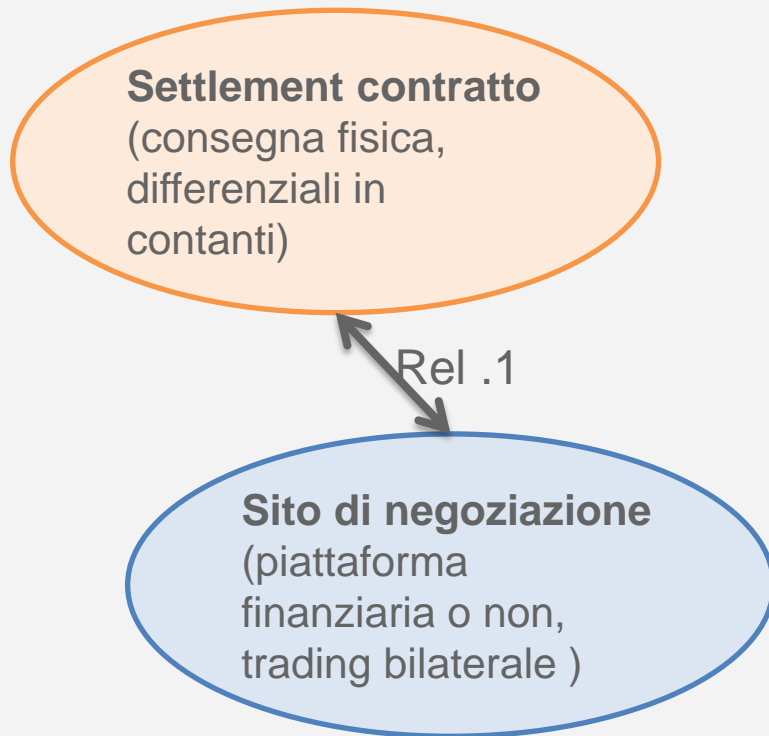
 **RICONOSCIMENTO PECULIARITA' DEL SETTORE ENERGETICO
RISPETTO AL SETTORE FINANZIARIO MA, COME SEMPRE ...
IL DIAVOLO STA NEI DETTAGLI**

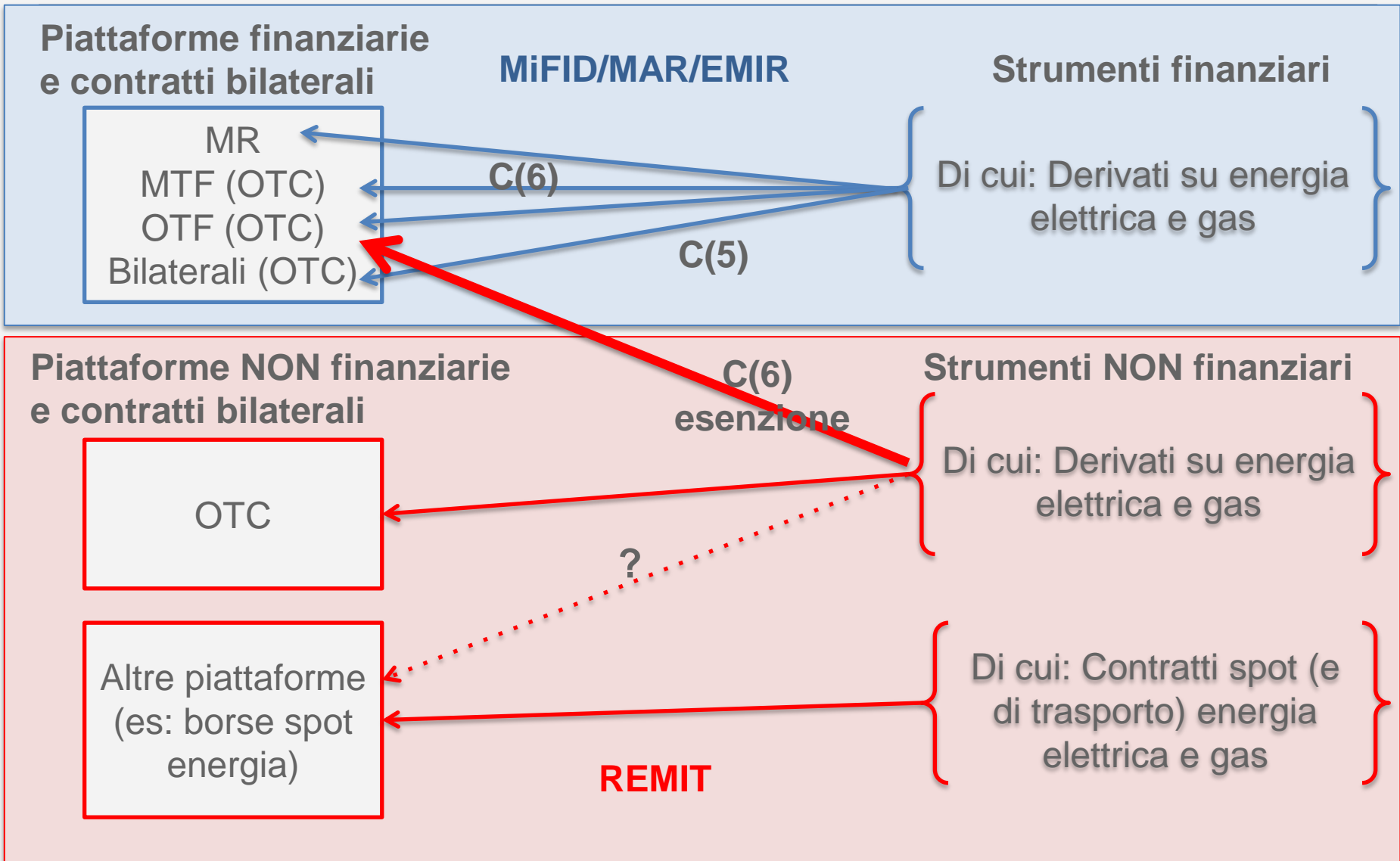
VARIABILI E RELAZIONI DISCRIMINANTI



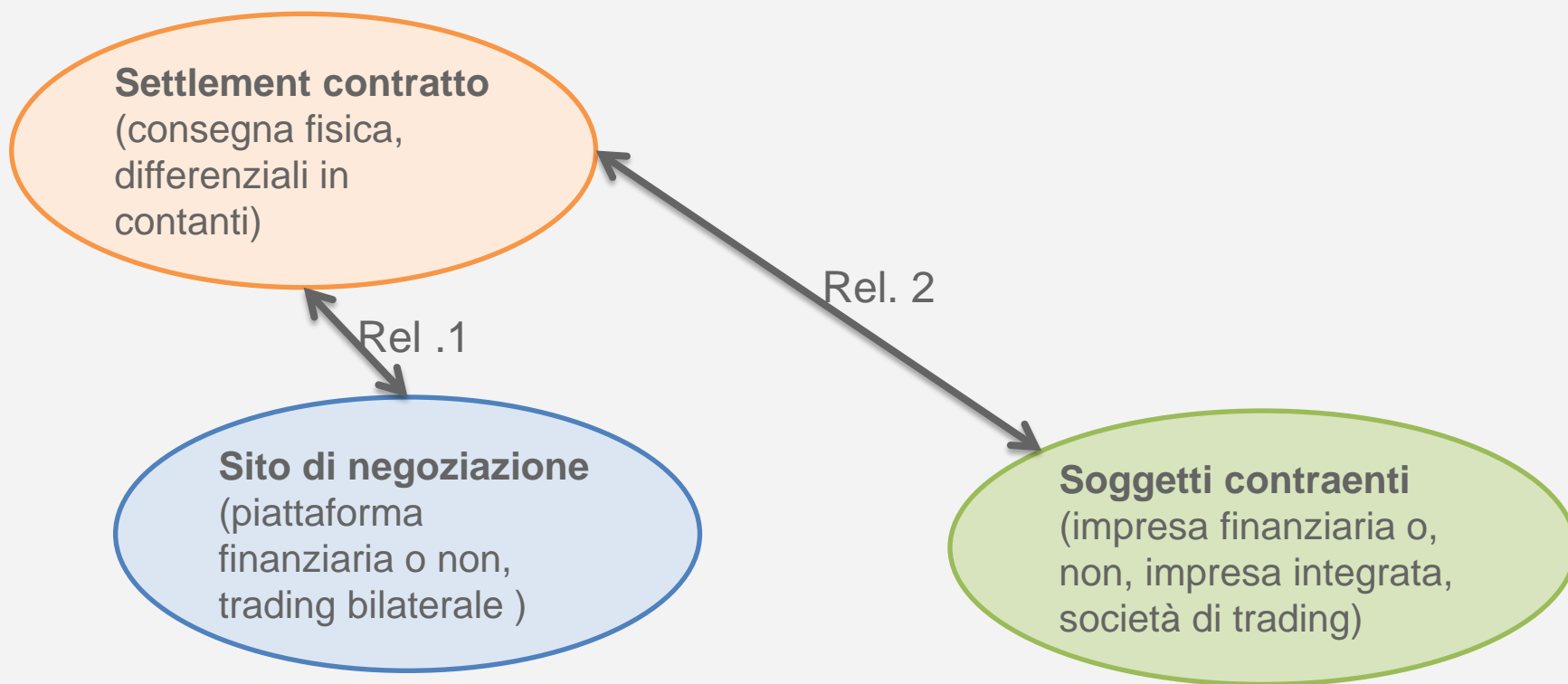


VARIABILI E RELAZIONI DISCRIMINANTI





VARIABILI E RELAZIONI DISCRIMINANTI



MiFID II, Annex 1 Section C (6)

I contratti derivati su merci che:

1. riguardano prodotti energetici all'ingrosso secondo le definizioni del Regolamento 1227/11 (REMIT);
2. prevedono in via esclusiva la **consegna fisica** del sottostante (energia elettrica e gas naturale);
3. sono negoziati su una piattaforma (finanziaria) OTF

 **NON SONO STRUMENTI FINANZIARI**

CRITICITA'

1. Possibili distorsioni in considerazione dell'introduzione di un elemento soggettivo (caratteristiche dei contraenti) nella definizione dell'oggetto negoziato. Infatti, la definizione proposta da ESMA (*) di **consegna fisica** del sottostante prevede che:
 - le controparti siano in grado di consegnare/ricevere il sottostante, ovvero l'oggetto del contratto debba essere in termini quantitativi coerente con le dimensioni dell'attività commerciale, della capacità di produzione, di stoccaggio o di consumo dei contraenti.
2. Potenziale incentivo alla migrazione dai modelli MR o MTF al modello OTF e alla scelta del modello OTF (anziché MR o MTF) per i mercati che a regolazione vigente non sono finanziari in quanto:
 - il regime REMIT è meno oneroso in termini di adempimenti (per esempio: obblighi di reportistica);
 - per gli strumenti **non** finanziari non sono previsti obblighi di pre e post-negoziazione, limiti alle posizioni contrattuali, ecc.

(*) *Technical Advice to the Commission, 19 dicembre 2014*

VARIABILI E RELAZIONI DISCRIMINANTI





MiFID II, Annex 1 Section C (7)

I contratti derivati su merci che:

1. possono contemplare la consegna fisica del sottostante;
2. non rientrano nella definizione C(6);
3. non perseguono «**scopi commerciali**»;
4. **hanno le caratteristiche di altri strumenti finanziari**



SONO STRUMENTI FINANZIARI



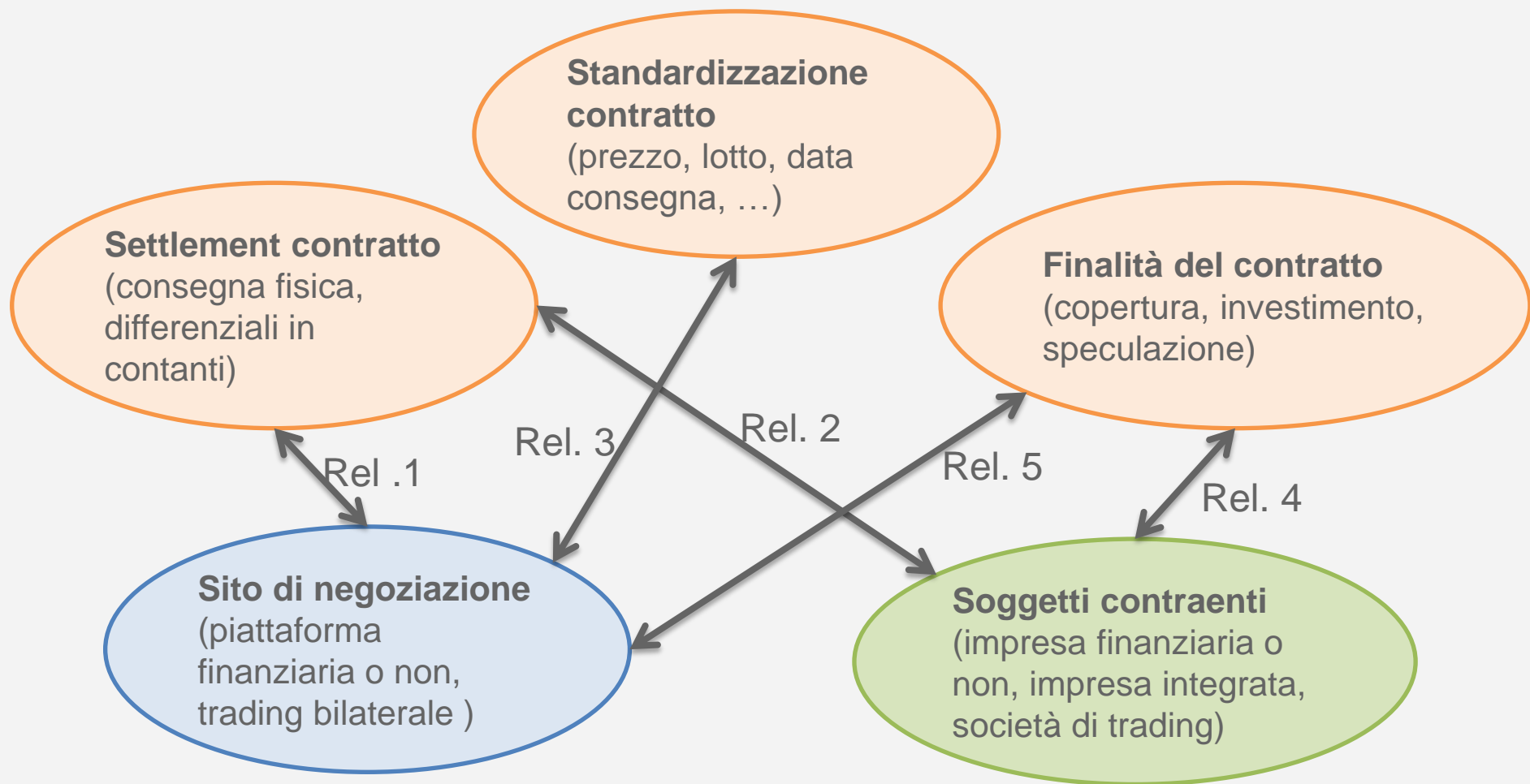
CRITICITA'

Difficoltà nell'identificazione della natura di alcuni contratti (es: contratti a copertura dei rischi di congestione sulla rete, contratti a termine per la fornitura di energia elettrica e gas, ...) in considerazione delle definizioni proposte da ESMA (*). In particolare:

- è stata confermata la definizione “ristretta” di **scopo commerciale** prevista dalla legislazione vigente ovvero applicata ai contratti conclusi con il gestore di una rete di trasmissione dell'energia, di un meccanismo di bilanciamento dell'energia o di un sistema di gasdotti, al fine di garantire il bilanciamento delle immissioni e dei prelievi in un determinato momento;
- sono state riviste le definizioni di “**caratteristiche finanziarie**” (c.d. criterio di trading) con particolare riferimento alla nozione di **equivalenza** con i contratti negoziati sulle piattaforme finanziarie (MR, MTF e OTF) in termini di prezzo, lotto, data di consegna o altri parametri.

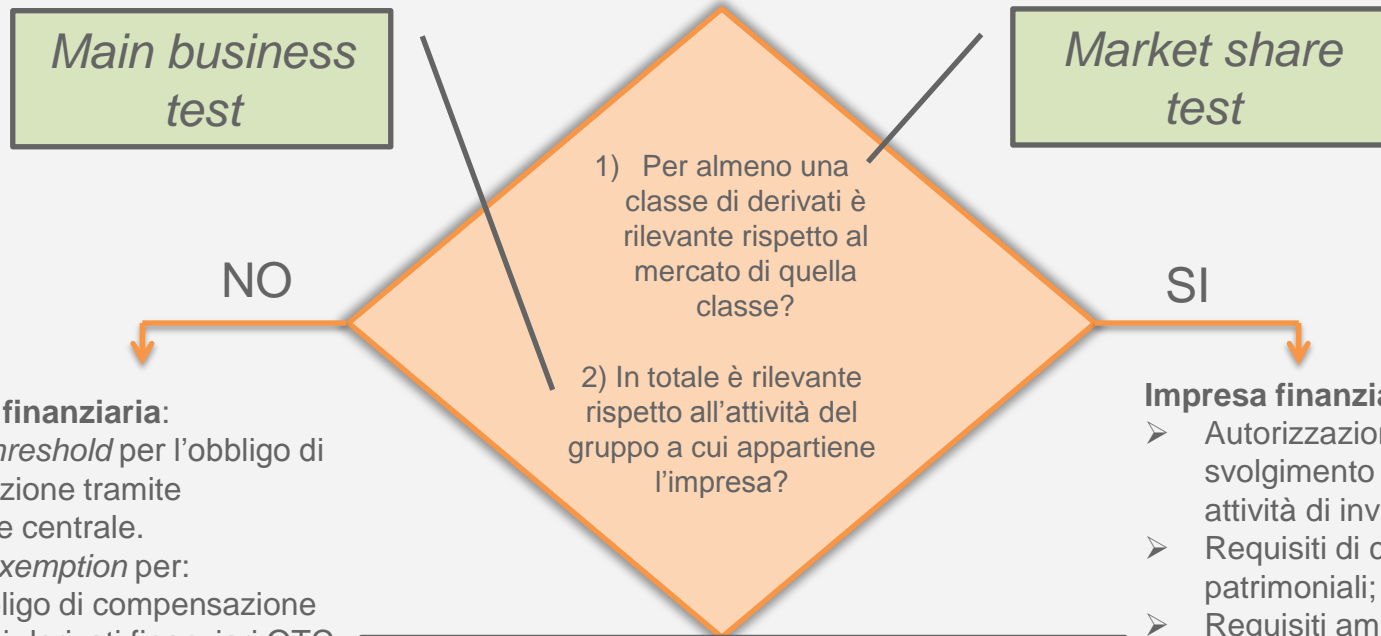
(*) *Technical Advice to the Commission, 19 dicembre 2014*

VARIABILI E RELAZIONI DISCRIMINANTI





Test «ancillary exemption» sulla dimensione del trading speculativo



Impresa NON finanziaria:

- *Clearing threshold* per l'obbligo di compensazione tramite controparte centrale.
- *Hedging exemption* per:
 - ✓ obbligo di compensazione per i derivati finanziari OTC tramite controparte centrale;
 - ✓ obbligo di negoziazione su piattaforma organizzata per i derivati finanziari OTC soggetti all'obbligo di compensazione;
 - ✓ regime dei limiti alle posizioni;
 - ✓ obblighi di trasparenza pre-contrattuale.

Elementi chiave dei due test:

- gruppo societario
- classi di strumenti finanziari considerate separatamente
- esclusione strumenti di copertura, contratti infra-gruppo per liquidità e gestione rischi, *market making*
- **attività di trading = proxy attività principale impresa**
- meccanismo di protezione (*back-stop*)

Impresa finanziaria:

- Autorizzazione per lo svolgimento di servizi e attività di investimento;
- Requisiti di capitale e patrimoniali;
- Requisiti amministrativi e contabili, organizzativi, di controllo, ...;
- Obbligo di compensazione per i derivati finanziari OTC tramite controparte centrale;
- Obbligo di negoziazione su piattaforma organizzata per i derivati finanziari OTC soggetti all'obbligo di compensazione.

CRITICITA'

In base al **disegno dei test sull'esenzione relativa ai servizi ancillari** proposti da ESMA (*) rientrerebbero nel perimetro definitorio delle imprese «finanziarie»:

- le imprese industriali/commerciali il cui trading speculativo, pur non rappresentando l'attività principale dell'impresa, risulti oltre la soglia in una sola classe di derivati finanziari; (per poter beneficiare dell'esenzione entrambi i test devono essere superati!)

In assenza di una adeguata **calibrazione dei valori soglia dei test e del meccanismo di protezione** (*backstop*), inoltre, potrebbero essere considerate «finanziarie» anche:

- le imprese industriali/commerciali che svolgono attività di *hedging* prevalentemente tramite contratti di fornitura bilaterali di lungo termine con consegna fisica, semplici o strutturati (es: *Swing Contracts, Virtual Power Plants, Load Serving Contracts*), e operazioni di *asset backed trading* (es: combinazione di operazioni di acquisto e vendita di energia e di impiego di strumenti finanziari)

(*) *Draft Technical Standards, 25 settembre 2015*



Revisione dei modelli di business e delle strategie di *risk management* :

Modello di business



MiFID I

ESENZIONE «ANCILLARY»
Compravendita energia nei mercati all'ingrosso, *hedging* e trading speculativo **anche su strumenti finanziari ≠ merci**

ESENZIONE «PROFESSIONALE»
Compravendita energia nei mercati all'ingrosso, *hedging* e trading speculativo **solo su merci**

MiFID II

ESENZIONE «ANCILLARY»
condizionata al superamento del MS e MB test

~~**ESENZIONE «PROFESSIONALE»**~~

ESENZIONE «ANCILLARY»
condizionata al superamento del MS e MB test

- 1) trasformazione della società di trading in impresa finanziaria;
- 2) possibile riduzione dell'attività di trading speculativo;
- 3) spostamento dell'attività di trading speculativo, laddove possibile, verso gli strumenti non finanziari;
- 4) integrazione verticale.





Ampliamento congiunto del perimetro soggettivo e oggettivo del settore finanziario:

- trasferimento della liquidità verso i mercati finanziari;
- aumento dei costi di *compliance* e dei costi connessi alle attività di *trading* per le imprese energetiche che oggi utilizzano strumenti non finanziari e/o beneficiano delle esenzioni ai sensi della normativa vigente, con conseguente potenziale aumento dei costi dell'energia per i clienti finali.

Esenzioni soggettive e oggettive:

- riduzione liquidità dei mercati finanziari per incentivi al contenimento dell'attività speculativa (esenzione soggettiva);
- spostamento delle attività di *trading* verso strumenti non finanziari, con conseguente trasferimento liquidità verso le piattaforme (finanziarie) dove questi strumenti sono negoziati (esenzione oggettiva) o verso i contratti bilaterali; potenziale effetto di feed-back per riduzione dell'ampiezza dell'esenzione soggettiva!.

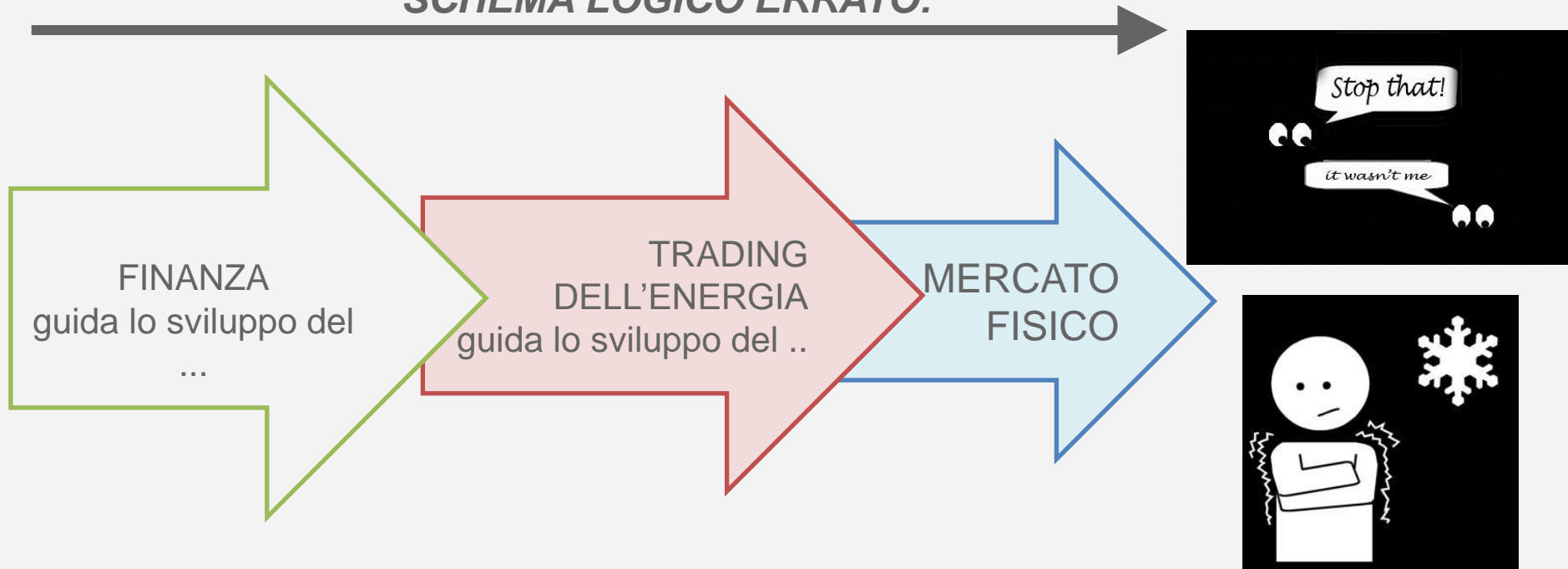
BENEFICI:

1. **Stabilità, integrità e trasparenza dei mercati?**
Sì, ma attenzione agli incentivi versus trading bilaterale
2. **Minore rischio sistemico?**
Forse poco rilevante per il settore energetico

COSTI:

1. **Costi di *compliance*?**
 - Complessità del nuovo quadro regolatorio (inclusa tempistica di attuazione);
 - Maggiori oneri per reportistica;
 - Maggiori oneri amministrativi;
 - Adeguamento requisiti patrimoniali per le imprese che diventeranno finanziarie.Sì
2. **Rischi di:**
 - Riduzione della liquidità dei mercati?
Alcune disposizioni spingono in questa direzione ma potrebbero essere controbilanciate da altre: più probabile redistribuzione della liquidità tra strumenti e luoghi di negoziazione
 - Aumento dei costi delle attività di copertura?
Dipenderà dagli esiti della redistribuzione della liquidità e dai nuovi modelli di business (es: sviluppo di *financial dealers*, integrazione verticale dei *market participants*, concorrenza tra le piattaforme di negoziazione versus «vertical silos», ...)
 - Arbitraggio regolatorio (es: tra diverse tipologie di piattaforme, tra UE e non-UE)?
Possibile, anche se alcune disposizioni potrebbero mitigarlo

SCHEMA LOGICO ERRATO:



Grazie per l'attenzione!