COMMISSIONE
EUROPEA

Bruxelles, 26.5.2026
COM(2026) 251 final

RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO E AL CONSIGLIO

relativa alla valutazione, da parte della Commissione, dei mercati degli strumenti derivati su merci, delle quote di emissione e dei derivati sulle quote di emissione a norma dell'articolo 90, paragrafo 5, della direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID II) (direttiva 2014/65/UE), modificata nel febbraio 2024

ELENCO DELLE ABBREVIAZIONI.....2

1. INTRODUZIONE 3

2. ASPETTI RELATIVI AI DATI SUI DERIVATI SU MERCI 4

3. ESENZIONE PER L'ATTIVITÀ ACCESSORIA.....9

4. LIMITI DI POSIZIONE, CONTROLLI SULLA GESTIONE DELLE POSIZIONI E NOTIFICA DEI TITOLARI DI POSIZIONI.....13

5. CONCLUSIONI 19

ELENCO DELLE ABBREVIAZIONI

AAE: esenzione per l'attività accessoria (*Ancillary Activity Exemption*)

ACER: Agenzia per la cooperazione fra i regolatori nazionali dell'energia (*Agency for the Cooperation of Energy Regulators*)

RDC 2022/1299: regolamento delegato (UE) 2022/1299 della Commissione

CFTC: Commodities and Futures Trading Commission

CMRP: pacchetto per la ripresa dei mercati dei capitali (*Capital Markets Recovery Package*) (direttiva (UE) 2021/338)

EEOTC: contratto fuori borsa (OTC) economicamente equivalente (*economically equivalent over-the-counter contract*)

EMIR: regolamento sulle infrastrutture del mercato europeo (*European Market Infrastructure Regulation*) (regolamento (UE) n. 648/2012)

ESMA: Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati

UE: Unione europea

EUA: quote di emissioni dell'Unione europea (*European Union allowance*) nell'ambito del sistema di scambio di quote di emissioni dell'UE ("quote di emissioni dell'UE")

ETS: sistema di scambio di quote di emissioni dell'UE

IFD: direttiva relativa ai requisiti prudenziali delle imprese di investimento (direttiva (UE) 2019/2034) (*investment firms directive*) (denominata anche: "direttiva sulle imprese di investimento")

IFR: regolamento relativo ai requisiti prudenziali delle imprese di investimento (regolamento (UE) 2019/2033) (*investment firms regulation*) (denominato anche: "regolamento sulle imprese di investimento")

MiFID II: direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari (direttiva 2014/65/UE) (*Markets in Financial Instruments Directive*)

MiFIR: regolamento sui mercati degli strumenti finanziari (regolamento (UE) 600/2014) (*Markets in Financial Instruments Regulation*)

ANC: autorità nazionale competente

ANR: autorità nazionale di regolamentazione

OTC: fuori borsa (*over-the-counter*)

PMC: controlli sulla gestione delle posizioni (*position management control*)

REMIT: regolamento concernente l'integrità e la trasparenza del mercato dell'energia all'ingrosso (regolamento (UE) n. 1227/2011)

TFUE: trattato sul funzionamento dell'Unione europea

TTF: *Title Transfer Facility*

TV: sede di negoziazione (*trading venue*)

1. INTRODUZIONE

I derivati su merci sono strumenti fondamentali che consentono ai partecipanti al mercato di coprire le loro esposizioni nei mercati delle merci sottostanti (ad esempio energia, merci agricole, metalli). Tali mercati delle merci sono caratterizzati dalla partecipazione in misura prevalente di entità non finanziarie. Tra tali entità figurano prevalentemente produttori di merci fisiche, imprese di servizi pubblici, grandi società non finanziarie ad alta intensità energetica e negoziatori di merci fisiche che dipendono direttamente dai mercati dei derivati su merci al fine di attenuare i rischi connessi alla loro attività commerciale.

Il corretto funzionamento dei mercati dei derivati su merci svolge un ruolo importante ai fini della stabilità e della prosperità dell'economia dell'UE e, per quanto concerne i mercati dei derivati su prodotti energetici, ai fini dell'accessibilità economica dell'energia nell'UE e del funzionamento efficiente del mercato. Il patto per l'industria pulita([1]) e il piano d'azione per un'energia a prezzi accessibili([2]) della Commissione, adottati nel febbraio 2025, sottolineano infatti il ruolo dell'efficienza dei mercati, compresi i mercati dei derivati([3]). Inoltre il regime dei derivati su merci costituisce una componente essenziale dei mercati finanziari europei, in quanto fornisce ai partecipanti al mercato la capacità di gestire i rischi e di investire in una serie di derivati su merci, tra cui le quote di emissione ("quote di emissione dell'UE") e i derivati sulle quote di emissione. I mercati dei derivati su merci nell'UE sono pertanto soggetti a un'ampia serie di norme che tengono conto della natura specifica di tali strumenti e della loro rilevanza per l'economia dell'UE.

La Commissione europea trasmette la presente relazione al Parlamento europeo e al Consiglio a norma dell'articolo 90, paragrafo 5, della direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID II) (direttiva 2014/65/UE). Nell'elaborare la presente relazione, in linea con la prescrizione di cui all'articolo 90, paragrafo 5, MiFID II, la Commissione ha chiesto il contributo dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA), dell'Autorità bancaria europea (ABE) e dell'Agenzia per la cooperazione fra i regolatori nazionali dell'energia (ACER). Il contributo richiesto è stato presentato dall'ESMA e dall'ACER. L'ABE ha informato la Commissione europea che il suo contributo sui mercati delle merci avrebbe richiesto un'analisi più approfondita e pertanto non è stata inclusa nella sua risposta alla richiesta di consulenza della Commissione ai fini delle relazioni sui requisiti prudenziali applicabili alle imprese di investimento([4]). Di conseguenza la presente relazione non tiene conto del contributo dell'ABE.

La Commissione europea ha consultato altresì i partecipanti al mercato attraverso una consultazione mirata rimasta aperta per un periodo di otto settimane, da febbraio ad aprile 2025([5]). Nel complesso sono pervenute 94 risposte, di cui 67 dal settore (comprese 12 borse e loro associazioni) e 12 da autorità pubbliche e da autorità di regolamentazione del mercato. Nell'elaborare la presente relazione, la Commissione ha esaminato

([1]) https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52025DC0085.
([2]) https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52025DC0079&qid=1741780110418.
([3]) Tanto il patto per l'industria pulita quanto il piano d'azione per un'energia a prezzi accessibili fanno riferimento alla task force per il mercato del gas istituita dalla Commissione, che ha esaminato, tra l'altro, il funzionamento del mercato dei derivati sul gas.
([4]) CfA_IFR and IFD review - final.pdf.
([5]) Consultazione mirata sul riesame del funzionamento dei mercati dei derivati su merci e su taluni aspetti relativi ai mercati dell'energia a pronti 2025 - Finanziamenti.

attentamente tali risposte e ha riesaminato i dati pertinenti e le tendenze del mercato al fine di integrarli nella sua valutazione.

Conformemente alla prescrizione di cui all'articolo 90, paragrafo 5, MiFID II, la relazione valuta, per ciascuno degli elementi seguenti, il rispettivo contributo alla liquidità e al corretto funzionamento dei mercati europei degli strumenti derivati su merci, delle quote di emissione e dei derivati sulle quote di emissione dell'UE:

(a) i regimi per i limiti di posizione e i controlli sulla gestione delle posizioni, sulla base dei dati forniti dalle autorità competenti all'ESMA in conformità dell'articolo 57, paragrafi 5 e 10, MiFID II;

(b) gli elementi di cui all'articolo 2, paragrafo 4, secondo e terzo comma, MiFID II e i criteri per stabilire quando un'attività debba essere considerata accessoria all'attività principale a livello di gruppo a norma del regolamento delegato (UE) 2021/1833 della Commissione([2]), tenendo conto: i) della capacità di concludere operazioni per ridurre efficacemente i rischi direttamente connessi all'attività commerciale o all'attività di finanziamento di tesoreria; ii) l'applicazione dei requisiti a decorrere dal 26 giugno 2026 per le imprese di investimento specializzate in derivati su merci o quote di emissione dell'UE o loro prodotti derivati di cui al regolamento (UE) 2019/2033; e iii) dei requisiti per le controparti finanziarie di cui al regolamento (UE) n. 648/2012;

(c) gli elementi chiave per ottenere una serie di dati armonizzati per le operazioni effettuate sul mercato dei derivati su merci raccolti da un unico soggetto di raccolta, nonché le informazioni pertinenti sui dati relativi alle operazioni da rendere pubblici e il formato più appropriato.

Inoltre la relazione Draghi, pubblicata nel settembre 2024, ha presentato talune proposte di modifica del quadro normativo che disciplina i mercati dei derivati su merci.

2. ASPETTI RELATIVI AI DATI SUI DERIVATI SU MERCI

Contesto

La negoziazione di derivati su merci è soggetta agli obblighi in materia di trasparenza e segnalazione di cui alla MiFID II, al MiFIR e all'EMIR. Tali norme non operano alcuna discriminazione in base alla merce sottostante. Inoltre anche i derivati su prodotti energetici sono soggetti a obblighi di segnalazione (sebbene in linea con disposizioni volte a evitare la doppia segnalazione) a norma del regolamento (UE) n. 1227/2011 (REMIT).

Sebbene la segnalazione ai repertori di dati sulle negoziazioni ai sensi dell'EMIR comprenda tutte le operazioni su derivati su merci che coinvolgono almeno una controparte dell'UE, gli obblighi in materia di segnalazione ai sensi della MiFID II/del MiFIR variano a seconda del tipo di dati, dell'entità che riceve i dati segnalati e del fatto che la negoziazione abbia luogo o meno presso una sede di negoziazione. Anche il MiFIR contiene dettagli sulle condizioni alle quali alcuni dati pre-negoziazione (ordine) e relativi alle operazioni su strumenti finanziari devono essere divulgati al pubblico. La MiFID II prevede che le sedi di negoziazione comunichino quotidianamente alle autorità nazionali competenti le informazioni sulle posizioni relative ai partecipanti al mercato attivi nella

loro sede([6]). I partecipanti al mercato sono a loro volta tenuti a comunicare quotidianamente alle sedi di negoziazione le loro posizioni in contratti derivati negoziati nella sede in oggetto([7]). Infine le imprese di investimento dovrebbero segnalare -all'autorità nazionale competente([8]) pertinente, quotidianamente([9]), le posizioni in contratti fuori borsa (OTC) economicamente equivalenti.

Il REMIT, modificato dal regolamento (UE) 2024/1106 (REMIT II) e dal regolamento di esecuzione (UE) n. 1348/2014 del REMIT (REMIT IR – *REMIT Implementing Regulation*), ha introdotto obblighi di segnalazione dettagliati per le operazioni e gli ordini di compravendita collegati a prodotti energetici all'ingrosso([10]).

Il REMIT II, che trova applicazione dal maggio 2024, ha stabilito l'obbligo di istituire meccanismi di condivisione dei dati tra le varie autorità di regolamentazione, tra cui l'ACER, l'ESMA, Eurofisc, la Commissione europea, le autorità nazionali di regolamentazione, le autorità nazionali competenti e altre autorità pertinenti nell'UE. Inoltre, dato che il regolamento REMIT contempla i derivati su prodotti energetici quali prodotti energetici all'ingrosso, le disposizioni specifiche di cui al REMIT II impediscono la doppia segnalazione sia nel contesto della regolamentazione finanziaria sia nel quadro del REMIT II. Il REMIT II prevede pertanto che le persone che hanno segnalato operazioni a norma del MiFIR o dell'EMIR non siano soggette a obblighi di segnalazione doppi relativi a tali operazioni([11]).

Il quadro normativo attuale si traduce in molteplici canali di segnalazione, con un accesso ai dati limitato a specifiche autorità di regolamentazione. Ad esempio l'ACER e le autorità nazionali di regolamentazione ricevono dati su prodotti energetici all'ingrosso (oltre ad alcuni dati finanziari attraverso l'accesso ai repertori di dati sulle negoziazioni dell'EMIR per i prodotti energetici all'ingrosso che si qualificano anche come strumenti finanziari), mentre l'ESMA e le autorità nazionali competenti ricevono dati finanziari. Tale separazione significa che i dati a disposizione delle autorità di vigilanza dell'energia non sempre raggiungono le autorità di regolamentazione finanziaria e viceversa, il che può ostacolare la vigilanza trasversale ai mercati. Ad esempio, l'ESMA e le autorità nazionali competenti non dispongono di un accesso sistematico ai dati sui prodotti "C6 carve-out" e sui prodotti del mercato a pronti comunicati all'ACER. Inoltre i diversi standard di segnalazione tra MiFIR/EMIR e REMIT II complicano la segnalazione e l'analisi dei dati, anche per i prodotti correlati.

La consultazione dei portatori di interessi ha riguardato molteplici aspetti relativi ai dati. Ha esaminato se l'ESMA disponeva di un accesso sufficiente ai dati sulle operazioni attraverso le autorità nazionali competenti ed ha studiato anche gli ambiti in cui la condivisione delle informazioni e l'accesso a informazioni pertinenti potrebbero essere migliorati o razionalizzati nonché l'opportunità di armonizzare meglio la segnalazione nel contesto di tutte le regolamentazioni in materia finanziaria ed energetica. Una possibile

([6]) Articolo 58, paragrafo 1, MiFID II.
([7]) Articolo 58, paragrafo 3, MiFID II.
([8]) All'autorità nazionale competente del mercato più liquido per il derivato su merci al quale il contratto OTC è equivalente.
([9]) Articolo 58, paragrafo 2, MiFID II.
([10]) Articolo 2, paragrafo 4, REMIT II.
([11]) L'articolo 6, paragrafo 5, REMIT IR stabilisce inoltre che "[q]uando le persone segnalano le informazioni dettagliate relative alle operazioni in conformità all'articolo 26 del regolamento (UE) n. 600/2014 o all'articolo 9 del regolamento (UE) n. 648/2012, i loro obblighi in materia di segnalazione di tali informazioni ai sensi dell'articolo 8, paragrafo 1, del regolamento (UE) n. 1227/2011 sono considerati assolti".

opzione discussa nel contesto della consultazione è stata la creazione di un meccanismo centralizzato di raccolta dei dati per i contratti a pronti e i contratti derivati. La consultazione mirava inoltre a chiarire se, nel contesto di un meccanismo centralizzato di raccolta dei dati, la segnalazione dei dati pertinenti dovesse essere effettuata: i) dai repertori di dati sulle negoziazioni; ii) dai meccanismi di comunicazione registrati; iii) da un'entità terza che consoliderebbe anche i dati pertinenti ricevuti dai repertori di dati sulle negoziazioni e dai meccanismi di comunicazione registrati, garantendo parità di accesso a tutte le autorità di regolamentazione, quali l'ESMA, l'ACER, le autorità nazionali di regolamentazione, le autorità nazionali competenti e la Commissione; o iv) da qualsiasi altra entità. Infine la consultazione ha contemplato domande sull'eventualità che il meccanismo centralizzato di raccolta dei dati possa funga anche da sportello unico per la segnalazione di dati da parte dei partecipanti al mercato attivi sia sui mercati fisici/a pronti delle merci sia sui mercati dei derivati, alleviando in tal modo l'onere di segnalazione per i negoziatori di merci. La consultazione ha chiesto pure se fosse opportuno prendere in considerazione un approccio alternativo al meccanismo centralizzato di raccolta, in base al quale le autorità nazionali competenti avrebbero un accesso sistematico alla banca dati dell'ACER e viceversa.

Infine la relazione Draghi del 2024 raccomandava di raccogliere dati sulle operazioni e sulle posizioni relative ai derivati su prodotti energetici OTC. La Commissione rileva che l'EMIR prevede già la segnalazione di tutte le operazioni in derivati, comprese le operazioni OTC, che coinvolgono almeno una controparte dell'UE. Per contro, per quanto riguarda i dati sulle posizioni, e come osservato nella sezione 4 della presente relazione, le entità che non sono imprese di investimento non sono attualmente tenute a segnalare le posizioni OTC alle autorità di regolamentazione dell'UE([12]).

Riscontro dei portatori di interessi e valutazione

Per quanto riguarda l'armonizzazione della segnalazione, oltre la metà dei partecipanti alla consultazione ha convenuto che la segnalazione, ad esempio sulle operazioni, a norma del REMIT II e della MiFID II/del MiFIR/dell'EMIR dovrebbe essere semplificata e che la doppia segnalazione dovrebbe essere eliminata. I partecipanti hanno tuttavia sottolineato che ciascuno dei quadri di segnalazione in materia finanziaria e di energia persegue finalità diverse e presenta caratteristiche uniche, e hanno messo in guardia contro modifiche immediate dei rispettivi regimi di segnalazione, anche considerando i costi di attuazione che tali modifiche potrebbero comportare. A causa dei costi che potrebbero essere sostenuti nell'ambito di questo processo, i partecipanti hanno sostenuto la necessità di effettuare una valutazione d'impatto e un'analisi costi-benefici prima di avviare qualsiasi lavoro di armonizzazione. Nove rappresentanti del settore, di cui tre sedi di negoziazione e un'associazione di borse favorevoli all'armonizzazione, hanno esplicitamente sostenuto un approccio graduale e strutturato per tappe, che partisse dal miglioramento della condivisione dei dati tra le autorità di regolamentazione, prima di prendere in considerazione una revisione degli obblighi di segnalazione esistenti. Diversi partecipanti alla consultazione afferenti al settore della vigilanza/regolamentazione hanno suggerito di individuare campi di dati comuni oggetto di segnalazione nell'ambito sia dei dati energetici sia di quelli finanziari, compreso l'uso di identificativi univoci comuni, sulla base di standard globali.

([12]) A meno che effettuino operazioni tramite un'impresa di investimento dell'UE, nel qual caso quest'ultima effettua la segnalazione per loro conto.

La Commissione riconosce che la revisione dei principi di segnalazione, sebbene possa apportare benefici a lungo termine sotto forma di un quadro semplificato, comporta modifiche dei formati di segnalazione associate a relativi costi di adattamento a breve termine. Inoltre ciò potrebbe complicare la segnalazione di altre categorie di derivati ai sensi dell'EMIR, in quanto la segnalazione ai sensi di tale atto non è limitata ai derivati su merci.

I portatori di interessi si sono divisi in merito all'idea di creare un meccanismo centralizzato di raccolta dei dati. La metà dei partecipanti alla consultazione ha espresso il parere secondo cui un tale meccanismo centralizzato potrebbe facilitare la segnalazione, a condizione che si basi sull'infrastruttura esistente e non introduca requisiti nuovi in materia di dati o ulteriori livelli di complessità o costi. Di contro, l'altra metà ha affermato di temere costi di attuazione e ha sottolineato le caratteristiche intrinsecamente diverse dei mercati, che giustificano i distinti regimi di segnalazione attualmente in vigore. Due autorità di regolamentazione hanno dichiarato che un approccio centralizzato alla segnalazione consentirebbe alle autorità nazionali competenti, alle autorità nazionali di regolamentazione, all'ESMA e all'ACER di accedere alla stessa serie di dati completa e consolidata, fornendo loro una visione olistica della vigilanza tanto dei mercati fisici quanto di quelli dei derivati.

In alternativa, anche tra coloro che si sono detti a favore di un tale meccanismo centralizzato, sono stati formulati suggerimenti per sfruttare e rispecchiare le disposizioni esistenti del REMIT II, che prevedono meccanismi di cooperazione e di scambio di informazioni di ampia portata tra le diverse autorità di regolamentazione, nel contesto della regolamentazione finanziaria al fine di migliorare il flusso di dati tra l'ACER e le autorità finanziarie (e viceversa) come soluzione più efficiente sotto il profilo dei costi. Tale approccio eviterebbe altresì richieste ad hoc. I portatori di interessi si sono pertanto mostrati più aperti all'idea di migliorare la condivisione dei dati tra le autorità di regolamentazione piuttosto che all'attuazione di un meccanismo completamente nuovo. La Commissione concorda in merito al fatto che sarebbe altamente auspicabile conseguire una condivisione dei dati più sistematica e istituzionalizzata e un accesso reciproco ai dati da parte tanto delle autorità di vigilanza che operano nel settore finanziario quanto di quelle attive nel settore dell'energia.

Nell'esaminare le modifiche delle norme in materia di trasparenza pre-negoziazione e post-negoziazione (in particolare per quanto concerne l'attività di negoziazione nei sistemi multilaterali di negoziazione e nei sistemi organizzati di negoziazione), il 70 % dei partecipanti alla consultazione si è opposto a qualsiasi modifica delle norme attuali, citando la potenziale esposizione dei partecipanti per quanto riguarda le loro strategie di copertura e la natura unica dei mercati delle merci. Taluni partecipanti alla consultazione hanno sottolineato che, prima del riesame del MiFIR([13]), i derivati su merci negoziati in sistemi multilaterali di negoziazione e in sistemi organizzati di negoziazione erano soggetti alla trasparenza pre-negoziazione e post-negoziazione proprio in virtù del fatto di essere negoziati in tali sedi di negoziazione. Il riesame ha portato a concludere che l'ambito di applicazione della trasparenza in materia di derivati non dovrebbe basarsi sul concetto di "negoziati in una sede di negoziazione" in considerazione della mancanza di fungibilità di tali contratti. I partecipanti alla consultazione hanno sostenuto che gli obblighi di trasparenza dovrebbero applicarsi soltanto ai derivati sufficientemente standardizzati

([13]) Regolamento (UE) 2024/2809 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 ottobre 2024, che modifica i regolamenti (UE) 2017/1129, (UE) n. 596/2014 e (UE) n. 600/2014 per rendere i mercati pubblici dei capitali nell'Unione più attraenti per le società e facilitare l'accesso delle piccole e medie imprese ai capitali.

affinché i dati pubblicati in relazione ad essi siano significativi per i partecipanti al mercato. La Commissione riconosce che, in ogni caso, l'attività di negoziazione in derivati su merci è attualmente marginale nei sistemi organizzati di negoziazione (0,3 % dei volumi negoziati nel 2024)([14]) e inesistente nei sistemi multilaterali di negoziazione([15]).

44 partecipanti alla consultazione su 48 si sono dichiarati contrari all'inclusione nel sistema consolidato di pubblicazione di dati pre-negoziazione e/o post-negoziazione sui derivati su merci negoziati in borsa. Numerosi di essi hanno rilevato che, a differenza dei derivati OTC, i derivati negoziati in borsa sono negoziati in mercati regolamentati, il che significa che i prezzi e i volumi delle negoziazioni sono già disponibili al pubblico, e che l'attività di negoziazione si concentra in un numero molto limitato di mercati regolamentati (il che limita quindi il valore aggiunto di un sistema consolidato di pubblicazione per questa categoria di attività). Soltanto quattro partecipanti alla consultazione appartenenti al settore dell'energia hanno espresso sostegno a favore dell'idea di includere nel sistema consolidato di pubblicazione dati pre-negoziazione e/o post-negoziazione sui derivati su merci negoziati in borsa.

Conclusioni della valutazione della Commissione

La Commissione riconosce che il quadro di segnalazione attuale per i derivati su merci è complesso. Ciò vale in particolare per i derivati su prodotti energetici, dato che sia il mercato a pronti sottostante sia i derivati su prodotti energetici sono soggetti a obblighi di segnalazione specifici a norma del REMIT II, mentre questi ultimi sono segnalati anche nell'ambito del quadro finanziario (a differenza di altri tipi di derivati su merci che sono segnalati soltanto a norma della legislazione finanziaria). Sebbene il REMIT II contempli disposizioni volte a prevenire la doppia segnalazione, come indicato in precedenza, vi può essere ancora margine per aumentare l'efficienza dei processi di segnalazione esistenti.

Anche se contribuirebbero a semplificare i quadri pertinenti, a ridurre l'onere per le imprese e a razionalizzare i dati utilizzati dalle autorità di vigilanza, l'armonizzazione dei principi di segnalazione e la razionalizzazione degli obblighi di segnalazione richiederebbero una valutazione approfondita delle modifiche necessarie della legislazione pertinente e dei costi associati in capo tanto ai partecipanti al mercato quanto alle autorità di vigilanza/regolamentazione. Analogamente, la creazione di un unico meccanismo di segnalazione, pur essendo nel complesso auspicabile come risultato finale, potrebbe sollevare sfide significative in termini di costi di attuazione e di potenziale difficoltà nel differenziare la segnalazione dei derivati su merci da quella di altri derivati.

Nell'ambito di un possibile approccio graduale, si potrebbero valutare misure a breve termine volte a facilitare la condivisione dei dati tra le autorità e a migliorare l'interoperabilità delle serie di dati. In tale contesto potrebbe figurare l'istituzionalizzazione degli scambi di dati tra le autorità di regolamentazione finanziaria e i regolatori dell'energia, concedendo un accesso sistematico ai rispettivi dati di vigilanza, eliminando la necessità di richieste di accesso ad hoc. La Commissione potrebbe inoltre valutare l'adozione di formati di identificativo unico per le operazioni comunicate nell'ambito del quadro finanziario e di quello dell'energia.

([14]) Ciò è dovuto anche al fatto che i contratti regolati con consegna fisica negoziati su sistemi organizzati di negoziazione sono esclusi dalla legislazione finanziaria e pertanto non sono considerati strumenti finanziari ("prodotti C6 carve-out").

([15]) Fonte: dati dell'ESMA.

Infine, per quanto concerne gli obblighi di trasparenza pre-negoziazione e post-negoziazione, la Commissione ritiene che il quadro attuale garantisca un livello sufficiente di informazione del pubblico e che, pertanto, non siano giustificate modifiche a tale proposito. Le presenti conclusioni si applicano anche alle quote di emissione dell'UE e ai contratti derivati sulle quote di emissione dell'UE.

3. ESENZIONE PER L'ATTIVITÀ ACCESSORIA

Ruolo e funzionamento

I mercati dei derivati su merci sono caratterizzati da un'importante partecipazione di entità la cui attività principale non comporta la prestazione di servizi finanziari, ma che si affidano ai mercati dei derivati per coprire le loro posizioni nei mercati fisici sottostanti o, in alcuni casi, approfittano delle mosse del mercato per generare profitti.

Le entità non finanziarie rappresentano circa due terzi dei partecipanti al mercato a termine del gas naturale([16]) e circa il 60 % dei partecipanti al mercato a termine del frumento([17]) in termini di posizioni detenute nei rispettivi mercati. Talune entità non finanziarie agiscono altresì in veste di market maker e possono essere attive tanto sui mercati fisici/a pronti quanto su quelli dei derivati. L'esenzione per l'attività accessoria di cui all'articolo 2, paragrafo 1, lettera j), della MiFID II esenta attualmente taluni partecipanti ai mercati non finanziari che effettuano negoziazioni di derivati su merci dall'obbligo di ottenere un'autorizzazione MiFID II (e dai relativi requisiti in materia di conformità) se tale attività di negoziazione è effettuata per conto proprio e non è collegata all'esecuzione di ordini di clienti, o se fornisce servizi di investimento in strumenti derivati su merci o quote di emissioni o derivati su queste ultime a clienti o fornitori della loro attività principale, a condizione che l'attività sia considerata "accessoria" alla loro attività principale, su base individuale o aggregata.

Al fine di determinare se l'attività di un'impresa sia accessoria rispetto alla sua attività principale si ricorre a tre test alternativi ai sensi della MiFID II. Il superamento di uno qualsiasi di tali test è sufficiente al fine di beneficiare dell'esenzione:

- il test *de minimis*, per le entità la cui esposizione nozionale netta in essere in derivati su merci o quote di emissione o relativi derivati per il regolamento in contanti negoziati nell'UE, esclusi i derivati su merci o quote di emissione o relativi derivati negoziati in una sede di negoziazione, sia inferiore a una soglia annuale di 3 miliardi di EUR;

- il test *sulle negoziazioni*, per le entità la cui portata delle attività relative ai derivati su merci rappresenta una percentuale pari o inferiore al 50 % del valore totale delle altre attività di negoziazione del gruppo;

- il test *sul capitale impiegato*, per le entità il cui capitale stimato impiegato per le rispettive attività in relazione a derivati su merci rappresenta una percentuale non

([16]) esma70-446-775_preliminary_data_report_on_mcm.pdf.
([17]) *Analysis of MIFID II position data on commodity derivatives: who are the market participants and what is their weight in the matif grain derivatives segment?*.

superiore al 50 % del capitale impiegato a livello di gruppo per lo svolgimento dell'attività principale.

È opportuno rilevare che tutte le soglie di cui sopra escludono l'attività di negoziazione connessa alla copertura.

La qualifica di impresa di investimento ai sensi della MiFID II ha implicazioni di ampia portata e non implica soltanto l'applicazione dei requisiti organizzativi e operativi di cui alla MiFID II (e il ruolo di vigilanza e i poteri sanzionatori associati delle autorità nazionali competenti), ma comporta anche la qualifica di controparte finanziaria ai sensi del regolamento (UE) n. 648/2012 (EMIR), in particolare i requisiti associati in termini di scambio di margini bilaterali quando effettuano negoziazioni di derivati, e l'applicazione del regime prudenziale ai sensi del regolamento (UE) 2019/2033 (regolamento relativo ai requisiti prudenziali delle imprese di investimento, IFR) e della direttiva (UE) 2019/2034 (direttiva relativa ai requisiti prudenziali delle imprese di investimento, IFD), compresi i requisiti patrimoniali e in materia di liquidità associati. È opportuno rilevare tuttavia che una serie di requisiti chiave previsti dalla regolamentazione finanziaria sono applicabili a tutte le entità, indipendentemente dal fatto che si qualifichino o meno come imprese di investimento. Figurano in tale contesto gli obblighi relativi agli abusi di mercato, ai limiti di posizione e alla segnalazione ai sensi dell'EMIR.

Nel 2021 il pacchetto per la ripresa dei mercati dei capitali ha introdotto diverse modifiche volte a ridurre alcuni degli oneri amministrativi che gli investitori esperti devono affrontare nei loro rapporti tra imprese nonché ad offrire ai mercati delle merci emergenti l'opportunità di sviluppare, approfondire e migliorare ulteriormente la loro liquidità. La direttiva (UE) 2021/338 ha semplificato il test per l'esenzione per l'attività accessoria, introducendo la suddetta soglia *de minimis* basata sull'esposizione. L'obbligo per i partecipanti al mercato di notificare ogni anno il rispetto dei criteri relativi all'esenzione per l'attività accessoria è stato soppresso e sostituito dalla possibilità per le autorità nazionali competenti di richiedere informazioni su base ad hoc.

Anche altre giurisdizioni, quali gli Stati Uniti e il Regno Unito, dispongono di norme volte a evitare che le entità che negoziano derivati su merci come attività accessoria rientrino nell'ambito di applicazione della legislazione finanziaria. Negli Stati Uniti la "*Swap Dealer De Minimis Exception*" esenta dall'obbligo di registrarsi presso la CFTC le entità la cui attività lorda di capitalizzazione del debito non supera gli 8 miliardi di USD su un periodo di dodici mesi. L'eccezione statunitense riguarda soltanto le attività di negoziazione a vantaggio di un cliente ed esclude dai calcoli della soglia qualsiasi attività di negoziazione per conto proprio. In questa fase non vi sono prove che altre giurisdizioni importanti abbiano intenzione di rendere più rigoroso il loro equivalente funzionale dell'esenzione per l'attività accessoria.

Infine la relazione Draghi fa riferimento ai potenziali vantaggi derivanti dal conferire ai grandi partecipanti al mercato, in particolare quelli del settore dell'energia, lo status di impresa di investimento al fine di migliorare la trasparenza del mercato e ridurre il rischio di condotta illecita.

Riscontro dei portatori di interessi e valutazione

La consultazione dei portatori di interessi ha esaminato in dettaglio tutti gli aspetti pertinenti del funzionamento dell'esenzione per l'attività accessoria, quali l'utilità di detta

esenzione in quanto tale, l'adeguatezza dei tre test e l'adeguatezza delle metodologie (ad esempio soglie basate sul lordo anziché sul netto).

I portatori di interessi hanno costantemente sottolineato l'importanza dell'esenzione per l'attività accessoria al fine di garantire la partecipazione continua di operatori prevalentemente non finanziari ai mercati delle merci. I portatori di interessi hanno sostenuto che l'esenzione era necessaria non soltanto per consentire a tali entità di coprire adeguatamente le loro esposizioni commerciali e pianificare le loro operazioni in modo efficiente, ma anche per preservare la profondità dei mercati dei derivati su merci nell'Unione. I partecipanti alla consultazione hanno inoltre sottolineato il valore aggiunto dell'attività di negoziazione non di copertura, anche da parte di imprese non finanziarie che beneficiano dell'esenzione per l'attività accessoria, nel contribuire alla profondità e alla liquidità del mercato, alla riduzione della concentrazione e alla formazione dei prezzi fornendo al mercato informazioni specialistiche.

I portatori di interessi hanno sostenuto pressoché all'unanimità la necessità di preservare la stabilità normativa in questo settore, a seguito delle modifiche attuate nel 2021 con il pacchetto per la ripresa dei mercati dei capitali. I suggerimenti volti a semplificare il test, ad esempio concentrandosi soltanto sull'attività di negoziazione per conto proprio come avviene in altre giurisdizioni, e i suggerimenti volti a rafforzare il test sono stati respinti per motivi analoghi, al fine di mantenere la stabilità normativa.

Nel complesso, dalla consultazione dei portatori di interessi è emerso che un inasprimento dell'esenzione per l'attività accessoria avrebbe conseguenze di vasta portata sul funzionamento delle imprese che attualmente beneficiano di detta esenzione. Questo punto di vista è stato ampiamente condiviso dai rappresentanti del settore e dalle autorità di regolamentazione. I fattori di costo principali individuati sono stati:

(i) obblighi prudenziali derivanti dall'applicazione dei requisiti patrimoniali e in materia di liquidità di cui all'IFR/IFD;
(ii) requisiti in materia di margini per le negoziazioni OTC derivanti da una riqualificazione come controparti finanziarie a norma dell'EMIR; e
(iii) costi complessivi di conformità rispetto ai requisiti di cui alla MiFID II.

I partecipanti alla consultazione, tra cui tre autorità pubbliche, hanno espresso preoccupazione per il fatto che un inasprimento delle condizioni per l'esenzione per l'attività accessoria potrebbe comportare un marcato aumento dei costi operativi o difficoltà nella gestione adeguata del rischio (ad esempio a causa del deterioramento delle condizioni di mercato, cfr. in appresso). La Commissione riconosce che tali modifiche potrebbero comportare costi di conformità aggiuntivi e, sulla base delle attuali norme prudenziali, ulteriori vincoli patrimoniali per fini prudenziali. Anche se tali elementi dovrebbero essere valutati alla luce dei benefici attesi e anche se un inasprimento delle condizioni per beneficiare dell'esenzione per l'attività accessoria potrebbe teoricamente ridurre le attività di negoziazione che comportano l'assunzione di rischi limitando le attività di negoziazione non di copertura dei suoi beneficiari attuali, i partecipanti alla consultazione hanno rilevato che tale situazione potrebbe tuttavia comportare il rischio che alcune imprese, attualmente non soggette a normative in materia di condotta finanziaria e prudenziali, possano uscire da tali mercati. Un'uscita significativa delle imprese esistenti, se non sostituita da nuovi partecipanti al mercato, potrebbe portare a una riduzione dello spessore, della liquidità e dell'efficienza dei mercati delle merci, che si tradurrebbe in una conseguente maggiore concentrazione dei mercati, costi più elevati e minore affidabilità della copertura. Diversi portatori di interessi hanno rilevato che tali aumenti dei costi,

diretti o dovuti a una copertura imperfetta, potrebbero in ultima analisi essere trasferiti ai clienti finali sotto forma di prezzi più elevati delle merci.

La consultazione mirava altresì a valutare se i portatori di interessi percepivano che i requisiti prudenziali avrebbero potuto attenuare lo stress di liquidità che taluni partecipanti al mercato avevano subito durante la crisi energetica del 2022 e il relativo periodo di impennata delle richieste di margini. Tutti i portatori di interessi che hanno risposto, tranne uno, hanno ritenuto che tali requisiti non avrebbero semplificato la situazione e avrebbero potuto persino peggiorarla limitando ulteriormente l'accesso alla liquidità.

Taluni portatori di interessi hanno sottolineato che diverse disposizioni fondamentali relative alla negoziazione di derivati su merci, quali le norme in materia di abusi di mercato, notifica dei titolari di posizioni e limiti di posizione, nonché la segnalazione a norma dell'EMIR, si applicano indipendentemente dallo status normativo dei negoziatori di merci. Tali portatori di interessi hanno messo in discussione la necessità e il valore aggiunto di esigere che i negoziatori di merci ottengano lo status di impresa di investimento a pieno titolo. Soltanto tre partecipanti alla consultazione su 73 che hanno fornito un riscontro in merito a questo punto erano aperti all'idea di rivedere il regime dell'esenzione per l'attività accessoria, di cui soltanto uno chiedeva esplicitamente una riforma. Due autorità pubbliche (dello stesso Stato membro) hanno rilevato che, in caso di riesame dell'esenzione per l'attività accessoria, dovrebbe essere istituito un regime prudenziale ad hoc per i negoziatori di merci al fine di tenere conto dei loro profili di rischio e modelli imprenditoriali specifici. La Commissione rileva che, in termini di vigilanza delle condotte e dei mercati, i partecipanti alla consultazione non hanno presentato elementi che suggeriscano che un inasprimento dell'esenzione per l'attività accessoria rafforzerebbe l'integrità dei mercati.

La Commissione osserva che numerosi partecipanti alla consultazione sono del parere che l'inasprimento del regime dell'esenzione per l'attività accessoria porrebbe i partecipanti al mercato delle merci sottostanti dell'UE in una situazione di svantaggio competitivo rispetto ai loro omologhi a livello mondiale, in particolare in considerazione del fatto che altre giurisdizioni adottano quadri normativi più flessibili.

Per quanto concerne la struttura e il funzionamento dei tre test, dalla consultazione è emerso che tutti e tre i test sono preziosi e utilizzati dai partecipanti alla consultazione. Ciò è vero nonostante la Commissione abbia inteso che nessuna entità che beneficia attualmente dell'esenzione per l'attività accessoria supererebbe il test *de minimis*. I portatori di interessi hanno ritenuto che la modifica o l'eliminazione di uno qualsiasi di tali test comporterebbe costi di adattamento per i partecipanti al mercato che hanno già attuato sistemi e procedure per conformarsi al test scelto.

Analogamente, i portatori di interessi hanno ritenuto che qualsiasi modifica delle metodologie di calcolo delle soglie pertinenti richiederebbe adeguamenti non necessari. Nello specifico, il passaggio a una soglia lorda basata sulle attività di negoziazione, come quella utilizzata negli Stati Uniti, basata sull'attività di negoziazione complessiva, è stato ritenuto dai partecipanti alla consultazione incompatibile con l'approccio basato sul rischio previsto dalla MiFID II, che si concretizza al meglio in una soglia netta basata sulle attività di negoziazione.

Infine, per quanto concerne l'eliminazione delle notifiche annuali sul rispetto delle soglie per l'esenzione per l'attività accessoria da parte di negoziatori di derivati su merci, oltre la metà dei partecipanti alla consultazione ritiene che la modifica del pacchetto per la ripresa

dei mercati dei capitali abbia ridotto gli oneri amministrativi e la burocrazia. Numerosi partecipanti alla consultazione hanno sottolineato che le autorità nazionali competenti potrebbero ancora richiedere informazioni su base ad hoc, al di là di quanto già fornito sulla base delle segnalazioni a norma della MiFID II e dell'EMIR. Tuttavia taluni partecipanti hanno suggerito di prendere in considerazione una notifica iniziale una tantum a un'unica autorità nazionale competente o all'ESMA ai fini del mantenimento di una registrazione a livello di UE delle entità attive sui mercati dei derivati su merci. Pur non essendo eccessivamente onerosa per le imprese, tale notifica potrebbe fornire alle autorità di vigilanza una visione completa dei partecipanti al mercato (in particolare se associata a una notifica da parte delle imprese che cessano la loro attività sui mercati dei derivati su merci).

Conclusioni della valutazione della Commissione

Sulla base del riscontro fornito dai portatori di interessi, non è stato segnalato alcun elemento sostanziale che suggerirebbe che l'esenzione per l'attività accessoria non funzioni adeguatamente. Sempre secondo tale riscontro, sembra che modificare l'ambito di applicazione e il funzionamento dell'esenzione per l'attività accessoria possa avere conseguenze significative e di vasta portata, con potenziali ripercussioni sulla competitività delle imprese dell'UE nei mercati dei derivati su merci. In questa fase, le risposte fornite dai portatori di interessi non suggeriscono che siano urgentemente necessarie modifiche all'esenzione per l'attività accessoria. A tale riguardo, la Commissione rileva che le disposizioni essenziali in materia di condotta, in particolare per quanto riguarda gli abusi di mercato e i limiti di posizione, si applicano già indipendentemente dal fatto che le entità che svolgono attività di negoziazione abbiano o meno lo status di imprese di investimento.

Qualora in un momento successivo fosse previsto un riesame dell'esenzione per l'attività accessoria, che potrebbe fare sì che un maggior numero di entità diventino sottoposte ad autorizzazione e a vigilanza trattandosi di imprese di investimento, sembrerebbe più appropriato un regime prudenziale ad hoc commisurato al profilo di rischio delle imprese che operano sui mercati dei derivati su merci. Nonostante quanto precede, la Commissione potrebbe prendere in considerazione, come suggerito da taluni portatori di interessi, il fatto che tutte le entità attive sui mercati dei derivati su merci dovrebbero fornire una notifica una tantum alle autorità nazionali competenti, al momento dell'avvio e della cessazione delle operazioni, al fine di aumentare la visibilità da parte delle autorità di vigilanza in merito all'identità dei partecipanti al mercato. Ciò vale anche per le imprese attive nella negoziazione di quote di emissione o di derivati sulle quote di emissione dell'UE.

4. LIMITI DI POSIZIONE, CONTROLLI SULLA GESTIONE DELLE POSIZIONI E NOTIFICA DEI TITOLARI DI POSIZIONI

Ruolo e funzionamento dei limiti di posizione e dei controlli sulla gestione delle posizioni

I limiti di posizione costituiscono una caratteristica fondamentale delle norme che disciplinano la negoziazione di derivati su merci nell'UE. Limitano l'entità di una posizione netta che una persona può detenere in qualsiasi momento nel contesto di determinati contratti derivati su merci, conseguendo il duplice obiettivo di: i) garantire una negoziazione e un regolamento ordinati e ii) prevenire la manipolazione del mercato.

I limiti di posizione sono stabiliti dalle autorità nazionali competenti in base ai principi stabiliti nel regolamento delegato (UE) 2022/1302 e a seguito di un parere dell'ESMA. I limiti di posizione si applicano ai derivati negoziati in borsa e ai contratti negoziati fuori borsa economicamente equivalenti (EEOTC). Non si applicano alle quote di emissione e ai derivati sulle quote di emissione. Non si applicano ai "contratti C6 carve-out", in quanto tali strumenti non rientrano nell'ambito di applicazione della legislazione finanziaria.

Il regime iniziale per i limiti di posizione stabilito dalla MiFID II si era rivelato eccessivamente restrittivo. Di conseguenza, nel 2021, il pacchetto per la ripresa dei mercati dei capitali ha reso notevolmente meno rigoroso detto regime al fine di sostenere lo sviluppo e l'approfondimento dei mercati dei derivati su merci. In particolare, il pacchetto per la ripresa dei mercati dei capitali:

- ha ridotto l'ambito di applicazione dei contratti soggetti a limiti di posizione soltanto ai derivati su merci agricole e ai derivati su merci non agricole significativi o critici. I contratti sono considerati significativi o critici quando l'entità delle loro posizioni aperte è pari in media ad almeno 300 000 lotti nell'arco di un anno;

- ha esteso l'esenzione per copertura alle posizioni assunte da entità finanziarie che fanno parte di un gruppo prevalentemente commerciale (ossia non finanziario); e

- ha esteso l'esenzione alle posizioni derivanti da operazioni concluse al fine di adempiere l'obbligo di fornire liquidità in una sede di negoziazione.

Ad oggi, tre contratti derivati su merci non agricole sono soggetti a un limite di posizione: il contratto derivato TTF negoziato su ICE Endex e sulla European Energy Exchange (EEX), il contratto derivato "THE" negoziato sull'EEX e sull'ICE Endex e il contratto "German Power Base" negoziato sull'EEX.

Le persone che detengono posizioni qualificate che desiderano beneficiare di una delle esenzioni di cui sopra devono presentare una richiesta formale all'autorità nazionale competente che fissa il limite di posizione per il pertinente contratto derivato su merci.

L'adeguatezza del funzionamento del regime per i limiti di posizione dovrebbe essere valutata nel contesto del fatto che, in altre giurisdizioni, le sedi di negoziazione svolgono un ruolo complessivamente maggiore nell'adattamento, nell'applicazione e nel monitoraggio dei limiti di posizione. Ad esempio, negli Stati Uniti, per i contratti non soggetti ai limiti di posizione federali stabiliti dalla Commodities and Futures Trading Commission (CFTC), le sedi di negoziazione sono libere di fissare i limiti di posizione come ritengono opportuni. Analogamente le sedi di negoziazione svolgono un ruolo più importante nella concessione di coperture e di altre esenzioni ai partecipanti al mercato, applicando le condizioni stabilite nell'ordine emesso dalla CFTC.

I limiti di posizione sono integrati da controlli sulla gestione delle posizioni, che impongono alle sedi di negoziazione di adottare disposizioni per monitorare le posizioni aperte dei partecipanti al mercato e garantire una negoziazione ordinata presso la loro sede. L'obbligo di istituire controlli sulla gestione delle posizioni ha un ambito di applicazione più ampio e si applica a tutte le posizioni in derivati su merci, indipendentemente dal fatto che il contratto sia soggetto o meno a un limite di posizione. Copre tutti i tipi di posizioni, comprese quelle assunte per fini di copertura. L'obiettivo dei controlli sulla gestione delle posizioni è consentire alle sedi di negoziazione di individuare l'accumulo di posizioni ingenti e concentrate che potrebbero comportare distorsioni dei prezzi, manipolazioni del

mercato o altre pratiche di negoziazione abusive. A norma dell'articolo 57, paragrafo 8, MiFID II, tra tali controlli dovrebbero figurare quanto meno i poteri per:

- controllare le posizioni aperte;

- ottenere informazioni complete in relazione alle posizioni assunte, tra cui, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, l'entità e la finalità della creazione della posizione in questione;

- chiudere o ridurre la posizione in questione;

- imporre al detentore della posizione di reimmettere liquidità nel mercato in determinate circostanze.

Inoltre, per i contratti che possono essere regolati fisicamente, il regolamento delegato (UE) 2022/1299 della Commissione che integra la MiFID II([18]) ha introdotto l'obbligo di fissare livelli di rendicontabilità, il cui scopo è avviare un dialogo con il detentore della posizione in caso di superamento di determinate soglie qualitative o quantitative. Le sedi di negoziazione dovrebbero comunicare alle rispettive autorità nazionali competenti tutti i dettagli dei loro controlli sulla gestione delle posizioni, compreso il numero di casi in cui sono stati raggiunti livelli di rendicontabilità.

Infine la notifica dei titolari di posizioni comprende, ai sensi dell'articolo 58, paragrafo 3, MiFID II, l'obbligo per i partecipanti al mercato di trasmettere informazioni sulle posizioni alle sedi di negoziazione. Uno degli obiettivi di tale prescrizione consiste nel fornire alle sedi di negoziazione le informazioni necessarie per l'attuazione del loro mandato in materia di gestione delle posizioni. I partecipanti al mercato sono pertanto tenuti a presentare alle sedi di negoziazione presso cui negoziano i dettagli delle loro posizioni detenute nei contratti negoziati in tale sede. Le informazioni trasmesse alle sedi di negoziazione non comprendono tuttavia le posizioni in contratti identici negoziati in altre sedi, né le posizioni in contratti OTC che riguardano lo stesso sottostante. È opportuno rilevare che la Financial Conduct Authority (FCA) del Regno Unito ha recentemente esaminato la possibilità di estendere l'ambito dei contratti che i partecipanti al mercato devono segnalare alle sedi di negoziazione, ma ha concluso che tale misura sarebbe eccessivamente onerosa per i partecipanti al mercato. In alternativa la FCA ha deciso che alle sedi di negoziazione sarebbe stato conferito il potere, nell'ambito del loro mandato di controllo della gestione delle posizioni, di chiedere informazioni sulle posizioni in una serie più ampia di contratti OTC, qualora tali posizioni rappresentino un rischio per la negoziazione equa e ordinata nei loro mercati([19]).

Riscontro dei portatori di interessi e valutazione

La consultazione mirata condotta dalla Commissione ha raccolto i riscontri dei portatori di interessi su un'ampia serie di quesiti relativi ai limiti di posizione, ai controlli sulla gestione delle posizioni e alla notifica.

- *Limiti di posizione*

([18]) Regolamento delegato (UE) 2022/1299 - IT - EUR-Lex.

([19]) Tale consultazione è stata avviata in particolare a seguito, tra l'altro, degli eventi verificatisi presso la London Metals Exchange nel marzo 2022, collegati alla creazione di ampie posizioni sul mercato OTC che non erano visibili ai gestori delle sedi di negoziazione, ostacolando in tal modo la capacità di questi ultimi di adempiere il loro mandato in materia di gestione delle posizioni.

La grande maggioranza dei partecipanti alla consultazione, comprese autorità di regolamentazione e autorità pubbliche, ritiene che il regime attuale per i limiti di posizione funzioni adeguatamente e abbia conseguito i suoi obiettivi di contribuire a prevenire gli abusi di mercato e a garantire una negoziazione ordinata. I portatori di interessi hanno sottolineato il fatto che le riforme di cui al pacchetto per la ripresa dei mercati dei capitali hanno consentito di attenuare gli effetti negativi osservati in precedenza sulla profondità e sulla liquidità del mercato e hanno reso la misura più mirata, proporzionata ed efficiente. Nel complesso, nel contesto attuale, i portatori di interessi sono del parere che il regime attuale per i limiti di posizione non abbia avuto alcun impatto negativo sulla liquidità del mercato, né sulla capacità dei partecipanti al mercato di attuare operazioni di copertura, grazie a un'esenzione per copertura ben funzionante. In particolare, diversi partecipanti alla consultazione hanno sottolineato che l'esenzione per copertura successiva al pacchetto per la ripresa dei mercati dei capitali e meglio adattata si è rivelata particolarmente utile durante la crisi energetica, consentendo una copertura efficiente.

Dalla missione di accertamento dei fatti condotta dalla Commissione sulla base dei dati giornalieri sulle posizioni delle autorità nazionali competenti in materia di derivati TTF emerge che, nonostante le posizioni di alcuni partecipanti al mercato si siano talvolta avvicinate ai limiti, tali posizioni sono sistematicamente scese prima di poter superare tali limiti. Secondo la Commissione, ciò dimostra che i limiti di posizione funzionano adeguatamente e sono fissati a livelli adeguati.

La Commissione osserva altresì che i limiti di posizione possono contribuire a evitare un'eccessiva concentrazione del mercato. A tale proposito, la Commissione rileva che la concentrazione delle posizioni nel mercato dei derivati TTF è diminuita costantemente, passando dai primi 10 partecipanti, che rappresentavano circa il 50 % di tutte le posizioni lunghe nel luglio 2022, a circa il 35 % alla fine del 2024([20]).

La maggior parte dei partecipanti alla consultazione, compresa la maggior parte delle autorità pubbliche, ha ritenuto che non sia necessario modificare la gamma dei contratti oggetto di limiti di posizione, né il tipo di posizioni interessate. I partecipanti alla consultazione hanno inoltre respinto pressoché all'unanimità il suggerimento della relazione Draghi di differenziare i limiti di posizione in base ai tipi di negoziatori. La Commissione ritiene che non vi sia alcuna necessità evidente di differenziare ulteriormente il regime per i limiti di posizione in base al tipo di partecipante al mercato, tenuto conto dell'attuale esenzione per copertura prevista dalla MiFID II, che consente già una certa flessibilità per le imprese non finanziarie, nonché del rischio non trascurabile di rendere il quadro inutilmente complesso.

Taluni portatori di interessi del settore hanno osservato che le procedure per richiedere e concedere esenzioni per copertura o esenzioni relative alla fornitura di liquidità erano onerose. Il 57 % dei partecipanti alla consultazione ha suggerito che tali compiti potrebbero essere trasferiti alle sedi di negoziazione. Cinque sedi di negoziazione e due associazioni di borse si sono tuttavia dichiarate contrarie a tale suggerimento. Inoltre due autorità di regolamentazione hanno affermato che il ruolo delle sedi di negoziazione non dovrebbe essere esteso alla fissazione di limiti di posizione, in particolare in considerazione di interessi commerciali contrastanti tra sedi in cui è negoziato lo stesso contratto. La Commissione ravvisa difficoltà anche in quest'ultimo caso e ritiene pertanto che non dovrebbe essere prevista alcuna delega di compiti relativi alla fissazione di limiti di posizione. Tuttavia sembra che il processo di concessione di esenzioni per copertura ed

([20]) Fonte: dati EEX e ICE per le estati 2022 e 2024.

esenzioni relative alla fornitura di liquidità potrebbe essere reso più agile delegando determinati compiti, quali il trattamento delle domande e la convalida delle richieste di esenzione, alle sedi di negoziazione, in particolare laddove non sia richiesta alcuna discrezionalità o sia richiesta una esigua discrezionalità.

Infine due partecipanti alla consultazione hanno formulato quesiti in merito all'applicazione del regime per i limiti di posizione dell'UE alle posizioni assunte in sedi di paesi terzi e al potenziale rischio di elusione che ciò comporta. L'attuale regime per i limiti di posizione di cui alla MiFID può essere soggetto a incertezza del diritto per quanto concerne le posizioni assunte da imprese di investimento dell'UE e da loro clienti in sedi di paesi terzi che offrono la negoziazione di contratti derivati su merci economicamente equivalenti e la misura in cui tali posizioni dovrebbero essere segnalate e conteggiate ai fini dei limiti di posizione, laddove tali contratti siano soggetti a limiti di posizione nell'UE. Ciò potrebbe contribuire a creare condizioni di disparità tra le sedi dell'UE e quelle dei paesi terzi e creare potenziali incentivi alla negoziazione di derivati economicamente equivalenti in sedi di paesi terzi piuttosto che in sedi dell'UE.

- *Notifica dei titolari di posizioni e controlli sulla gestione delle posizioni*

Per quanto concerne la notifica dei titolari di posizioni tutti i partecipanti alla consultazione tranne uno hanno espresso preoccupazione per i possibili obblighi per i partecipanti al mercato di segnalare sistematicamente le posizioni OTC alle sedi di negoziazione a sostegno del loro mandato in materia di controllo della gestione delle posizioni. I partecipanti alla consultazione segnalano un potenziale onere significativo e il rischio che ciò possa portare a una condivisione inadeguata di informazioni sensibili dal punto di vista commerciale. I portatori di interessi hanno raccomandato piuttosto un uso più efficiente dei dati comunicati esistenti. Circa il 10 % dei partecipanti alla consultazione (in particolare tre autorità pubbliche) ha suggerito che la segnalazione di posizioni EEOTC dovrebbe essere estesa a tutti i partecipanti al mercato e pertanto applicarsi alle imprese non di investimento, in particolare al fine di garantire un'applicazione adeguata dei limiti di posizione.

Tuttavia numerosi dei portatori di interessi che si sono opposti alla segnalazione sistematica delle posizioni OTC alle sedi di negoziazione hanno ritenuto che queste ultime dovrebbero avere la possibilità di richiedere informazioni supplementari sulle posizioni nel contesto di un ambito più ampio di contratti OTC, quando le posizioni in tali contratti possono influenzare il prezzo dei contratti negoziati nella stessa sede, e solo in circostanze specifiche, ad esempio in periodi di stress del mercato o di aumento del rischio (in alternativa a una segnalazione sistematica). La Commissione ritiene che ciò potrebbe rafforzare la capacità delle sedi di negoziazione di effettuare controlli sulla gestione delle posizioni e contribuire a monitorare la negoziazione ordinata e, in ultima analisi, a preservare i mercati dai rischi per la stabilità finanziaria, limitando nel contempo i costi di attuazione rispetto alla segnalazione sistematica di posizioni OTC alle sedi di negoziazione.

Circa l'85 % dei partecipanti alla consultazione ritiene che le autorità di vigilanza del settore finanziario e dell'energia dovrebbero avere un accesso completo alle rispettive serie di dati (ad esempio le autorità nazionali di regolamentazione dovrebbero avere accesso ai dati della MiFID/MiFIR, mentre le autorità nazionali competenti dovrebbero avere accesso ai dati dei mercati C6 carve-out e a pronti). La Commissione ritiene che tale obiettivo potrebbe essere conseguito agevolando la cooperazione e la condivisione dei dati (cfr. sezione dedicata ai dati).

Infine le opinioni dei portatori di interessi sulla potenziale estensione della segnalazione ai beneficiari finali delle posizioni detenute da partecipanti al mercato di paesi terzi sono state contrastanti. Sebbene i partecipanti alla consultazione (in particolare quelli con sede nell'UE) concordino nel complesso sul valore aggiunto di tali informazioni, tre di essi hanno sottolineato l'onere aggiuntivo sostenuto e le potenziali sfide in termini di garanzia della conformità da parte dei partecipanti al mercato di paesi terzi. Le autorità di regolamentazione hanno caldeggiato con forza il superamento di tale lacuna in materia di segnalazione, anche per quanto concerne i dati sulle operazioni. Due autorità di regolamentazione finanziaria e un regolatore dell'energia hanno sottolineato che il sistema attuale ostacola una vigilanza adeguata e comporta vulnerabilità potenziali a livello sistemico. È opportuno rilevare che le regolamentazioni attuali delle principali sedi di negoziazione per i derivati su merci (in particolare i derivati su prodotti energetici) impongono già di fornire tali informazioni, in particolare al fine di rispettare gli obblighi di segnalazione previsti dal REMIT.

Conclusioni della valutazione della Commissione

Nel complesso la Commissione ritiene che il regime attuale per i limiti di posizione funzioni adeguatamente. Non vi sono prove solide della necessità di inasprire il regime né di renderlo meno rigoroso. La Commissione stima inoltre che le modifiche apportate dal pacchetto per la ripresa dei mercati dei capitali abbiano contribuito ad approfondire ulteriormente i mercati dei derivati su merci, in particolare nel segmento dei derivati su prodotti energetici.

La Commissione ravvisa la possibilità di esaminare ulteriormente le condizioni alle quali le sedi di negoziazione potrebbero essere incaricate di maggiori responsabilità, seppur ben definite, nella concessione di esenzioni per copertura ed esenzioni relative alla fornitura di liquidità, nonché eventualmente di esenzioni ad hoc, al fine di rendere la misura più agile e più responsiva alle tendenze del mercato, evitando nel contempo un trasferimento significativo di poteri alle autorità di regolamentazione. Al fine di evitare conflitti di interesse e consentire alle autorità di vigilanza di avere una visione consolidata delle esenzioni esistenti, dovrebbero essere messe in atto misure di salvaguardia specifiche, quali la segnalazione sistematica (ma mirata) alle autorità nazionali competenti e le revisioni periodiche da parte di queste ultime. Tuttavia la Commissione non ritiene opportuno trasferire il potere di fissare limiti di posizione alle sedi di negoziazione.

Per quanto concerne l'applicazione dei limiti di posizione alle posizioni assunte in sedi al di fuori dell'UE, la Commissione ha proposto, nell'ambito del pacchetto sull'integrazione dei mercati e la vigilanza, di chiarire che le posizioni detenute dalle imprese di investimento dell'UE e dai loro clienti in contratti economicamente equivalenti negoziati al di fuori di una sede di negoziazione dell'UE dovrebbero contribuire alla valutazione del rispetto del regime per i limiti di posizione previsto dalla MiFID. Ciò garantirebbe lo stesso trattamento per le posizioni in contratti negoziati in sedi dell'UE, in sedi di paesi terzi e OTC. Tale chiarimento è in linea con gli obiettivi di autonomia strategica e di competitività dell'UE evidenziati nella relazione Draghi, i quali creano condizioni di parità in tutte le sedi di negoziazione, eliminano gli incentivi alla negoziazione al di fuori dell'UE ed evitano la possibile elusione delle norme dell'UE. Garantisce inoltre la certezza del diritto per i partecipanti al mercato, riducendo i costi associati all'incertezza del diritto.

Al fine di sostenere le sedi di negoziazione nell'adempimento del loro mandato di gestione delle posizioni e garantire mercati equi e ordinati, la Commissione potrebbe esaminare ulteriormente le condizioni alle quali alle sedi di negoziazione potrebbero essere conferiti

poteri estesi di controllo della gestione delle posizioni al fine di richiedere, su base ad hoc e in determinate circostanze, informazioni sulle posizioni detenute dai loro partecipanti al mercato in una serie più ampia di contratti OTC relativi ai derivati su merci che offrono per la negoziazione e sulle relative attività e passività in relazione alla merce sottostante. Tale potere dovrebbe estendersi a tutti i contratti OTC che hanno la capacità di incidere sulla fissazione dei prezzi o sulle condizioni di regolamento del pertinente contratto in sede nell'UE. Tale proposta consentirebbe inoltre di allineare meglio le norme dell'UE alle conclusioni tratte dall'Organizzazione internazionale delle commissioni sui valori mobiliari (IOSCO) in una recente relazione sulla regolamentazione e sulla vigilanza dei mercati dei derivati su merci([21]), nel contesto della quale si raccomanda di adoperarsi ulteriormente al fine di migliorare la capacità delle borse di ottenere informazioni sulle posizioni dei partecipanti al mercato in derivati OTC su merci collegati e nei mercati fisici delle merci sottostanti. La Commissione ritiene tuttavia che l'eventuale obbligo per i partecipanti al mercato di segnalare sistematicamente alle sedi di negoziazione le loro posizioni nel mercato sottostante e in un'ampia serie di contratti OTC non sarebbe proporzionato a causa dell'onere che tale misura potrebbe rappresentare. Per lo stesso motivo, la segnalazione alle autorità di vigilanza di tutte le posizioni nei mercati sottostanti o nei contratti OTC al di là della segnalazione delle posizioni EEOTC da parte delle imprese di investimento non sembra appropriata. Tuttavia, al fine di garantire condizioni di parità tra i diversi tipi di partecipanti al mercato, la Commissione può valutare se la segnalazione delle posizioni EEOTC possa essere estesa a tutti i partecipanti al mercato([22]), al fine di garantire l'applicazione adeguata dei limiti di posizione.

Infine la Commissione può valutare in che misura un eventuale obbligo supplementare per i partecipanti al mercato di paesi terzi di presentare informazioni sui beneficiari finali potrebbe essere appropriato al fine di colmare il divario nell'attuale notifica dei titolari di posizioni.

5. CONCLUSIONI

Dalle risposte dei portatori di interessi e dalla successiva valutazione della Commissione basata sull'analisi delle tendenze del mercato non è emersa l'urgente necessità di apportare modifiche sostanziali agli elementi riesaminati del quadro sui derivati su merci, anche se talune modifiche mirate potrebbero essere prese in considerazione in futuro.

([21]) https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD781.pdf.

([22]) Ossia, oltre alle imprese di investimento e alle imprese non di investimento che effettuano operazioni tramite un'impresa di investimento.