

Spett.le
CONSOB
Divisione Strategie Regolamentari
Via G.B. Martini, 3
00198, Roma

Milano, 29 settembre 2017

**COMMENTI AL DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE INERENTE ALLE MODIFICHE AL
REGOLAMENTO MERCATI, IN RECEPIMENTO DELLA DIRETTIVA 2014/65/UE (MiFID II) E
ATTUAZIONE DEL REGOLAMENTO (UE) 600/2014 (MiFIR)**

PREMESSA

L'ACEPI accoglie con grande favore l'opportunità offerta da Codesta Spettabile Commissione di formulare le proprie osservazioni in merito a temi cruciali per tutti gli attori del mercato nel contesto del recepimento delle previsioni e delle misure di cui alla MiFID II e alla MiFIR.

Le osservazioni di seguito s'incentrano esclusivamente sulla nuova disciplina dei limiti di posizione e controlli assunti sulla gestione delle posizioni in strumenti derivati su merci.

* * *

ACEPI da sempre auspica l'introduzione di interventi tesi a migliorare la regolamentazione, il funzionamento e la trasparenza dei mercati finanziari e delle merci.

Con particolare riferimento alla volatilità dei prezzi delle merci si condividono gli argomenti e gli obiettivi delineati dai G20 nella riunione di Pittsburgh del settembre 2009 e successivamente recepiti, nel settembre 2011, dall'Organizzazione internazionale delle commissioni sui valori mobiliari (IOSCO) attraverso la pubblicazione dei Principi per la regolamentazione e la vigilanza dei mercati di derivati su merci.

A tal fine riteniamo che i poteri conferiti alle autorità di regolamentazione del mercato circa la gestione delle posizioni e alla definizione di un regime armonizzato dei limiti di posizione siano fondamentali per la tutela dell'integrità del mercato dei derivati e delle merci sottostanti sia attraverso una più stringente prevenzione degli abusi di mercato sia favorendo delle condizioni ordinate di formazione dei prezzi.

L'ACEPI, che vanta tra i suoi obiettivi principali lo sviluppo sostenibile del mercato italiano dei prodotti d'investimento, accoglie con estremo favore l'introduzione del nuovo regime di *position limits* e di *reporting*, così come definito nel TUF in recepimento della MiFID II e nello schema di modifiche al Regolamento Mercati proposto da Codesta Spettabile Commissione.

Nello specifico, tuttavia, si ravvisa un'incongruenza in merito al agli obblighi giornalieri di informazione e comunicazione sui limiti di posizione, di cui all'articolo 32, Parte IV, Titolo II della bozza di Regolamento Mercati, rispetto all'impostazione al riguardo seguita dall'ESMA e attuata in altri Paesi UE..

Come noto, l'obbligo di *reporting* giornaliero, trae origine dall'articolo 58, comma 3, della MiFID II, poi recepito dall'articolo 68-quater, comma 3 del TUF, il quale recita: "*I membri o partecipanti ai mercati regolamentati e ai sistemi multilaterali di negoziazione e i clienti dei sistemi organizzati di negoziazione*

*comunicano al gestore della sede di negoziazione, informazioni dettagliate sulle loro posizioni detenute mediante contratti negoziati nella sede di negoziazione in oggetto, almeno su base giornaliera, comprese le posizioni dei loro clienti, e dei clienti di detti clienti, fino a raggiungere il cliente finale”.*¹

I limiti di posizione relativi agli strumenti derivati su merci oggetto di monitoraggio giornaliero sono inoltre ulteriormente disciplinati dalle norme tecniche di regolamentazione emesse dall’ESMA e recepite dal Regolamento Delegato 2017/591/UE della Commissione.

Nelle more della determinazione di tali limiti e delle metodologie di calcolo anche nell’ordinamento italiano, ACEPI ritiene fondamentale seguire l’approccio adottato dall’ESMA in relazione allo sviluppo di nuovi strumenti derivati su merci, che contempla l’impegno a non ostacolare lo sviluppo di nuovi prodotti con la necessità che tale sviluppo non possa essere utilizzato per eludere il regime dei limiti.

In tal senso, condividiamo quanto recepito dall’ESMA circa l’esigenza di un periodo di tempo necessario a sviluppare e attirare liquidità verso gli strumenti nuovi ed esistenti e, in particolare, verso tutti gli strumenti derivati su merci che possano agevolare la gestione del rischio nei mercati su misura o nei mercati non maturi oppure cercare di sviluppare nuovi accordi di copertura per nuove merci.

Al contempo, tuttavia, esistono molti contratti derivati su merci che non potrebbero attirare mai partecipanti o liquidità sufficienti a consentire l’applicazione effettiva dei limiti di posizione senza il rischio che i partecipanti violino regolarmente e involontariamente il limite, perturbando di conseguenza la determinazione del prezzo e il regolamento di tali strumenti derivati su merci.

Pertanto, in deroga ai limiti di posizione generali, l’ACEPI accoglie con favore quanto chiarito dall’ESMA, in relazione all’articolo 15 del Regolamento Delegato 2017/591/UE, in merito alla metodologia di calcolo dei limiti per i contratti nuovi e liquidi.

Tale articolo prevede una procedura per fasi successive, in base alla quale, il limite di posizione per il mese di scadenza e per gli altri mesi è stabilito a un livello fisso di 2.500 lotti per gli strumenti derivati su merci e di 2,5 milioni di titoli emessi per gli strumenti finanziari derivati cartolarizzati con una merce come sottostante, fino al superamento di una soglia di rispettivamente 10.000 lotti o 10 milioni di titoli per un periodo di tre mesi consecutivi.

I contratti che superino tali soglie, pur essendo ancora relativamente illiquidi, beneficerebbero di un limite di posizione superiore (che, nel mese di scadenza e negli altri mesi, è fissato tra il 5% e il 40%), al fine di garantire che le negoziazioni di questo tipo di contratti non siano limitate indebitamente.

Tuttavia, nel caso specifico dei derivati cartolarizzati con una merce come sottostante, siano essi strumenti di nuova emissione o illiquidi, ci preme sottolineare la circostanza in cui lo strumento presenti un numero di titoli emessi inferiore ai 2,5 milioni.

In tal caso, per lo strumento in questione, il totale dei titoli emessi risulterebbe a priori inferiore allo stesso limite di posizione, stabilito dall’articolo 15(c) in 2,5 milioni, rendendo pertanto impossibile il superamento di detta soglia.

¹ Tale obbligo discende direttamente dalla necessità da parte dell’autorità di regolamentazione del mercato di monitorare le posizioni sugli strumenti derivati su merci per garantire l’integrità del mercato al fine di “prevenire gli abusi di mercato” o “favorire condizioni ordinate di formazione dei prezzi e regolamento, anche prevenendo posizioni che producono distorsioni di mercato e garantendo, in particolare, la convergenza tra i prezzi degli strumenti derivati nel mese di consegna e i «prezzi a pronti» delle merci sottostanti, fatta salva la determinazione del prezzo sul mercato delle merci sottostanti” (art. 57, comma 1, della MiFID II).

Tale specifica circostanza mitigherebbe la necessità dell'autorità di regolamentazione di monitorare le posizioni per garantire l'integrità del mercato, di cui all'articolo 57 della MiFID II, facendo venir meno il conseguente obbligo di *reporting* giornaliero, di cui all'articolo 58 della MiFID II.

In tal senso, anche l'ESMA ha espresso la stessa opinione nel documento "*Questions and Answers on MiFID II and MiFIR commodity derivatives topics*" del 7 luglio 2017, ove si conferma l'assenza di obbligo alcuno alla specifica richiesta di reporting giornaliero per strumenti derivati cartolarizzati con un totale di titoli emessi inferiore a 2,5 milioni (Sezione 4, "*Position reporting*", Q&A 9).

Peraltro, si segnala che, nell'agosto scorso, le associazioni di categoria tedesca e austriaca aderenti all'EUSIPA², la *Deutscher Derivate Verband* (DDV) e la *Zertifikate Forum Austria*, hanno raggiunto un accordo in materia di obblighi informativi sui limiti di posizione con le rispettive autorità regolamentari (i.e., *BaFin* e *FMA*), le rispettive società di gestione dei mercati (i.e., *Deutsche Börse*, *Börse Stuttgart* e *Wiener Börse*) e le società di gestione accentrata *Clearstream* e *Oesterreichische Kontrollbank Aktiengesellschaft* (OEKB), che condurrà a una sensibile riduzione degli adempimenti e dei costi a carico degli emittenti.

In sintesi, non vi sarà obbligo di comunicazione giornaliero dei limiti di posizione in relazione agli strumenti derivati cartolarizzati quotati aventi una merce come sottostante emessi per un ammontare di titoli inferiore a 2,5 milioni.

Più precisamente, l'accordo prevede quanto segue:

- (i) Per lo *stock* esistente:
 - a. i titoli quotati emessi per volumi superiori a 2,5 milioni e negoziati in volumi superiori a tale soglia saranno revocati dalle negoziazioni sul mercato di riferimento mediante procedura di *delisting* a partire dal 1 gennaio 2018; e
 - b. i titoli quotati emessi per volumi superiori a 2,5 milioni ma negoziati in volumi inferiori a tale soglia saranno negoziati in *bid-only* a partire dal 1 gennaio 2018, ove non sia possibile ridurre il volume dell'emissione.
- (ii) *BAFIN* e *FMA* non imporranno alcun obbligo di reporting nella misura in cui non vi saranno emissioni con volumi superiori a 2,5 milioni; a tal fine, modifiche tecniche alle modalità di funzionamento dei mercati e regolamentari saranno approvate dalle società di gestione dei mercati in modo da assicurare che non siano quotati titoli emessi per volumi superiori a tale soglia;
- (iii) in Germania, *Clearstream* fornirà alla *BAFIN*, entro il 18 dicembre 2017, una panoramica completa dei titoli impattati e, in particolare, una lista degli ISIN dei titoli derivati su merci quotati sulla borsa di Francoforte e Stoccarda.

Alla luce delle suddette considerazioni e degli orientamenti espressi in ambito comunitario dall'ESMA *in primis* e dalle autorità regolamentari tedesca e austriaca poi, si chiede a codesta Spettabile Commissione di inserire una previsione aggiuntiva nello schema dell'articolo 32 (*Comunicazioni in materia di limiti di posizione*), che possa contemplare l'esclusione dall'obbligo di comunicazione giornaliero dei limiti di posizione con riferimento agli strumenti derivati su merci e degli strumenti derivati cartolarizzati con una merce come sottostante il cui totale di lotti o titoli emessi per tali strumenti sia rispettivamente inferiore a 2.500 lotti o 2,5 milioni di titoli.

Ciò con riferimento sia allo *stock* esistente di strumenti che a quelli di nuova emissione.

Contrariamente a quanto previsto dalle autorità regolamentari tedesca e austriaca, non condividiamo invece l'introduzione di misure che limitino l'autonomia degli emittenti, quali procedure di *delisting* ovvero di limiti alla possibilità di emettere e quotare prodotti per quantità superiori alle soglie che determinerebbero l'esclusione degli obblighi di comunicazione giornalieri.

² La *European Structured Investment Products Association* di cui l'ACEPI è membro.

Osserviamo altresì che la mancata adozione di tale previsione nel nuovo Regolamento Mercati comporterebbe, all'atto pratico, un considerevole svantaggio competitivo a carico degli operatori del mercato italiano rispetto agli operatori di mercati di altri paesi europei, ugualmente a forte vocazione *retail*.

Infine, condividiamo le indicazioni fornite dall'ESMA circa la segnalazione dell'eventuale superamento di tale soglia e l'individuazione di fonti attendibili che forniscano informazioni puntuali così come la previsione che al superamento di tale soglia, si possano invece applicare i limiti di cui all'articolo 15(c) del Regolamento Delegato 2017/591/UE e dei conseguenti obblighi di reporting giornaliero sopra citati.

Al riguardo, l'ACEPI si rende disponibile quale controparte idonea a supportare codesta Spettabile Commissione nel reperimento delle informazioni necessarie a valutare puntualmente l'ammontare totale dei titoli emessi in relazione a ciascun strumento derivato cartolarizzato con una merce come sottostante, che benefici dell'esenzione di reporting giornaliero.

* * *

L'ACEPI segnala sin d'ora la propria disponibilità alla partecipazione a eventuali tavoli di lavoro tecnici di confronto al riguardo.

Rimaniamo inoltre a disposizione per qualsiasi chiarimento riteneste opportuno in relazione al presente documento. A tal fine, riportiamo di seguito il contatto di riferimento:

Dario Savoia (Presidente ACEPI)

Tel. + 39 02 72471

Email: dario.savoia@acepi.it

* * *

Con osservanza,

Associazione Italiana Certificates & Prodotti d'investimento – ACEPI



Il Presidente