



# **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**

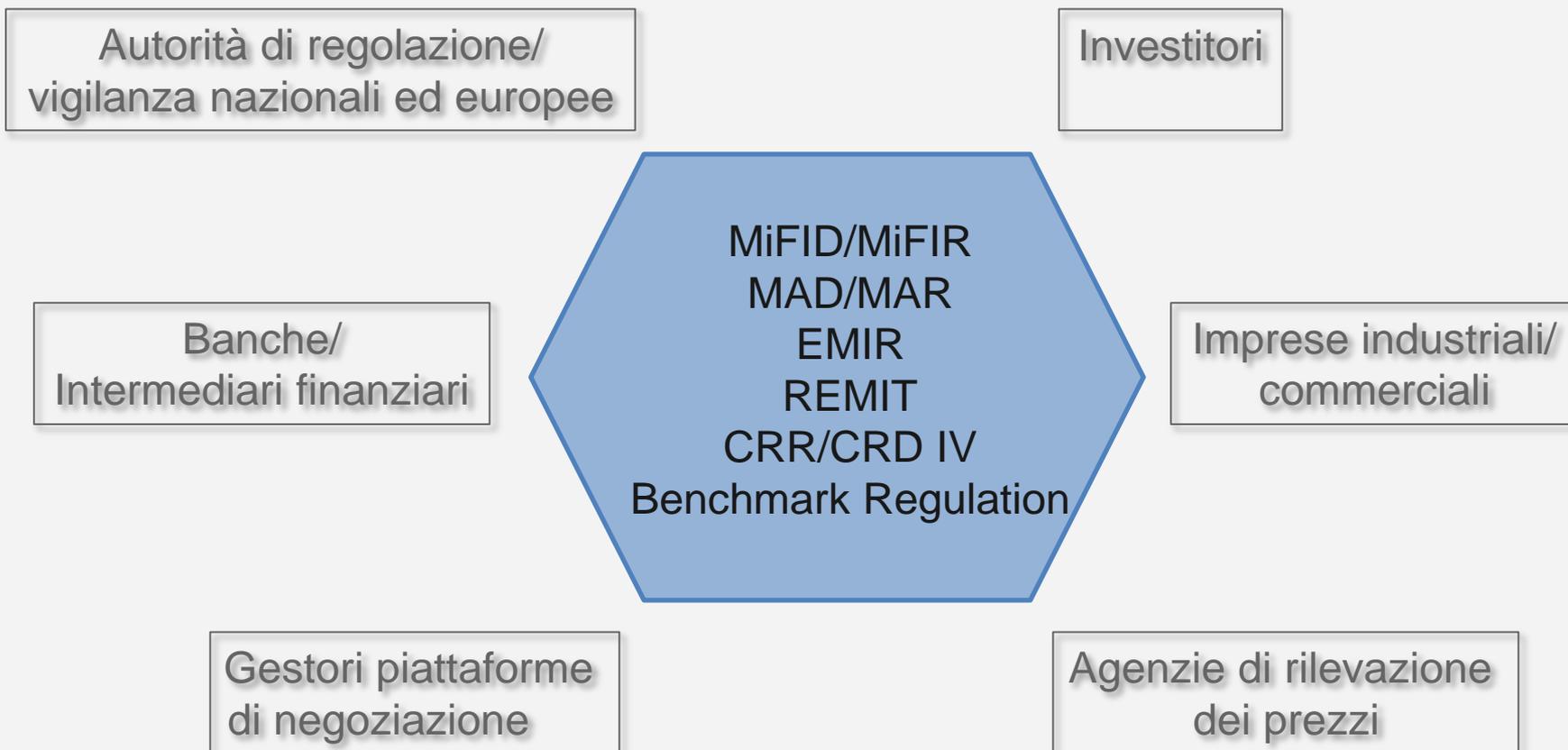
*Lucia Passamonti*

*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**

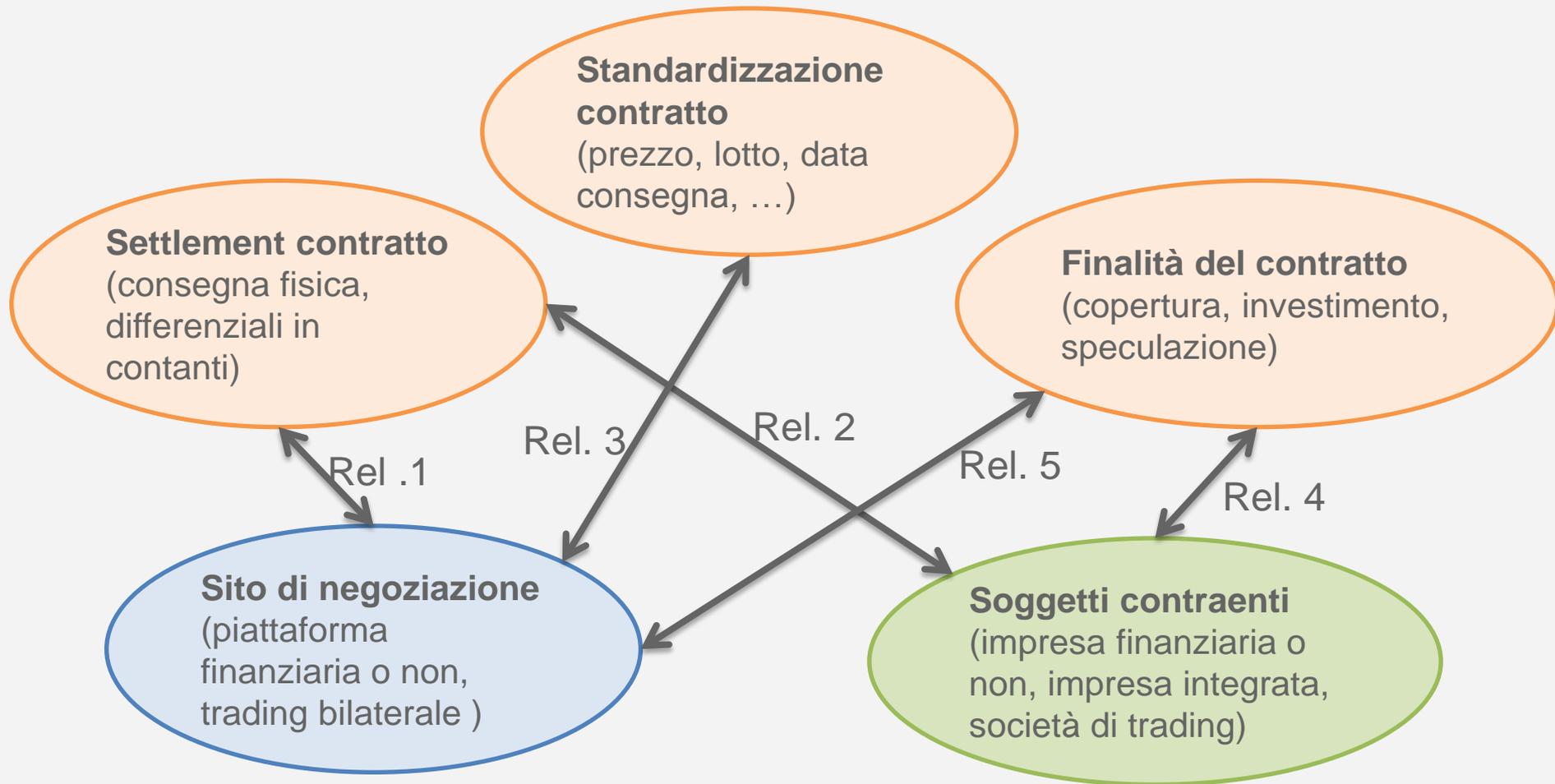
**EMIR vigente:** rilevanza sistemica delle **controparti non finanziarie** in funzione della dimensione dell'attività di trading di tipo speculativo (*hedging exemption*: esclusione strumenti di copertura e per esigenze di tesoreria); obblighi di compensazione tramite controparte centrale e conseguenti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

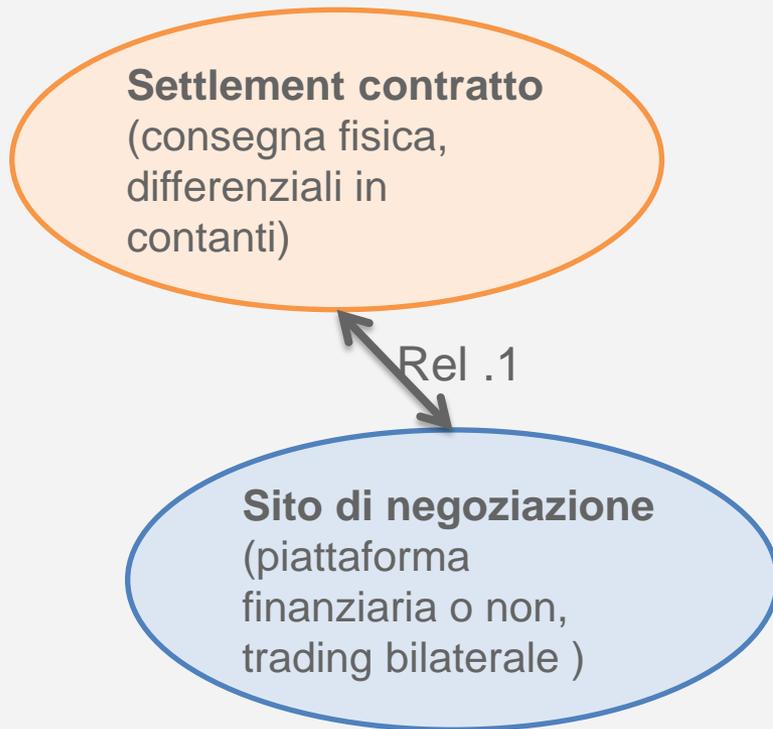
 **RICONOSCIMENTO PECULIARITA' DEL SETTORE ENERGETICO  
RISPETTO AL SETTORE FINANZIARIO MA, COME SEMPRE ...  
IL DIAVOLO STA NEI DETTAGLI**

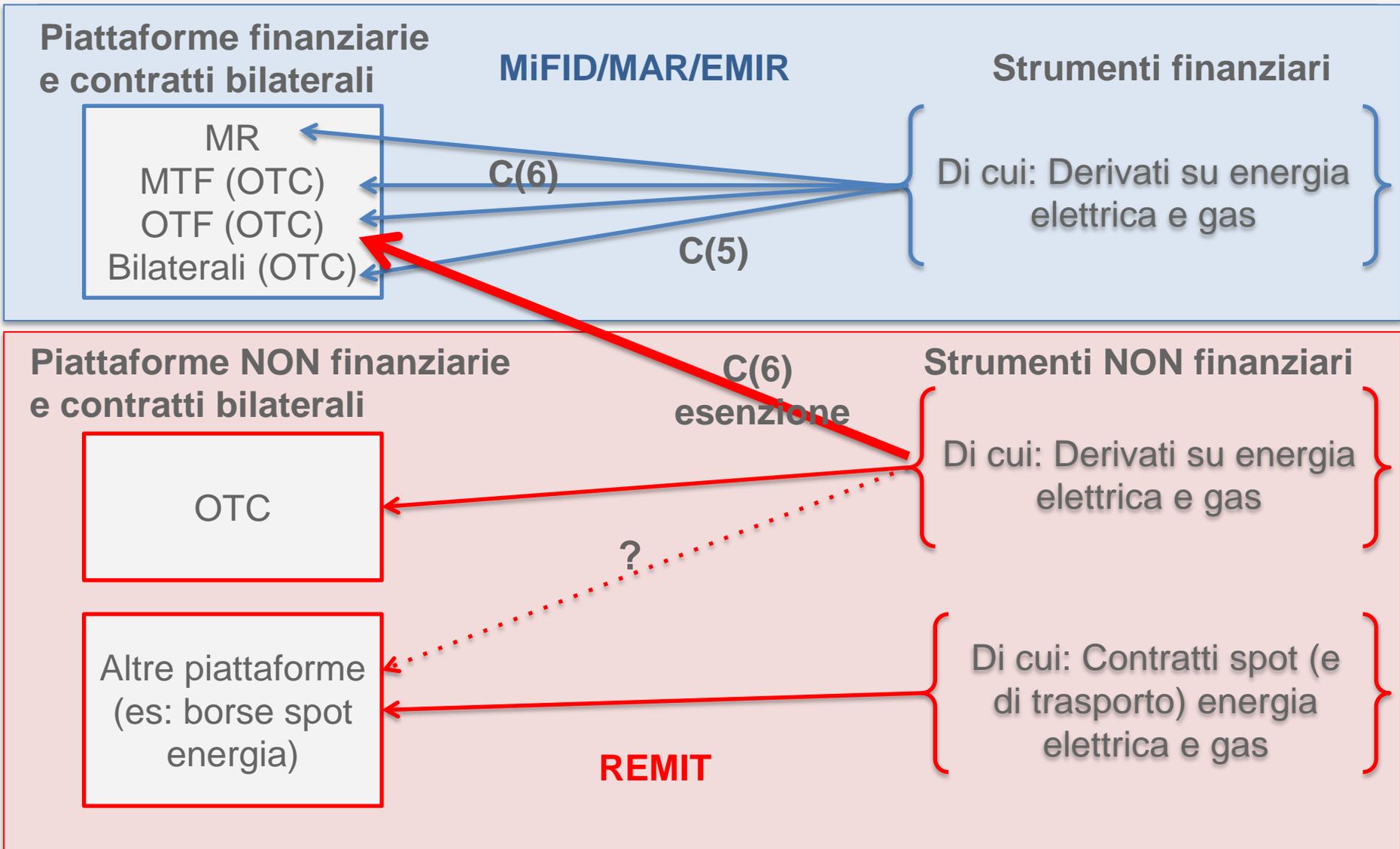
## VARIABILI E RELAZIONI DISCRIMINANTI



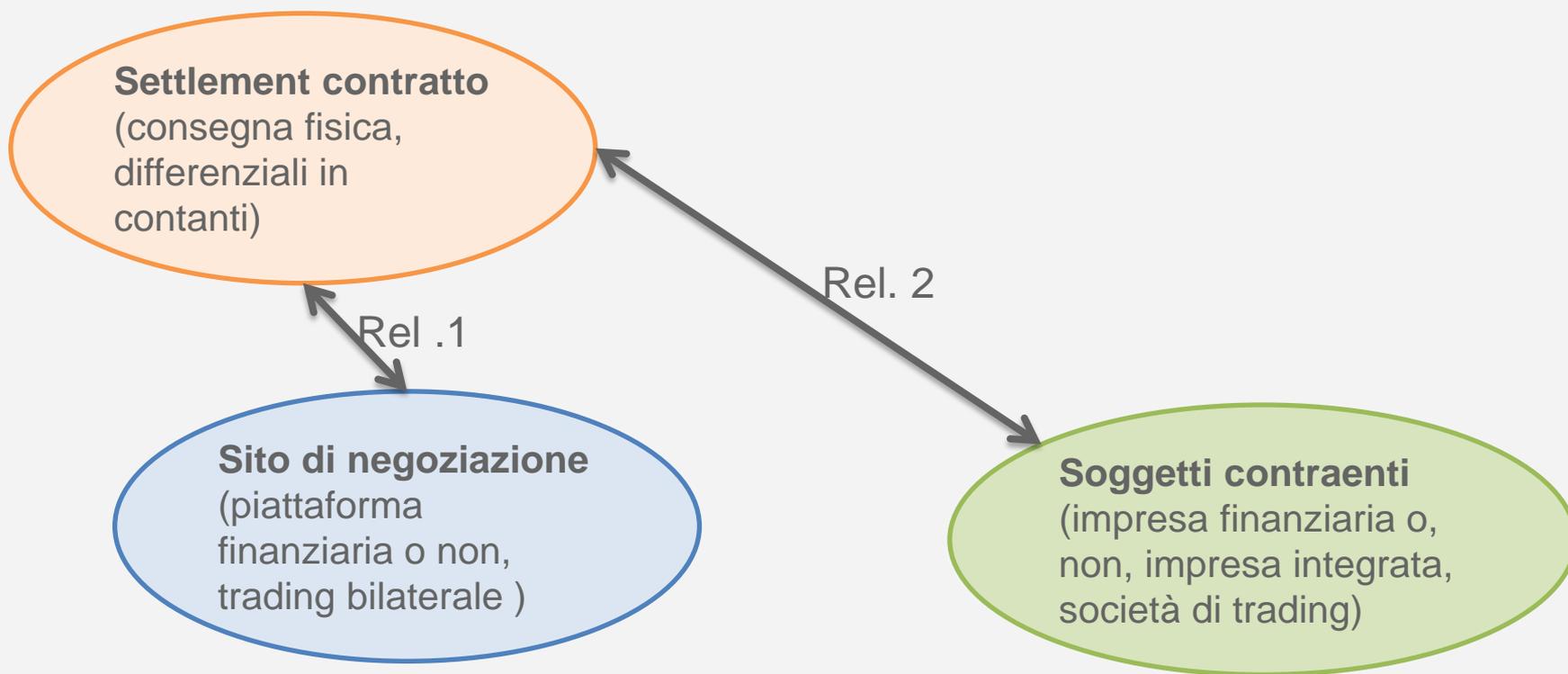


## ***VARIABILI E RELAZIONI DISCRIMINANTI***





## 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**



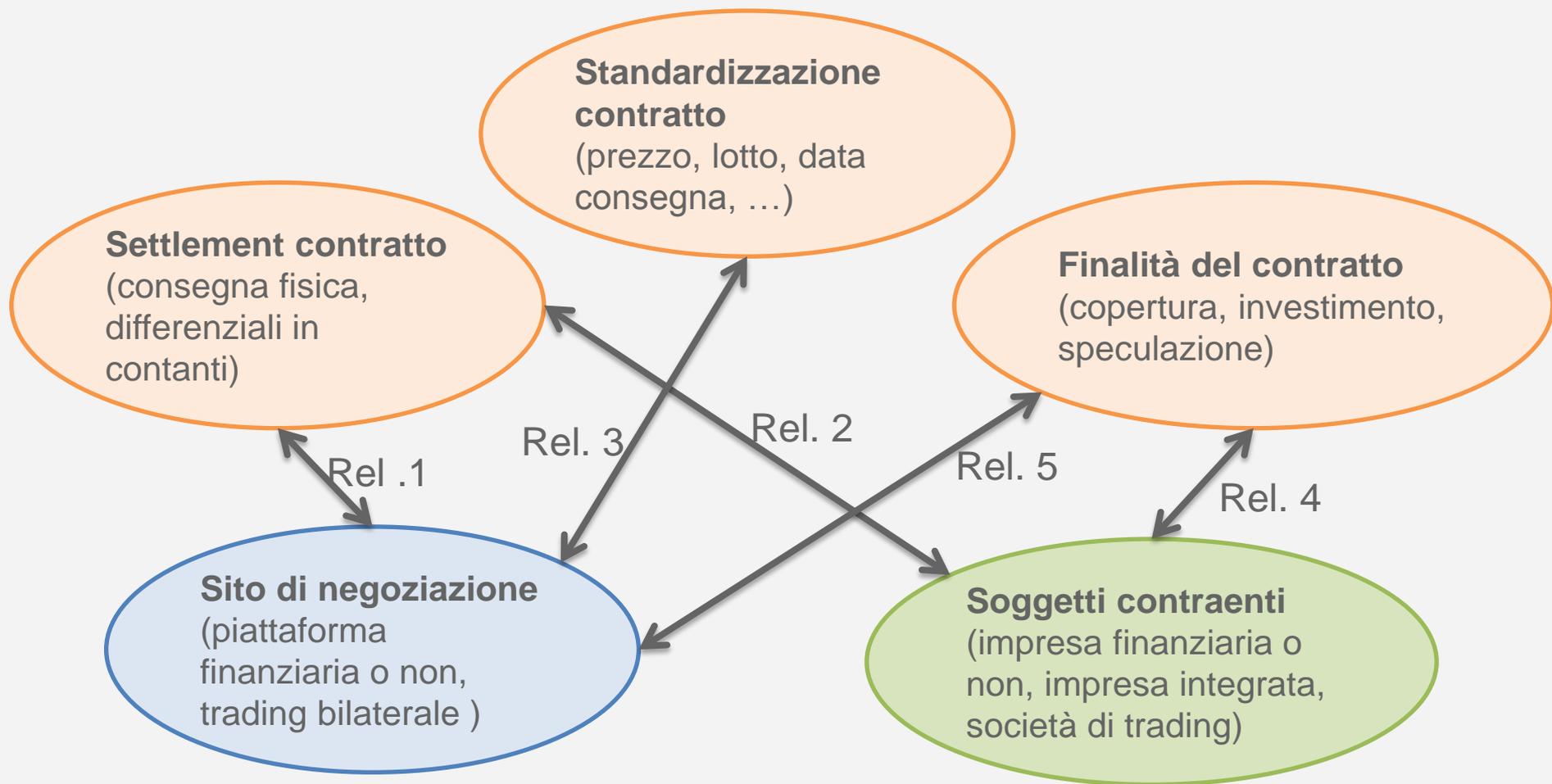
## CRITICITA'

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.

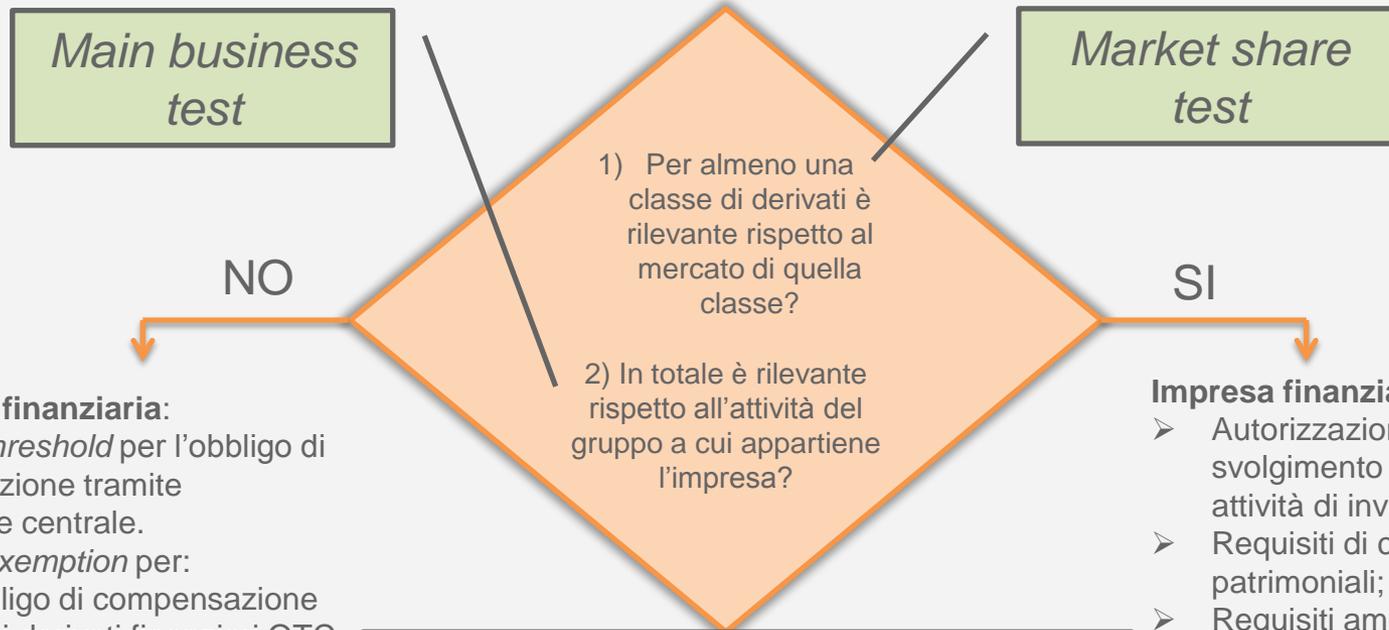
(\*) *Technical Advice to the Commission, 19 dicembre 2014*

## 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  $\neq$  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!.

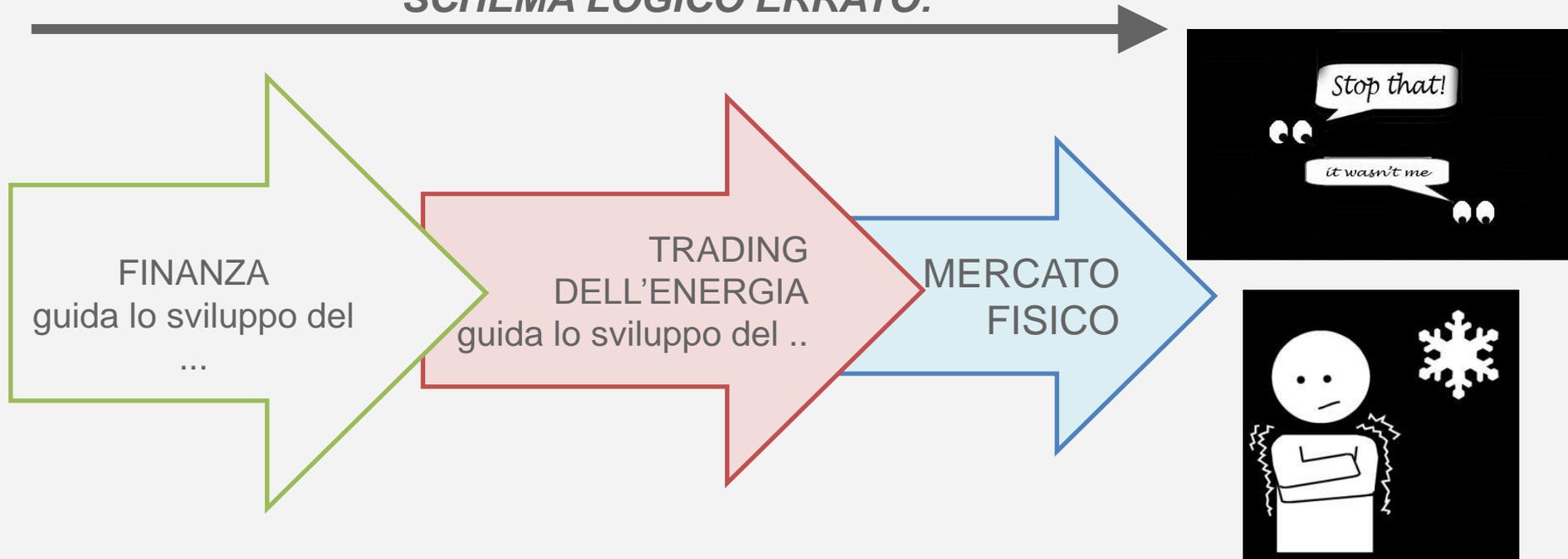
## **BENEFICI:**

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!