

XV CONVEGNO ANNUALE
DELL' ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI UNIVERSITARI
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"
"IMPRESA E MERCATI: NUMERI E COMPUTER SCIENCE"
Roma, 23-24 febbraio 2024

LUCA ORCIANI

PROFESSORE A CONTRATTO DI DIRITTO COMMERCIALE NELL'UNIVERSITÀ DI BOLOGNA

I limiti di posizione in derivati su merci tra procedure di *exemption* e obblighi di *reporting*

SOMMARIO: 1. Premessa e obiettivi dell'analisi: una tecnica normativa di tipo quantitativo quale mezzo di efficientamento dei mercati finanziari? - 2. Le ragioni di fondo dell'intervento normativo: dalla funzione socialmente utile dei derivati su merci alla finanziarizzazione dei relativi mercati. - 3. I limiti di posizione da una prospettiva funzionale. - 4. Nozione e ambito applicativo oggettivo. - 5. La metodologia di calcolo: a) per l'individuazione dei limiti di posizione. - 6. (*Segue*): b) per la determinazione dell'entità della posizione netta. - 7. Ambito applicativo soggettivo e irrilevanza del generale regime delle esenzioni. - 7.1. La sopravvenuta perdita di centralità della distinzione tra entità finanziarie e non finanziarie. - 7.2. *Hedging exemption* e profili applicativi teleologici. - 8. Considerazioni minime sull'applicabilità *ratione temporis*. - 9. L'esigenza di differenziazione della disciplina in base alla tipologia di *commodity*: i derivati energetici. - 10. Il fondamento della disciplina in punto di *position reporting*. - 11. Gli obblighi di *reporting* settimanali e giornalieri. - 12. L'obbligo di informazione *ex art. 62, comma 3, reg. Mercati*: definizione e discrasie sistematiche. - 13. Rilievi conclusivi.

1. *Premessa e obiettivi dell'analisi: una tecnica normativa di tipo quantitativo quale mezzo di efficientamento dei mercati finanziari?*

Una delle più significative innovazioni in materia di strumenti derivati su merci apportate dalla direttiva 2014/65/UE - *Market in Financial Instruments* (c.d. MiFID II) è senz'altro rappresentata dall'introduzione di *position limits* ⁽¹⁾, i quali

⁽¹⁾ In questo senso si può leggere ESMA, *MiFID II Review report on position limits and position management*, disponibile su www.esma.europa.eu, 1° aprile 2020, 9 s.: «MiFID II introduced a new set of provisions governing trading in commodity derivative markets. Those commodity derivative provisions are one of the key changes in MiFID II compared to MiFID I». Tale intervento normativo si spiega quale risposta all'accordo del vertice G20 di Pittsburgh del 2009 per potenziare la regolamentazione, il funzionamento e la trasparenza dei mercati finanziari e dei derivati sulle materie prime e alla richiesta del vertice G20 di Cannes del 2011 affinché i regolatori del mercato dispongano di poteri formali di gestione delle posizioni. Analogamente si pongono le dichiarazioni di ROSS (ESMA Executive Director), *Keynote speech at IDX 2015*, Londra, 9 giugno 2015, *ivi*, 5: «We are on the verge of implementing the world's most ambitious and comprehensive position limits regime to date».

risultano intrinsecamente basati su un approccio normativo di ordine quantitativo e sono divenuti applicabili a far data dal 3 gennaio 2018, a seguito del recepimento nell'ordinamento italiano della citata normativa sovranazionale mediante il d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129 ⁽²⁾. Questa disciplina si colloca nell'ambito di quel fenomeno di massiccia regolamentazione che, negli anni più recenti, ha in generale connotato i contratti derivati e segnatamente i prodotti derivati aventi un sottostante consistente in merci (*i.e. commodities*), a fronte di un precedente disinteresse dei regolatori europei e nazionali sul punto ⁽³⁾.

Del resto, l'attualità del tema e la sua centralità nell'ambito dell'ordinamento dei mercati finanziari sono altresì confermate dalla recente direttiva 2021/338/UE del 16 febbraio 2021 ⁽⁴⁾ poi recepita a livello interno mediante il d.lgs. 10 marzo 2023, n. 31, che ha modificato gli artt. 68 ss. t.u.f., limitando l'applicazione dei limiti di posizione ai derivati su merci agricole, nonché a quelli considerati critici e significativi, ciò «nell'intento di ridurre la complessità e calibrarne gli oneri di *compliance* nella fase di ripresa post-Covid» ⁽⁵⁾. A questo si aggiunga la pubblicazione del reg. delegato 2022/1302/UE della Commissione del

⁽²⁾ Il quale, eccettuati particolari profili irrilevanti in tale sede, ha trovato applicazione a far data dal 3 gennaio 2018.

⁽³⁾ In tal senso ciò ha condotto taluni in dottrina a discettare evocativamente di «tsunami legislativo»: così SCIARRONE ALIBRANDI, GROSSULE, *MiFID II e commodity derivatives*, in Troiano, Motroni (a cura di), *La MiFid II. Rapporti con la clientela - regole di governance - mercati*, ebook, cap. XX, par. 1. Per un'ampia ricognizione della tendenziale innovazione regolamentare che, a partire dalla congiuntura economica del 2008, ha interessato il settore dei *commodity derivatives* si cfr. BLACK, *What is a Regulatory Innovation?*, in Black, Lodge, Thatcher (a cura di), *Regulatory Innovation. A comparative Analysis*, Cheltenham, Elgar, 2005, 1-15, segn. 8-11.

⁽⁴⁾ Tale direttiva si inserisce nell'ambito del pacchetto di iniziative regolamentari adottate per consentire la ripresa economica a seguito della pandemia da Covid-19 (c.d. *Capital Markets Recovery Package*), che ha condotto alla revisione della disciplina applicabile ai mercati dei derivati su merci di cui agli artt. 57 e 58 dir. MiFID II. La centralità del provvedimento è evidenziata anche da F. URBANI, *Rassegna dei principali interventi legislativi, istituzionali e di policy a livello europeo in ambito societario, bancario e dei mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 2021, 209 s.

⁽⁵⁾ Così CONSOB, *Modifiche al Regolamento Mercati. Adeguamento nazionale al regolamento (UE) 2019/2175 che modifica MiFIR, alla direttiva (UE) 2021/338 che modifica MiFID II. Documento per la consultazione*, disponibile su www.consob.it, 15 giugno 2023, mediante cui sono stati sottoposti a «consultazione pubblica gli emendamenti al regolamento della Consob n. 20249 del 28 dicembre 2017 ("Regolamento Mercati") finalizzati a completare l'adeguamento dell'ordinamento nazionale alle riforme europee in materia di [...] semplificazione della disciplina sui limiti di posizione per i derivati su merci agricole e i derivati su merci critici o significativi, ai sensi della direttiva 2021/338/UE che modifica la direttiva 2014/65/UE (MiFID) nell'ambito del c.d. *Capital Markets Recovery Package*». Tale adattamento del reg. Mercati (*infra*, nt. 8) è avvenuto con delibera Consob n. 22804 del 6 settembre 2023, su cui si v. la nota redazionale *Servizi di comunicazione dati e derivati su merci: modifiche al Regolamento Mercati*, disponibile su www.dirittobancario.it, 11 settembre 2023. Inoltre, nel detto documento viene specificato che «le suddette riforme sono state oggetto di attuazione in sede primaria [...] mediante modifiche [...] alla Sezione V, del Capo II, Titolo I-bis, Parte III, del decreto legislativo 58/98 ("Testo Unico")». In identici termini si pone anche lo speculare documento sulle risultanze della svolta consultazione: ID., *Relazione illustrativa degli esiti della consultazione, delle conseguenze sulla regolamentazione, sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori*, disponibile su www.consob.it, 7 settembre 2023.

20 aprile 2022 dedicato alle norme tecniche di regolamentazione relative all'applicazione dei limiti di posizione, nonché alle procedure per la richiesta di esenzione ⁽⁶⁾. Ciononostante, l'istituto è stato oggetto di una particolarmente limitata attenzione scientifica, atteso che a esso non sono state dedicate specifiche trattazioni ⁽⁷⁾.

Tanto premesso, il *paper* si propone di svolgere una prima analisi esegetica e sistematica dell'argomento, basata sulla convinzione di fondo che al fine di un corretto inquadramento della normativa in oggetto risulti imprescindibile fare sinergicamente dialogare le molteplici fonti sia di matrice interna che europea. A livello nazionale occorre considerare gli artt. 61 ss. reg. Mercati ⁽⁸⁾, che assolvono alla funzione di riprodurre le disposizioni di dettaglio contenute nella dir. MiFID II e strumentali alla definizione dei medesimi limiti, le quali non hanno trovato attuazione a livello di normativa primaria. Infatti, l'art. 68 t.u.f. si limita a prevedere esclusivamente il potere della Consob di applicare un regime di *position limits* in ossequio alla metodologia di calcolo stabilita dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (AESFEM), recependo i canoni procedurali europei per l'individuazione di tali limiti ⁽⁹⁾. In ambito sovranazionale, oltre agli artt. 57 e 58 dir. MiFID II, è imprescindibile la sistematizzazione di ogni passo della normativa con il già citato reg. delegato 2022/1302/UE avente funzione integratrice della detta direttiva ⁽¹⁰⁾.

Non deve poi trascurarsi come la notevole complessità tecnica di tale disciplina, con i connessi problemi interpretativi dovuti a letture non sempre univoche, determini sovente la necessità che la normativa in esame sia affiancata da un insieme di documenti, quali *questions and answers* (i.e. Q&A), raccomandazioni, *guidelines et similia*, che, malgrado la loro formale non vincolatività, divengono per vero di necessaria applicazione per le cennate ragioni. Essi assurgono a strumenti pragmatici di convergenza atti a promuovere approcci e pratiche di vigilanza comuni ex art. 29, par. 2, reg. 2010/1095/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio istitutivo dell'AESFEM.

⁽⁶⁾ Si v. anche la nota redazionale di commento *Limiti di posizione ai derivati su merci e procedure per la richiesta di esenzione. Gli RTS in Gazzetta Ufficiale UE - Regolamento delegato (UE) 2022/1302*, disponibile su www.dirittobancario.it, 26 luglio 2022.

⁽⁷⁾ Al netto di quelle in alcune opere di carattere commentaristico: sia consentito richiamare ORCIANI, *Commento agli artt. 68 ss. t.u.f.*, in Calandra Buonauro (diretto da), *Commentario breve al testo unico della finanza*, Milano, Wolters Kluwer - Cedam, 2020, 515 ss.; nonché il commento alle medesime disposizioni contenuto in CAVALLARO (a cura di), *Commentario al Testo Unico della Finanza*, Pisa, Pacini, 2021, 327 ss.

⁽⁸⁾ Adottato dalla Consob con delibera n. 20249 del 28 dicembre 2017.

⁽⁹⁾ Sul punto si rinvia a CONSOB, *Recepimento della Direttiva 2014/65/UE (MiFID II) e attuazione del Regolamento (UE) n. 600/2014 (MiFIR). Modifiche al Regolamento mercati. Documento per la consultazione*, disponibile su www.consob.it, 31 luglio 2017, 6, 80 s.

⁽¹⁰⁾ Il quale, giusta il disposto del suo art. 22, ha sostituito e abrogato il precedente reg. delegato 2017/591/UE.

Si intende articolare il lavoro muovendo da una prima parte di analisi incentrata sulle problematiche che si erano poste nei mercati finanziari a livello europeo, individuando così le ragioni e le funzioni dell'intervento normativo-regolamentare, le quali fungeranno da prima guida ermeneutica nell'attesa di una sempre maggiore sedimentazione dell'esperienza giuridica sulla disciplina in esame ⁽¹¹⁾ (paragrafi 2 e 3).

La seconda area di ricerca si focalizzerà sul concetto di *position limits* e particolare attenzione sarà dedicata alla ricostruzione dell'ambito oggettivo di applicazione della disciplina (paragrafo 4). Il cuore del lavoro risiederà nell'approfondimento del controverso metodo di calcolo funzionale tanto all'individuazione dei limiti di posizione, che in sostanza consistono in una formula aritmetica illustrata nei regolamenti Consob, quanto alla determinazione dell'entità della posizione netta (paragrafi 5 e 6). Seguirà quindi lo studio del perimetro soggettivo di applicazione, avendo cura di analizzare la portata e la rilevanza del generale regime delle esenzioni in riferimento alla negoziazione di derivati su merci. Anche la distinzione tra entità finanziarie e non finanziarie dovrà essere riconsiderata alla luce della recente novellazione, al fine di individuare l'esatta latitudine applicativa della *hedging exemption* (paragrafi 7, 7.1 e 7.2). Completano questa disamina alcune considerazioni di diritto intertemporale e sulla differenziazione della disciplina in base alle molteplici tipologie di *commodity* (paragrafi 8 e 9).

La terza parte del saggio costituirà il diretto corollario di quella precedente e verterà sugli obblighi di *reporting* giornalieri e settimanali, come pure sull'obbligo di informazione di cui all'art. 62, comma 3, reg. Mercati; profili, questi, per certi versi particolarmente collegati ai controlli del gestore delle sedi di negoziazione sulle posizioni in strumenti derivati su merci (paragrafi 10, 11 e 12).

Infine, l'intera analisi globalmente considerata consentirà di svolgere alcune riflessioni di più ampio respiro in riferimento alla tecnica normativa da utilizzare per migliorare l'efficienza dei mercati finanziari e ridurre l'eccesso di speculazione, cercando di appurare se ed eventualmente entro quali soglie sia ottimale che il legislatore impieghi a tali fini un approccio quantitativo, appunto utilizzando dei limiti di posizione che si basano su numeri, oppure se risulti sufficiente limitare questa strada quantitativa ai soli obblighi di *reporting* senza prevedere diretti vincoli alle posizioni che si possono detenere, ovvero se tutto questo rischi inopportuno di irrigidire il complessivo sistema e così ostacolare la nascita di nuovi derivati su merci, oltre allo sviluppo di quelli attuali. In altri termini, vi è la certezza che questi limiti aritmetici pongano un argine agli eccessi di speculazione dei mercati finanziari? Le esenzioni con finalità di temperamento della disciplina finiscono in realtà per consentire facili elusioni? Inoltre, come

⁽¹¹⁾ Anche considerato che allo stato risulta particolarmente limitato il ruolo delle sedi di negoziazione italiane in relazione ai *commodity derivatives*: sul punto si rinvia *infra*, § 13.

influiscono simili limiti sulla determinazione quantitativa dei prezzi dei derivati su merci? Queste sono solo alcune delle domande alle quali si cercherà di fornire qualche ipotesi di risposta.

In via alternativa, ci si domanderà se, rispetto a questo approccio aritmetico e quantitativo, risulti invece preferibile e maggiormente efficace affidarsi a una tecnica normativa incentrata su metriche qualitative e maggiormente “sostanziali” che prescindano dalla rigidità del dato numerico, ponendo il loro fulcro su una situazione di fatto da ricercarsi nell’abuso.

Le conclusioni cui si giungerà, che qui in estrema sintesi si anticipano, saranno nel senso della verosimile impossibilità in tale settore di discostarsi dal primo tipo di approccio e così dell’importanza di predisporre adeguati regimi di *exemption* capaci di attenuare, o meglio di gestire, le problematiche correlate a una simile impostazione; tutto questo a livello di stretta interpretazione del diritto vigente oppure talvolta in una prospettiva di riforma dello stesso, ricercando il giusto punto di equilibrio tra flessibilità e rigidità della disciplina in esame (paragrafo 13).

2. Le ragioni di fondo dell’intervento normativo: dalla funzione socialmente utile dei derivati su merci alla finanziarizzazione dei relativi mercati.

Per lo svolgimento di una precisa analisi risulta anzitutto di fondamentale importanza esplicitare le problematiche che si erano poste nei mercati finanziari a livello europeo, individuando così le ragioni di fondo dell’intervento normativo-regolamentare di cui trattasi. Il che implica, in altri termini, di compiere una succinta disamina dei tratti salienti dei mercati di derivati su *commodities* anteriormente alla dir. MiFID II.

L’estensione del mercato dei derivati su merci risultava all’inizio estremamente ridotta, tanto è vero che tale materia era sottovalutata sia dal legislatore che dalla dottrina giuridica ed economica, al netto di talune eccezioni ⁽¹²⁾. I derivati su merci venivano impiegati da acquirenti e venditori allo scopo di gestire i rischi caratterizzanti i mercati di base e in particolare l’alea connessa al repentino mutamento *in pejus* dei prezzi, traslando ciò in capo a soggetti disposti a coprirli in cambio di profitti. Tale profilo risponde alla funzione socialmente utile della speculazione in tale settore, siccome atta a preservare la necessaria liquidità al mercato dei derivati ⁽¹³⁾.

⁽¹²⁾ Nella letteratura in lingua italiana si v., per ogni altro, LAMANDINI, MOTTI (a cura di), *Scambi su merci e derivati su commodities. Quali prospettive?*, Milano, Giuffrè, 2006, *passim*.

⁽¹³⁾ A ciò si aggiunga anche una funzione di *price discovery*: sul punto, *amplius*, si cfr. CULP, *The Social Functions of Financial Derivatives*, in Kolb, Overdahl (a cura di), *Financial Derivatives. Pricing and Risk Management*, Hoboken, Wiley & Sons, 2010, 58 e, più in generale, KOLB, OVERDAHL, *Futures, Options and Swaps*⁵, Hoboken, Blackwell, 2005, 3 ss., cui *adde* EUROPEAN COMMISSION, *A better functioning food supply chain in Europe*, 8 ottobre 2009, COM (2009) 591, 8.

Il profondo mutamento registratosi nei mercati dei derivati su merci nei primi otto anni del nuovo millennio ha visto un ampio rafforzamento del fenomeno di speculazione finanziaria, nonché della volatilità dei prezzi delle materie prime ⁽¹⁴⁾. Tali effetti appaiono invero riconducibili a una pluralità di concause, quali la maggiore centralità assunta dai mercati delle materie prime che erano divenuti la meta degli investitori istituzionali, complici anche la mancanza di efficaci norme di settore, oltreché l'elevata redditività media dei mercati rilevanti, laddove la crisi economica aveva per converso generato un accrescimento dei rischi con riferimento a svariate attività cui si correlava una contrazione dei relativi tassi di rendimento. Ciò ha determinato il rafforzamento in detti mercati del ruolo dei *players* finanziari, specificamente banche d'investimento, fondi pensione, *hedge funds* e via seguitando, con il diretto corollario dell'esponentiale incremento degli investimenti in tale settore.

Instabilità e imprevedibilità dei prezzi delle materie prime sono state specificamente ricondotte ai fallimenti di tali mercati dipendenti essenzialmente dall'opacità delle informazioni cui gli operatori potevano accedere, nonché nel loro comportamento potenzialmente irrazionale che conduce in certe ipotesi a sovrastimare, o, viceversa, a sottostimare i prezzi delle materie prime. Accanto a tali cause deve aggiungersi l'assenza di regole, il che ben può determinare l'assunzione eccessiva di rischi, ovvero l'abuso della propria posizione da parte degli operatori ⁽¹⁵⁾. Devono poi anche essere considerati gli estremamente problematici riflessi sociali e di *food security* dei prezzi di prodotti agricoli, nonché le conseguenti richieste di una più efficiente e rigorosa regolamentazione ⁽¹⁶⁾.

Ab initio, ossia *ante* crisi economica degli anni 2008 e successivi, si è cercato di risolvere le problematiche dei mercati delle *commodities*, adottando il paradigma normativo dell'implementazione degli obblighi informativi che avrebbero dovuto sortire l'effetto di orientare operatori e mercato verso scelte

⁽¹⁴⁾ In relazione alla generale problematica della finanziarizzazione si v., *ex pluribus*, FALKOWSKI, *Financialization of commodities*, in *Contemporary Economics*, 2011, IV, 4-17.

⁽¹⁵⁾ In tal senso si v. SCIARRONE ALIBRANDI, GROSSULE, *Commodity Derivatives*, in Ferrarini, Busch (a cura di), *Regulation of the EU Financial Markets. MiFID II and MiFIR*, Oxford, OUP, 2017, 443: «With regard to regulation, however, we must not ignore the fact that, with specific reference to agricultural commodities, such concerns were (and still are) closely connected with those relating to food security and scarcity, and their dramatic geopolitical implications. This reason might lead to a differentiation of the treatment of the regulations of agricultural derivatives in comparison to others, as has already happened in France with peculiar regard to the position limits regime».

⁽¹⁶⁾ In argomento si rinvia a EUROPEAN COMMISSION, *Food Prices in Europe*, 2008, COM (2008) 821, 2 ss.; nonché HEADY, FAN, *Anatomy of a crisis: the causes and consequences of surging food prices*, in *Agricultural Economics*, 2008, 39, 375 ss.

ottimali ⁽¹⁷⁾: in questa direzione si è appunto indirizzata la dir. 2004/39/CE (MiFID I) ⁽¹⁸⁾.

3. I limiti di posizione da una prospettiva funzionale.

La congiuntura finanziaria ha determinato l'ineludibile necessità di rimeditare le modalità regolamentari in ordine soprattutto alla stabilità dei mercati e alla volatilità dei prezzi. Di tale avviso è il mandato del G20 di Pittsburgh, ove si è esplicitato l'obiettivo di migliorare la regolamentazione, il funzionamento e la trasparenza dei mercati finanziari e delle materie prime, al fine di limitare l'eccessiva volatilità dei prezzi ⁽¹⁹⁾.

L'Unione Europea ha introdotto una molteplicità di normative specifiche in punto di negoziazione ed esecuzione dei derivati su merci, tra le quali emergono quelle concernenti l'imposizione di limiti *ex ante* alle posizioni in tali derivati per fini non di copertura e con riferimento alle sole entità finanziarie ⁽²⁰⁾, ponendo un divieto agli operatori di detenere detti prodotti oltre una certa soglia quantitativa.

L'obiettivo primario perseguito dal legislatore sovranazionale prima e da quello interno poi è ravvisabile nella stabilizzazione dei mercati delle merci, rendendoli maggiormente affidabili e meno esposti alla speculazione e agli abusi di mercato, così garantendo la convergenza tra i prezzi dei derivati e i prezzi *spot* delle materie prime sottostanti. Altrimenti detto, ciò significa scongiurare una smisurata finanziarizzazione dei mercati dei derivati su *commodities*, nonché promuovere chiare condizioni di fissazione dei prezzi e di regolamento ⁽²¹⁾. A ben vedere, analoghi obiettivi rispetto a quelli perseguiti con l'imposizione dei *position limits* sono rinvenibili nella dir. 2014/57/UE (CSMAD) e nel reg. 2014/596/UE (MAR), malgrado in tali fonti si faccia riferimento alla nozione di *market abuse* intesa alla stregua di condotte consistenti nell'abuso di informazioni

⁽¹⁷⁾ Si tratta cioè della costruzione teorica nota come *efficient capital market hypothesis*, esplicitata da FAMA, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in *The Journal of Finance*, vol. 25, n. 2, *Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y. December, 28-30, 1969* (maggio 1970), 383 ss.

⁽¹⁸⁾ Si v. MOLONEY, *Building a Retail Investment Culture Through Law: The 2004 Markets in Financial Instruments Directive*, in *Eur. Bus. Org. L. R.*, 2005, 341 ss.

⁽¹⁹⁾ G20, *Leaders' Statement, Pittsburgh Summit. A Framework for Strong Sustainable and Balanced Growth*, 2009, par. 12. In analogo senso si orientano le *Guidelines* individuate dall'*International Organization of Securities Commissions (IOSCO, Principles for Regulation and Supervision of Commodities Derivatives Market, Final Report*, 2011, 26-38).

⁽²⁰⁾ Ma sul punto si v. *infra*, § 4 ss., considerando che il regime delle esenzioni a partire dalla direttiva 2021/838/UE, cit., è stato in parte esteso anche alle entità finanziarie.

⁽²¹⁾ Si v. SCIARRONE ALIBRANDI, GROSSULE, *Commodity Derivatives*, cit., 456.

privilegiate, illecita diffusione delle stesse, nonché manipolazioni in riferimento ai derivati e ai mercati dei sottostanti (22).

L'*intentio legislatoris* può complessivamente ravvisarsi nell'operare una scelta di compromesso idonea a realizzare un contemperamento di differenti interessi: da un lato, quello volto alla limitazione degli avversi effetti della speculazione; dall'altro, quello diretto a evitare di eccessivamente raffrenare le operazioni di copertura dei rischi (*hedging*), in quanto costituenti il *proprium* dei prodotti derivati, garantendo la necessaria liquidità al mercato. In termini tecnici il legislatore ha promosso operazioni di *hedge-hedge* e *hedge speculative*. Da notare che l'intento economico della controparte può anche essere termine di riferimento per l'effettuazione di una classificazione dei derivati (23).

In ogni caso, deve specificarsi che è particolarmente dibattuta e incerta a livello di scienze economiche la sussistenza di un rapporto di diretta proporzionalità corrente tra le fluttuazioni del mercato dei derivati (e quindi la speculazione finanziaria) e la volatilità dei prezzi *spot* delle *commodities* (24). Si noti però che la previsione di un regime di limiti di posizione finalizzati a salvaguardare i *futures markets* da un'eccessiva speculazione che potrebbe determinare un'instabilità irragionevole o ingiustificata dei prezzi è presente anche nell'ordinamento statunitense, ove mediante il *Commodity Exchange Act* (CEA), la *Commodity Futures Trading Commission*, la quale assolve la funzione di promuovere l'integrità, la resilienza e l'attività dei mercati dei derivati americani attraverso una solida regolamentazione, è stata autorizzata a imporre limiti sulla dimensione delle posizioni speculative nei mercati a termine (25).

4. Nozione e ambito applicativo oggettivo.

Occorre ora prendere le mosse dalla definizione dell'oggetto di questo lavoro, ossia i limiti di posizione, ricordando che essi rappresentano lo strumento mediante il quale il legislatore prevede il numero massimo di contratti che può essere detenuto da un singolo soggetto. Lo scopo di questi limiti è quello di impedire l'accumulo di posizioni che possono destabilizzare il mercato, in aderenza a quanto già rilevato (26).

(22) Così ALEXANDER, MALY, *The new EU market abuse regime and the derivatives markets*, in *Law and Financial Market Review*, vol. 9, 2015, 243-250.

(23) Si cfr. LYNCH, *Gambling by Another Name; The Challenge of purely Speculative Derivatives*, in *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, vol. 17, 2012, 75 ss.

(24) Si v. SCIARRONE ALIBRANDI, GROSSULE, *MiFID II e commodity derivatives*, cit., cap. XX, § 3.

(25) Sul punto, si fa riferimento a *Cftc.gov, U.S. Commodity Futures Trading Commission*.

(26) La definizione è tratta da BORSA ITALIANA S.P.A., *Glossario finanziario*, voce «Limite di posizione», consultabile su www.borsaitaliana.it. Similmente si v. la stessa voce in *la Repubblica*, sezione *Economia & Finanza*, consultabile su www.repubblica.it, ove il limite di posizione viene definito quale «numero massimo di strumenti derivati di una stessa categoria su un dato bene sottostante, che possono essere posseduti da un unico investitore».

Nell'individuazione del perimetro oggettivo di applicazione di questi limiti, e quindi degli artt. 68 ss. t.u.f., è preliminarmente utile precisare, seppure per inciso, che secondo una prima esemplificazione concettuale per derivati su merci si intendono i contratti il cui valore deriva da una merce sottostante (27). Anche tali prodotti si caratterizzano, parimenti alla generale fattispecie del derivato, per il fatto di avere ad oggetto un differenziale rappresentato dal raffronto tra il valore di un'entità economica al momento della stipulazione e il valore della medesima entità al momento dell'esecuzione del contratto (28).

Secondo l'iniziale impostazione del legislatore europeo, l'ambito di applicazione oggettivo era molto vasto, nel senso che i *position limits* (29) risultavano applicabili a tutti i derivati su merci rientranti nel regime definitorio del t.u.f. scambiati sulle varie sedi di negoziazione (30), nonché ai contratti negoziati *over the counter* (OTC), vale a dire fuori listino, e che fossero economicamente equivalenti ("EEOTC"), indipendentemente dalla merce sottostante. Da questo punto di vista, la disposizione è stata modificata quanto alla tipologia del sottostante dei derivati e alla loro rilevanza, pur essendo rimasto immutato il riferimento alle varie *trading venues* di negoziazione.

Orbene, come già anticipato, la direttiva 2021/338/UE (31) ha circoscritto l'applicazione dei limiti di posizione (32) ai contratti aventi quale sottostante merci agricole, nonché ai contratti «critici o significativi» (33). L'intendimento sarebbe, da un lato, quello di impedire di soffocare la liquidità e la crescita dei mercati delle merci meno sviluppati, tra i quali rientrano anche quelli energetici, ritenuti nodali per il rilancio del sistema economico a seguito della crisi pandemica, nonché, dall'altro lato, quello di preservare l'integrità dei mercati finanziari in cui vengono negoziati i derivati, con particolare riferimento ai casi in cui la *commodity* sia costituita da merci agricole, atteso il ruolo fondamentale che le stesse assolvono.

(27) Si v. KOLB, OVERDAHL, *Futures, options and Swaps*, cit., 2.

(28) Per ogni altro, si cfr. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, Giuffrè, 2010, 13, che specifica come in un contratto derivato l'oggetto dell'acquisto non sia il bene, bensì la differenza di valore.

(29) Così come il *position reporting*.

(30) I.e. mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione (MTF), nonché le nuove piattaforme di negoziazione consistenti nei sistemi organizzati di negoziazione (OTF).

(31) *Supra*, nt. 4. Il d.lgs. 10 marzo 2023, n. 31, recependo i novellati artt. 57 e 58 dir. MiFID II, ha emendato il t.u.f., impattando sul regime dei limiti di posizione, sì da eccettuarne l'applicazione ai mercati dei derivati su merci nuovi e di ridotte dimensioni.

(32) Ma non già, si noti, anche degli obblighi di *reporting*. Così appare importante chiarire che l'intervento di novellazione ha riguardato esclusivamente i limiti di posizione, laddove quello relativo al regime delle comunicazioni in materia è rimasto tendenzialmente immutato e continua ad applicarsi con riguardo a tutti i derivati su merci scambiati in una sede di negoziazione, senza che assuma alcun rilievo la relativa merce sottostante.

(33) L'elenco dei derivati su merci critici o significativi e dei limiti di posizione vigenti sui mercati UE è pubblicato da ESMA e disponibile su www.esma.europa.eu.

È utile notare che i derivati su merci sono considerati critici o significativi ove la somma di tutte le posizioni nette dei detentori di posizioni finali costituisce la dimensione delle loro posizioni aperte ed è pari a un minimo di trecentomila lotti in media in uno *spatium temporis* pari a un anno.

Svolto questo chiarimento, a completamento di quanto chiarito, si deve considerare che si hanno contratti OTC economicamente equivalenti rispetto a contratti negoziati in una sede di negoziazione quando i primi sono valutati in relazione alla medesima merce sottostante, consegnabile nel medesimo luogo e a pari condizioni contrattuali rispetto ai secondi, inoltre il risultato economico è tra loro strettamente correlato, prescindendo da diversificazioni relative ad aspetti di dettaglio, quali le dimensioni dei lotti e la data di consegna. La definizione restrittiva di questa tipologia contrattuale non può che essere di stretta interpretazione, allo scopo di evitare compensazioni fittizie, in spregio del regime dei limiti di posizione ⁽³⁴⁾.

Funzionale e propedeutica all'esatta comprensione dell'ambito di applicazione oggettivo della disposizione e quindi del regime definitorio dei *commodity derivatives*, quale risultante dal recepimento della direttiva MiFID II, è la distinzione di ordine logico-descrittivo corrente tra mercati fisici (c.d. *physical markets*), nei quali le merci sono direttamente oggetto di scambio mediante contratti a pronti (c.d. *spot market*) o contratti a termine (c.d. *forward market*), e mercati dei contratti derivati. Questi ultimi, a loro volta, si distinguono da un lato in mercati regolamentati e altri mercati organizzati (come, ad esempio, i sistemi multilaterali di negoziazione) e dall'altro in mercati *over the counter* ⁽³⁵⁾.

La differenziazione in base al segmento del mercato dei contratti derivati ha un rilievo tutt'altro che marginale, in quanto consente di individuare varie tipologie di derivati fondamentali per il corretto inquadramento della stessa disciplina in oggetto: in primo luogo, quelli aventi natura prettamente finanziaria, giacché standardizzati, negoziati in mercati regolamentati e regolati mediante il pagamento di un differenziale (*i.e. futures e options*); in secondo luogo, quelli in cui la componente contrattuale risulta prevalente, poiché prevedono termini e condizioni *su misura* e vengono negoziati *over the counter* (OTC) ⁽³⁶⁾.

La dir. MiFID I riconduceva alla nozione di strumenti finanziari i derivati su merci regolati mediante consegna esclusivamente nel caso in cui fossero

⁽³⁴⁾ In questi termini si v. l'art. 6 reg. delegato 2022/1302/UE, unitamente al considerando n. 7 del medesimo. Analogamente si v. pure CONSOB, *Guida Operativa, Derivati su merci: Esenzioni, Limiti di Posizione e "Position Reporting"*, disponibile su www.consob.it, 1° agosto 2019, 7.

⁽³⁵⁾ Si v., più diffusamente, CLARK, LESOURD&THIÉBLEMONT, *International commodity trading: Physical and Derivative Markets*, Hoboken, Wiley, 2001, 13-17, nonché nella letteratura in lingua italiana MANZO, *Commodity derivative market e ruolo dell'informazione: profili istituzionali*, in Lamanini, Motti (a cura di), *Scambi su merci e derivati su commodities*, cit., 166.

⁽³⁶⁾ Si v. *supra*, n. 35; cui *adde* GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 147.

negoziati su un mercato regolamentato ovvero su un sistema multilaterale di negoziazione, ipotesi queste che pure sotto l'egida della MiFID *review* continuano a essere inquadrati alla stregua di strumenti finanziari. Seguendo questa direzione, la dir. MiFID II ha ulteriormente esteso la definizione di strumenti finanziari, finendo per ricomprendervi anche quelli che prevedono la consegna fisica dell'*underlying asset* e che sono scambiati in OTF, cioè in una nuova categoria di *trading venue* residualmente delimitata rispetto a quelle tradizionali e prevista allo scopo di regolamentare anche piattaforme precedentemente esenti dall'ambito applicativo MiFID, prevedendo una disciplina analoga a quella dettata in riferimento ai mercati regolamentati e ai sistemi multilaterali di negoziazione (ossia la necessità di autorizzazioni per operare, unitamente al rispetto di obblighi di trasparenza) ⁽³⁷⁾.

Non rientrano nell'estensiva definizione di strumenti derivati su merci di cui alla dir. MiFID II, e quindi neppure nell'ambito degli strumenti finanziari sottoposti all'applicazione del regime *de quo*, i prodotti energetici all'ingrosso negoziati in un sistema organizzato di negoziazione ⁽³⁸⁾, così come gli *Exchange Traded Commodities*. Questi ultimi sono infatti strumenti di debito oggetto di un'autonoma classificazione di cui all'art. 1, comma 1-bis, lett. b) ⁽³⁹⁾.

A completamento di tale opera di perimetrazione oggettiva, si specifica che i limiti di cui trattasi, a seguito della già citata direttiva 2021/338/UE non trovano più applicazione con riferimento ai derivati cartolarizzati (c.d. *securitised derivatives*) di cui all'art. 1, comma 1-bis, lett. c), t.u.f., aventi quale sottostante una o più merci ⁽⁴⁰⁾; diversamente continuano a essere applicabili ai derivati sulle tariffe di trasporto, nonché agli indici prevalentemente basati su merci (ossia quando queste ultime pesano per oltre il cinquanta per cento nella composizione

⁽³⁷⁾ Sono esemplificativamente riconducibili al concetto di OTF le piattaforme generalmente istituite da *brokers*, le quali hanno ad oggetto il *trading* di strumenti finanziari non *equity*: si v. PAROLA, MICCOLI, *Direttiva MiFID II: i nuovi confini tra prodotti energetici all'ingrosso, derivati su merci e strumenti finanziari e impatto sugli operatori*, in *Dir. comm. int.*, 2015, 568-572, segn. nt. 15.

⁽³⁸⁾ Ma in relazione a tale profilo derogatorio e sulle problematiche generate dalle specifiche *commodities* energetiche si rinvia *infra*, § 9.

⁽³⁹⁾ Si cfr. CONSOB, *op. ult. cit.*, 8, nonché ESMA, *Questions & Answers on MiFID II and MiFIR commodity derivatives topics*, disponibile su www.esma.europa.eu, sezione *Questions & Answers*, 23 settembre 2022, 17 s. Per approfondimenti sulla nozione di derivati e segnatamente per quella di derivati su merci si richiama l'art. 1, comma 2-ter, lett. b), oltreché l'Allegato I, sezione C, punti 5, 6, 7 e 10, t.u.f. Si veda altresì SCIARRONE ALIBRANDI, GROSSULE, *Commodity derivatives*, cit., 449-455; unitamente a PAROLA, MICCOLI, *ibidem*.

⁽⁴⁰⁾ Si tratta cioè di «qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere i valori mobiliari indicati alle lett. a) e b) [*i.e.* azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti e ricevute di deposito azionario; nonché obbligazioni e altri titoli di debito, comprese le ricevute di deposito relative a tali titoli] o che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure»; definizione, questa, che altresì si rinviene simmetricamente nell'art. 4, par. 1, punto 44, lett. c), dir. 2014/65/UE.

dell'indice), intese come ogni bene di natura fungibile che può essere consegnato; oltreché ai contratti "spread" o "diff", vale a dire contratti basati sulla liquidazione per contanti, il cui valore si ricava dalla differenza tra due merci di riferimento ⁽⁴¹⁾.

5. *La metodologia di calcolo: a) per l'individuazione dei limiti di posizione.*

Un punto nodale nella ricostruzione dei limiti di posizione è sicuramente rappresentato dall'individuazione della metodologia di calcolo, considerato che la normativa primaria, ossia il citato art. 68 t.u.f., si limita soltanto a prevedere il potere della Consob di applicare un regime di limiti di posizione conformemente alla metodologia di calcolo stabilita dall'AESFEM, recependo così la procedura di livello sovranazionale per l'individuazione dei limiti. La normativa operativa di dettaglio, funzionale all'applicazione dei detti limiti, è contenuta nell'art. 61 reg. Mercati, ove, in attuazione del detto potere riconosciuto alla Consob, vengono enucleati criteri funzionali volti a definire i limiti, unitamente alla classificazione dei soggetti operanti sulle sedi di negoziazione. Si tratta cioè della riproposizione delle disposizioni della dir. MiFID II non attuate a livello primario ⁽⁴²⁾.

Per l'individuazione della metodologia di calcolo occorre fare riferimento al reg. delegato 2022/1302/UE ⁽⁴³⁾. Ciò è motivabile in base all'assunto volto a garantire un approccio armonizzato all'applicazione dei limiti di posizione sugli strumenti derivati su merci. Centrale è l'intenzione del regolamento di migliorare la stabilità e l'integrità dei mercati finanziari attraverso la predisposizione di una metodologia di calcolo armonizzata, in grado di evitare operazioni di arbitraggio regolamentare e implementare la congruenza, accordando alle autorità competenti margini di elasticità al fine di poter considerare differenze tra i vari mercati dei derivati su merci e i mercati delle merci sottostanti ⁽⁴⁴⁾.

La Commissione con tale regolamento ha ritenuto di mantenere la diversificazione della metodologia di calcolo dei limiti di posizione essenzialmente tra i contratti nel mese di scadenza (c.d. *spot month*) e quelli negli altri mesi (cc.dd. *other months*): a ciò è seguita la previsione di specifiche disposizioni collocate rispettivamente negli artt. 11 e 12 e negli artt. 13 e 14 della detta fonte normativa.

⁽⁴¹⁾ Si cfr. ESMA, *Questions & Answers on MiFID II and MiFIR commodity derivatives topics*, cit., 20.

⁽⁴²⁾ Si v. CONSOB, *Recepimento della direttiva 2014/65/UE (MiFID II) e attuazione del Regolamento (UE) 600/2014 (MiFIR)*, cit., 80 s.

⁽⁴³⁾ *Supra*, nt. 6.

⁽⁴⁴⁾ Più specificamente il considerando n. 2 del citato reg. chiarisce che «la metodologia di calcolo dei limiti dovrebbe consentire alle autorità competenti di conciliare l'obiettivo di fissare i limiti a un livello sufficientemente basso da impedire ai titolari delle posizioni in tali derivati su merci di commettere abusi o distorsioni del mercato con gli obiettivi di sostenere un processo ordinato di determinazione del prezzo e gli accordi di regolamento, di favorire lo sviluppo di nuovi derivati su merci e di consentire che i derivati su merci continuino a sostenere il funzionamento delle attività commerciali nel mercato della merce sottostante».

I *position limits* nel mese di scadenza riferiti a strumenti derivati su merci regolati fisicamente e in contanti dovranno essere basati sull'offerta consegnabile. Deve chiarirsi che per *spot month* si intende il periodo immediatamente precedente alla consegna a scadenza, in conformità alle regole stabilite dalla sede di negoziazione di riferimento. Preso atto di ciò, è stato dalla Commissione adottato un approccio estensivo, precisandosi che il periodo del mese di scadenza non necessariamente debba corrispondere a un periodo di tempo mensile, potendo bensì essere declinato in relazione a ciascuno specifico strumento derivato su merci e tenuto conto delle norme della *trading venue* interessata ⁽⁴⁵⁾. Quanto, invece, al concetto di offerta consegnabile è sufficiente considerare che trattasi del *quantum* di merce sottostante idonea a essere impiegata per rispondere alle esigenze di consegna del *commodity derivative* ⁽⁴⁶⁾.

I limiti di posizione negli altri mesi risultano diversamente parametrati sulle posizioni aperte, le quali debbono calcolarsi mediante aggregazione del numero di lotti dello strumento derivato rilevante ai fini della disciplina in oggetto ancora presente nelle *trading venues* in un dato frangente ⁽⁴⁷⁾, con riferimento ai dati di notifica delle posizioni. È utile ricordare che per «lotti» si intendono le unità di valore della base di riferimento.

La determinazione del valore della base di riferimento per i limiti nel mese di scadenza per strumenti derivati su merci agricole o derivati significativi avviene calcolando una percentuale dell'offerta consegnabile per lo strumento derivato su merci fissata nel venticinque per cento, in considerazione di dati empirici derivanti da altri mercati e altre giurisdizioni ⁽⁴⁸⁾. Una significativa eccezione è rappresentata dal limite di posizione nel mese di scadenza per i derivati su merci aventi un sottostante considerato alimento destinato al consumo umano con un totale combinato delle posizioni aperte su contratti nel mese di scadenza e negli altri mesi superiore a cinquantamila lotti per un periodo di tre mesi consecutivi, il cui calcolo si attesta sul venti per cento dell'offerta consegnabile per il derivato su merci. Ulteriore deroga concerne i *position limits* nel mese di scadenza aventi ad oggetto derivati su merci critici o significativi regolati in contanti senza

⁽⁴⁵⁾ Così il considerando n. 13 del reg. 2022/1302/UE, che per ampia parte ha richiamato il considerando n. 11 del previgente reg. 2017/591/UE. Tale approccio dovrebbe assolvere una funzione preclusiva dell'accumulo di posizioni dominanti da parte di singoli soggetti, evitando che essi danneggino il mercato riducendo l'accesso alle merci, proprio perché si va a limitare il quantitativo di offerta consegnabile sottostante che ciascuno può dare o prendere in consegna.

⁽⁴⁶⁾ Per il resto rinviando all'art. 12 reg. 2022/1302/UE.

⁽⁴⁷⁾ Si v. l'art. 14 reg. 2022/1302/UE.

⁽⁴⁸⁾ Fatta precisazione che «se l'offerta consegnabile è notevolmente superiore al totale delle posizioni aperte, le autorità competenti determinano il valore della base di riferimento per il limite nel mese di scadenza calcolando il 25% delle posizioni aperte nel derivato su merci» (art. 11, par. 1, reg. 2022/1302/UE).

offerta consegnabile ⁽⁴⁹⁾, che si rifanno a una percentuale del totale di posizioni aperte nel mese in questione.

In riferimento ai limiti degli altri mesi su derivati relativi a merci agricole o derivati critici o significativi si prevede che il valore di riferimento sia individuato dalle autorità competenti utilizzando un'identica percentuale del venticinque per cento calcolata sulle posizioni aperte.

L'ESMA, i cui progetti di norme tecniche di regolamentazione sono stati poi trasfusi nel previgente regolamento più volte richiamato e quindi anche in quello attuale, ha adottato una linea piuttosto rigorosa anche in punto di valutazione dei fattori pertinenti ai fini del calcolo dei limiti di posizione: è consentita alle autorità competenti l'effettuazione di adeguamenti aumentando il limite (come visto, pari al venticinque per cento) sino al trentacinque per cento, ovvero riducendolo fino al cinque per cento ⁽⁵⁰⁾. I fattori pertinenti sono quelli di cui agli artt. da 18 a 21 del citato regolamento e si riferiscono a circostanze che richiedono un adeguamento in funzione della scadenza dei contratti, dell'offerta consegnabile della merce sottostante, delle posizioni aperte complessive, del numero dei partecipanti al mercato e delle caratteristiche di quello delle merci sottostanti ⁽⁵¹⁾.

In riferimento ai contratti nuovi e illiquidi la metodologia di calcolo dei limiti di posizione che la Consob sarà tenuta a seguire, ai sensi dell'art. 17 del detto regolamento, risulta peculiare e vantaggiosa: si prevede cioè una procedura per fasi successive, consistente nella determinazione di un livello fisso del limite di posizione per il mese di scadenza e per gli altri mesi: trattasi di diecimila lotti per gli strumenti derivati su merci, fino al superamento di una soglia che viene fissata in ventimila lotti ⁽⁵²⁾.

Pur prevedendosi in capo alla Consob un obbligo di comunicazione preventivo all'AESFEM dei limiti di posizione che intende adottare, si deve notare che non sussiste una vincolatività assoluta del parere di quest'ultima, potendo la Consob anche illustrare le argomentazioni per le quali si determini

⁽⁴⁹⁾ E cioè i derivati su merci elencati nell'Allegato I, sezione C, punto 10, t.u.f., quali ad esempio quelli connessi a condizioni meteorologiche, tassi di inflazione, tariffe di trasporto o altre statistiche economiche ufficiali.

⁽⁵⁰⁾ Si v. l'art. 16 reg. 2022/1302/UE.

⁽⁵¹⁾ Si deve precisare che è stato abrogato l'art. 63 reg. Mercati, il quale prevedeva, in capo alle sedi di negoziazione, specifici obblighi di comunicazione che richiamavano le circostanze di cui agli artt. da 16 a 20 del reg. 2017/591/UE, affinché la Consob potesse procedere all'adeguamento dei limiti di posizione (si consideri quanto si rileverà in relazione all'art. 68-*quater* t.u.f.). Questa operazione si è resa necessaria per limitare gli oneri a carico dei soggetti obbligati, prevedendo che le informazioni possano essere raccolte dalla Consob *su specifica richiesta*.

⁽⁵²⁾ Nel nuovo regolamento non si fa più riferimento a titoli emessi per gli strumenti finanziari derivati cartolarizzati aventi quale *underlying asset* una merce (due milioni e mezzo di titoli, cui corrispondeva una soglia di dieci milioni di titoli per un periodo di tre mesi consecutivi). Si v. CONSOB, *Guida Operativa*, cit., 9. Per quanto invece concerne le interrelazioni di tale profilo con gli obblighi informativi, si rinvia alla trattazione del *position reporting* (*infra*, §§ 10-12).

nel senso di non modificare i limiti posti, diversamente dalle indicazioni dell'Autorità europea.

6. (Segue): b) per la determinazione dell'entità della posizione netta.

Diversa dalla metodologia di calcolo per le autorità competenti, la quale concerne la determinazione del limite da imporsi, è la procedura di calcolo dell'entità della posizione netta detenuta da una persona, che consta dell'aggregazione delle varie posizioni detenute da un soggetto in relazione a uno specifico derivato su merci negoziato in una sede di negoziazione e in contratti OTC economicamente equivalenti. Centrale in questo senso appare il problema della compensazione reciproca delle posizioni lunghe e corte in uno strumento derivato su merci ⁽⁵³⁾. L'aspetto saliente risiede in ciò che non si prevede una differente metodologia di calcolo in relazione allo *spot month* e agli *other months* ⁽⁵⁴⁾, rendendo pertanto necessitata la compensazione previa scissione delle due diverse tipologie di posizioni. Anche le posizioni con scadenze differenti per i limiti degli *other months* dovranno essere oggetto di compensazione per determinare la posizione netta ⁽⁵⁵⁾.

Dalla vista necessità di compensare le posizioni lunghe e corte in uno strumento derivato su merci rilevante ai fini di interesse per giungere alla determinazione della posizione netta in relazione a un certo strumento, si può trarre un ulteriore corollario: i limiti di posizione si applicheranno alla posizione netta a prescindere dal fatto che questa sia lunga o corta. Il calcolo delle posizioni dovrà pertanto avvenire mediante l'aggregazione delle stesse, lunghe o corte che siano, relativamente a contratti nel mese di scadenza. Parimenti, ma separatamente rispetto ai contratti nel mese di scadenza, saranno oggetto di aggregazione tutte le posizioni lunghe e corte in uno strumento derivato su merci con riferimento agli altri mesi e ai fini della determinazione della posizione netta ⁽⁵⁶⁾.

Deve rilevarsi l'impossibilità di compensazione di una *hedging exemption* ⁽⁵⁷⁾ con posizioni in derivati che non siano oggettivamente misurabili come la riduzione dei rischi direttamente connessi all'attività di tale soggetto. Tale assunto è semplicemente motivabile enfatizzando la mancata applicabilità a tali posizioni dei limiti. Infatti, a voler diversamente argomentare si finirebbe per realizzare un indebito beneficio di riduzione del rischio "al quadrato", giacché la

⁽⁵³⁾ Ammessa comunque dall'art. 3, par. 3, reg. n. 2022/1302/UE.

⁽⁵⁴⁾ Si v. *supra*, § 5.

⁽⁵⁵⁾ Si v. ESMA, *Questions & Answers on MiFID II and MiFIR commodity derivatives topics*, cit., 16.

⁽⁵⁶⁾ Si v. *Id.*, *op. ult. cit.*, 17.

⁽⁵⁷⁾ Si v. *infra*, § 7.2.

posizione verrebbe prima a rilevare ai fini dell'esenzione e successivamente ai fini di abbattere una posizione speculativa ⁽⁵⁸⁾.

Dal nuovo regolamento è stata espunta la nozione di «medesimo strumento derivato» negoziato in un'altra *trading venue* ⁽⁵⁹⁾, sicché non ha più ragione di porsi la spinosa questione, pur sempre in ordine alla compensazione, riguardante la complessa individuazione di questo elemento, che poteva determinare interpretazioni atte a ridurre artatamente la posizione netta di un soggetto ⁽⁶⁰⁾.

Per quanto invece riguarda il metodo di calcolo delle posizioni per le entità giuridiche ricomprese in un gruppo societario, la posizione netta della *holding* viene determinata mediante l'aggregazione della propria posizione con tutte quelle delle *subsidiary companies* ⁽⁶¹⁾.

Può farsi sistematicamente e latamente rientrare nelle questioni relative alla metodologia di calcolo l'applicazione del limite di posizione unico con riferimento ai derivati su merci agricole aventi lo stesso sottostante e le stesse caratteristiche ovvero derivati su merci critici o significativi che presentano il medesimo sottostante e identiche caratteristiche ⁽⁶²⁾. Tale limite non pare dare adito a particolari questioni interpretative, atteso che esso sarà in via generale posto nell'ipotesi in cui la negoziazione dello stesso strumento derivato su merci raggiunga un *quantum* importante con riferimento a sedi di negoziazione di una pluralità di Stati membri. Occorre distinguere due differenti fattispecie: da un lato, quella in cui la Consob sia l'autorità competente centrale, poiché la sede in cui è negoziato il quantitativo più elevato rientra nella sua competenza; dall'altro, quella ove la Consob non sia tale, dovendosi in quest'ultima circostanza adeguare ovvero sollevare per iscritto le motivazioni in base alle quali non condivide l'imposizione del limite come effettuata dalla rispettiva autorità competente centrale. Fondamentali risultano poi gli scambi reciproci di dati volti alla verifica e al rispetto del detto limite di posizione.

La Consob ha inoltre il potere di riesame dei limiti di posizione qualora si registrino cambiamenti significativi nel mercato che impattano sull'offerta

⁽⁵⁸⁾ Così pure ID., *op. ult. cit.*, 20 s.

⁽⁵⁹⁾ Di cui trattava il previgente *ex art. 5 reg. 2017/591/UE*.

⁽⁶⁰⁾ In particolare, si richiedeva che tra i due derivati sussistesse identità di specifiche contrattuali, di termini e condizioni (eccettuati gli accordi di gestione del rischio successivo alla negoziazione). Oltre a ciò, era poi necessario che gli strumenti derivati integrassero un unico gruppo fungibile di posizioni aperte, facendosi riferimento non già esclusivamente a quei derivati su merci compensati a livello di stessa controparte centrale, ma anche a quelli riferiti a controparti centrali e caratterizzati da interoperabilità, i quali possono essere chiusi tra loro anche mediante compensazione. Si cfr. nuovamente ID., *op. ult. cit.*, 19.

⁽⁶¹⁾ Ai sensi dell'art. 4 dello specifico regolamento.

⁽⁶²⁾ Il riferimento si indirizza all'art. 68, commi 4-6, t.u.f.

consegnabile ovvero sulle posizioni aperte in riferimento alle nuove dinamiche operative di mercato ⁽⁶³⁾.

Infine, in casi eccezionali è possibile l'imposizione da parte della Consob di un regime potenziato di *position limits*. Si tratta di ipotesi in cui ciò risulti obiettivamente giustificato e proporzionato in riferimento alla liquidità e al regolare funzionamento dello specifico mercato ⁽⁶⁴⁾.

7. Ambito applicativo soggettivo: irrilevanza del generale regime delle esenzioni.

La dir. MiFID II e consequenzialmente il t.u.f. hanno limitato il perimetro di operatività del generale regime delle esenzioni in riferimento alla negoziazione di derivati su merci. Posto che l'esenzione a favore delle persone che negoziano per conto proprio (c.d. *dealing on own account exemption*) non è più applicabile agli strumenti derivati su merci (oltreché alle quote di emissione e relativi derivati, secondo quanto disposto dall'art. 2, par. 1, lett. d), dir. MiFID II), permane, per quanto qui di rilievo, solamente l'*ancillary exemption* ⁽⁶⁵⁾.

L'esenzione accessoria concerne, in primo luogo, quei soggetti che negoziano per conto proprio strumenti derivati su merci ovvero quote di emissione o derivati delle medesime, fatta salva l'inapplicabilità dell'esenzione a coloro che negoziano tali strumenti finanziari per conto proprio ma in esecuzione di ordini di clienti; in secondo luogo, essa ha riguardo a quei soggetti che prestano altri servizi di investimento, differenti rispetto alla negoziazione per conto proprio sui detti strumenti derivati, ma esclusivamente nei confronti di clienti e fornitori della propria attività principale ⁽⁶⁶⁾.

⁽⁶³⁾ Si v. l'art. 61, comma 3, reg. Mercati, nonché l'art. 57, par. 4, dir. MiFID II.

⁽⁶⁴⁾ Si v. l'art. 68, comma 7, t.u.f., unitamente all'art. 57, par. 13, dir. MiFID II.

⁽⁶⁵⁾ Sulla cui articolazione si rinvia all'art. 4-terdecies, comma 1, lett. l), t.u.f., disposizione che ha attuato l'art. 2, par. 1, lett. j), dir. MiFID II. Condividono la lettura prospettata nel testo anche PAROLA, MICCOLI, *Direttiva MiFID II: i nuovi confini tra prodotti energetici all'ingrosso, derivati su merci e strumenti finanziari e impatto sugli operatori*, cit., 573-576, ove si legge che la «*ancillary exemption* [è] prevista a favore dei soggetti che negoziano strumenti finanziari per conto proprio o che prestano servizi di investimento in strumenti derivati su merci o forniscono contratti derivati c.d. esotici ai clienti della loro attività principale, purché ciò costituisca un'attività accessoria alla loro attività principale considerata nell'ambito del gruppo, e purché tale attività principale non consista nella prestazione di servizi di investimento o di servizi bancari oggetto di riserva».

⁽⁶⁶⁾ A ciò si aggiunga la necessità che ricorrano congiuntamente quattro ulteriori condizioni su cui si v. MULAS, *Commento all'art. 4-terdecies t.u.f.*, in Calandra Buonauro (diretto da), *Commentario breve al testo unico della finanza*, Milano, Wolters Kluwer - Cedam, 2020, 83 s. Si tratta in sostanza del carattere accessorio dell'attività rispetto a quella principale considerata nell'ambito del gruppo, nonché della circostanza che tali soggetti non siano parte di un gruppo la cui attività principale sia la prestazione di servizi di investimento o attività correlate e della mancata applicazione da parte loro di una tecnica di negoziazione algoritmica ad alta frequenza; a ciò si aggiunga che questi soggetti abbiano effettuato le comunicazioni richieste dalla Consob circa la qualificazione della loro attività nel senso di cui al testo.

Inoltre, deve rilevarsi che l'intervento normativo sovranazionale sopra menzionato, ossia la direttiva 2021/338/UE, ha inciso anche sull'*ancillary activity exemption* di cui si sta trattando ⁽⁶⁷⁾. Più in particolare sono stati oggetto di semplificazione i test atti ad appurare la natura accessoria dell'attività e parimenti si è assistito all'eliminazione dell'obbligo di notificare formalmente all'Autorità competente, ossia alla Consob, con periodicità annuale, l'intenzione di accedere all'esenzione. In linea con la nuova impostazione, la comunicazione dovrà essere effettuata esclusivamente a fronte di una specifica richiesta avanzata dall'Autorità, nell'ambito della quale sarà necessario indicare i criteri a fondamento della valutazione circa la natura *ancillary* dell'attività negoziale in derivati su merci, quote di emissione o derivati sulle stesse ⁽⁶⁸⁾.

Ciò che risulta però fondamentale comprendere, ai fini d'interesse, è, accanto alla dimensione soggettiva ulteriormente connotata dalla tipologia di attività, l'esatto oggetto normativo dell'esenzione, sì da potere criticamente vagliare l'applicabilità o meno a tali entità dei limiti di posizione. In questo senso, si evidenzia che il legislatore interno ha puntualmente e testualmente trasfuso nell'articolato normativo del t.u.f. l'art. 2, par. 1, lett. j), dir. MiFID II sul regime delle esenzioni in relazione agli strumenti derivati su merci, con una notevole differenza che ben può essere interpretata, sempreché alla *littera legis* intenda attribuirsi valore preminente, come intenzione di rafforzare la portata della disciplina dei *position limits*, rendendoli applicabili anche in relazione ai soggetti che pure non rientrano nell'ambito applicativo della dir. MiFID II, siccome riconducibili all'esenzione accessoria. A suffragio di questa esegesi depone chiaramente la proposizione reggente di apertura dell'art. 4-*terdecies* t.u.f. che limita le esenzioni alla parte seconda del t.u.f. dedicata alla disciplina degli intermediari e dunque ai requisiti di autorizzazione, *governance*, capitalizzazione, ecc., laddove la collocazione topografica della neo-introdotta disciplina dei limiti di posizione si individua propriamente nella disciplina dei mercati, quale specifica sezione del capo secondo vertente sulle sedi di negoziazione. E ciò differentemente dall'omologo

⁽⁶⁷⁾ Invero, come si spiegherà più ampiamente nel testo, l'esenzione relativa alle attività accessorie, per come recepita nel nostro ordinamento interno, risulta limitata alle disposizioni contenute nella parte seconda del t.u.f., vale a dire alla disciplina degli intermediari e non anche alla parte terza dedicata alla disciplina dei mercati, il che non va esente da criticità (*infra*, § 13).

⁽⁶⁸⁾ Avuto riguardo ai criteri precisati negli atti delegati della Commissione europea. L'art. 4-*terdecies*, comma 1, lett. l), n. 1-*bis*, t.u.f. è stato modificato, recependo le modifiche apportate all'art. 2, par. 1, lett. j), dir. MiFID II concernenti l'esenzione per attività accessoria rispetto all'attività principale. In particolare, dispone che «detti soggetti comunichino alla Consob, su richiesta di quest'ultima, i criteri in base ai quali hanno valutato che la loro attività ai sensi dei punti i) e ii) sia accessoria all'attività principale, in conformità a quanto stabilito negli atti delegati emanati dalla Commissione europea ai sensi dell'articolo 2, paragrafo 4, della direttiva 2014/65/UE» (enfasi aggiunta).

art. 2, par. 1, lett. j), dir. MiFID II, ove viene utilizzata la più ampia e generale locuzione «la presente direttiva non si applica».

La lettura ermeneutica in base alla quale le esenzioni di cui all'art. 4-*terdecies*, comma 1, lett. l), t.u.f. non si estendono *ex se* alla disciplina dei *position limits* è in certa misura corroborata pure dalla normativa secondaria, ossia dall'art. 65 reg. Mercati. Tale disposizione, nel regolare il procedimento per l'ottenimento dell'autorizzazione a fruire della *hedging exemption* ⁽⁶⁹⁾, prende in esame il caso ove i soggetti di cui ai punti i) e ii) della già richiamata lett. l) non intendano sottoporre alla Consob una richiesta di autorizzazione, la quale deve evidentemente intendersi finalizzata all'esenzione di copertura. Infatti, se anche i soggetti di cui trattasi devono in via generale domandare l'autorizzazione per giovare della *hedging exemption*, questo significa che essi non sono *ab origine* esentati dai limiti di posizione, bensì risultano solamente dispensati dall'applicazione delle norme della parte seconda, purché ricorrano le ulteriori quattro condizioni cui è subordinata l'operatività della deroga in esame sull'attività accessoria ⁽⁷⁰⁾.

Il legislatore interno appare aver inteso potenziare l'impatto e la portata dei limiti di posizione anche oltre quanto previsto dalla dir. MiFID II, la quale, mantenendo le esenzioni ⁽⁷¹⁾, fa sì che ai soggetti rientranti nelle medesime non siano applicabili le disposizioni della direttiva nella loro integralità, vale a dire comprensive di quelle sui limiti di posizione contemplati *ex artt.* 57 e 58.

7.1. La sopravvenuta perdita di centralità della distinzione tra entità finanziarie e non finanziarie.

Secondo l'iniziale impianto della normativa, i limiti di posizione si applicavano, *ratione personae*, solamente alle posizioni detenute da entità finanziarie; per converso, essi non trovavano applicazione nei casi in cui si trattasse di posizioni detenute, direttamente o indirettamente, da entità non finanziarie (c.d. NFE) a fini di copertura, vale a dire quando tali posizioni fossero oggettivamente misurabili come riduzione dei rischi direttamente correlati all'attività commerciale della detta controparte. A seguito del recepimento della direttiva 2021/338/UE, la distinzione tra le due tipologie di *entities* ha perduto rilevanza, seppure solamente in parte, considerato che i casi in cui le eccezioni sono applicabili anche alle entità finanziarie sono limitati, come si avrà modo di vedere nel

⁽⁶⁹⁾ Ossia l'esenzione di copertura, sulla quale si v. *infra*, § 7.2.

⁽⁷⁰⁾ L'esenzione alla quale il legislatore della novella si è riferito nell'art. 65, comma 4, reg. Mercati è indubbiamente l'*ancillary exemption*, come si evince anche dal richiamo dell'art. 2 reg. delegato 2021/1833/UE e dalla necessaria conformità alle procedure dettate dall'art. 6 dello stesso, a ciò espressamente e integralmente dedicati. Si tratta del regolamento in ordine ai criteri per stabilire quando un'attività deve considerarsi accessoria all'attività principale a livello di gruppo.

⁽⁷¹⁾ Seppure con certune restrizioni rispetto allo scenario anteriore all'intervento di *review*.

proseguito della trattazione ⁽⁷²⁾. Resta pertanto comunque importante esaminare le disposizioni specifiche atte a discernere dette posizioni rispetto alle altre e differenti negoziazioni, inizialmente con riferimento alle entità.

La distinzione tra entità finanziaria ed entità non finanziaria mantiene un rilievo centrale ai fini di determinare l'ambito soggettivo di applicazione dei limiti di posizione, tuttavia né il t.u.f., né in origine la dir. MiFID II individuano dei sicuri criteri capaci di discernere tali controparti. A tal proposito l'indagine normativa deve invero concentrarsi intorno all'art. 2, par. 1, punto 1, reg. n. 2022/1032/UE, il quale ha strutturalmente mutuato la definizione di entità non finanziaria da quella dettata dal reg. 2012/648/UE (c.d. EMIR). In estrema sintesi e nella sua essenza la definizione di entità finanziaria si riconduce al concetto di impresa di investimento, quale è quello risultante dall'articolato normativo della dir. MiFID II. Si tratta allora, a voler declinare ciò a livello fenomenico, di soggetti autorizzati in ragione di svariate discipline allo specifico esercizio di attività finanziarie ⁽⁷³⁾. La nozione di entità non finanziaria assume invece un ruolo essenzialmente negativo, cioè trattasi di un'impresa stabilita nell'Unione Europea, ma non rientrante nel perimetro delle entità finanziarie ⁽⁷⁴⁾.

Si precisa che non tutte le entità non finanziarie sono esentate dall'applicabilità della disposizione in commento, poiché ben possono darsi delle NFE esercenti attività prive di qualsivoglia rilievo sistemico, che negoziano contratti derivati a fini non di copertura e dunque non beneficiano affatto dell'esenzione di cui al comma 2, lett. a), art. 68 t.u.f. Tuttavia, dette entità non dovranno ottemperare integralmente alla normativa prevista per quelle finanziarie, bensì dovranno limitarsi a effettuare un *report* da inserire nel repertorio di dati sui contratti derivati e a impiegare talune tecniche di attenuazione del rischio, comunque meno gravose di quelle previste per le controparti finanziarie, mediante la trasmissione dei dati circa la loro redditività in contratti derivati ⁽⁷⁵⁾.

La ragione di fondo della distinzione tra le due tipologie di entità, ancor prima che a livello di *hedging exemption*, deve ravvisarsi già nel reg. EMIR dettato allo scopo di bilanciare e adeguare le norme in ordine soprattutto agli obblighi di

⁽⁷²⁾ *Infra*, § 7.2.

⁽⁷³⁾ Si pensi, a livello meramente esemplificativo, a enti assicuratori, istituti bancari, gestori di fondi di investimento.

⁽⁷⁴⁾ In tal senso, si consideri l'art. 2, par. 9, reg. 2012/648/UE. È poi da chiarire che a livello internazionale un'entità di un paese terzo dovrà qualificarsi come non finanziaria solamente nel caso in cui il test atto a ipotizzare la sede della controparte nell'Unione Europea abbia esito positivo ed essa risulti dunque assoggettata al diritto dell'UE, con la diretta non necessarietà dell'autorizzazione.

⁽⁷⁵⁾ Così pure SCIARRONE ALIBRANDI, GROSSULE, *Commodity derivatives*, cit., 457, segn. nt. 42.

trasparenza e di affrontare con cautela i molteplici rischi posti dalla finanziarizzazione dei mercati delle *commodities* ⁽⁷⁶⁾.

7.2. Hedging exemption e profili applicativi teleologici.

I limiti di posizione trovano applicazione con esclusivo riferimento agli operatori diversi dalle entità non finanziarie e commerciali ⁽⁷⁷⁾, nonché da quelle finanziarie che presentano i requisiti di cui si dirà immediatamente, in riferimento alle quali possa operare l'eccezione di copertura ⁽⁷⁸⁾.

Questa maggiore estensione del perimetro della *hedging exemption* dalla disciplina dei limiti di posizione oltre i confini delle *non-financial entities* è, come appena specificato, dovuta alla più volte menzionata direttiva 2021/338/UE. Più in dettaglio, è interessante notare che l'esenzione di cui trattasi è oggi applicabile anche in favore delle entità finanziarie purché appartengano a un gruppo prevalentemente commerciale e agiscano per conto di un'entità non finanziaria dello stesso gruppo. Altrimenti detto, si assiste a un'estensione anche in favore delle entità finanziarie, oltre a quelle non finanziarie, dell'esenzione dal regime per finalità di copertura, originariamente applicabile soltanto in riferimento a queste ultime. La finalità parrebbe quella volta a permettere pure alle imprese di investimento istituite nell'ambito di gruppi commerciali di negoziare in derivati per ridurre l'esposizione e i rischi direttamente connessi all'attività commerciale del gruppo di appartenenza, quali quelli legati all'andamento dei prezzi nel mercato della merce sottostante.

È stata altresì introdotta con il medesimo provvedimento la c.d. *liquidity exemption*, ossia un'esenzione anche relativamente alle posizioni detenute da un'entità, indipendentemente dalla sua natura finanziaria o non finanziaria, che siano oggettivamente misurabili come derivanti da operazioni concluse per rispettare l'obbligo di fornire liquidità a una sede di negoziazione ⁽⁷⁹⁾.

Se quest'ultima eccezione genera in concreto minori problemi, lo stesso non è a dirsi per quella di copertura, in relazione alla quale risulta necessario specificare che la mera qualificazione soggettiva dell'operatore, secondo i visti

⁽⁷⁶⁾ Si v. *supra*, § 1, nonché ESRB, *Advice of the European Systemic Risk Board*, ESRB/2012/2, 31 luglio 2012.

⁽⁷⁷⁾ Si v. *supra*, § 7.1.

⁽⁷⁸⁾ Fermo restando naturalmente il nuovo ambito applicativo oggettivo circoscritto ai limiti di posizione ai contratti aventi quale sottostante merci agricole, nonché ai contratti critici o significativi.

⁽⁷⁹⁾ Si v. CONSOB, *Modifiche al Regolamento Mercati. Adeguamento nazionale al regolamento (UE) 2019/2175 che modifica MiFIR, alla direttiva (UE) 2021/338 che modifica MiFID II. Documento per la consultazione*, cit., 4 ss. Il neo-introdotta comma 2-bis dell'art. 68 t.u.f. prevede la competenza della Consob a decidere sulle richieste di esenzione in punto di attività di *hedging* e di sostegno alla liquidità.

schemi, sia condizione necessaria ma non certo sufficiente ai fini anzidetti, poiché si richiede che tale qualificazione venga a connotarsi teleologicamente, dovendo cioè l'entità detenere *commodity derivatives* per finalità diverse da quelle di copertura e così fuoriuscire dallo speciale regime derogatorio.

Su tale eccezione di copertura di cui al comma 2 dell'art. 68 t.u.f. diventa allora nodale focalizzare la lente di indagine. La *ratio* dell'esenzione è direttamente individuabile facendo riferimento agli obiettivi perseguiti mediante l'introduzione dei limiti di posizione⁽⁸⁰⁾, vale a dire contingentare gli intenti speculativi, ma evitando categoricamente di precluderli *in toto*, posto che pure la speculazione assolve una funzione socialmente utile, perché contribuisce a preservare la liquidità dei mercati, la quale è un elemento essenziale per il loro funzionamento; inoltre, essa assorbe lo squilibrio che può registrarsi tra posizioni di copertura *long* (i.e. di acquisto a termine) e posizioni *short* (i.e. di vendita a termine)⁽⁸¹⁾.

Anzitutto si specifica che, parimenti a quanto si è affermato circa l'ambito teleologico di applicazione, anche a livello negativo, ossia di esenzione, non tutte le entità (finanziarie e non finanziarie) sono esenti, dovendo sussistere la condizione derogatoria. Si rende pertanto imprescindibile comprendere esattamente quali siano le posizioni aventi capacità oggettivamente misurabile di ridurre i rischi direttamente connessi all'attività commerciale, così da circoscriverne la portata⁽⁸²⁾.

Né il t.u.f., né parimenti la normativa secondaria di cui all'art. 65 reg. Mercati si occupa di definire la portata della detta condizione di esenzione. Risulta quindi necessario il riferimento all'art. 8 reg. 2022/1302/UE nel quale vengono ripresi gli *standards* elaborati ai fini del reg. EMIR, ancorché in tale fonte regolamentare l'esenzione di compensazione-copertura riguardi propriamente l'applicabilità delle più rigide norme concernenti i derivati negoziati *over the counter*⁽⁸³⁾. Tali criteri si estrinsecano, in estrema sintesi, nell'idoneità della posizione alla riduzione dei rischi connessi al potenziale mutamento di valore di elementi quali attività, servizi e prodotti che le controparti non finanziarie possiedono nel corso normale dell'attività, nonché nella possibilità di inquadrare la posizione quale contratto di copertura in linea con gli *International Financial Reporting Standard* (IFRS). Non viene dunque richiamata l'ulteriore condizione prevista dal citato art. 10 reg. 2013/149/UE relativa alla copertura dei rischi

⁽⁸⁰⁾ Si v. *supra*, § 3.

⁽⁸¹⁾ Sul punto più diffusamente si legga, *ex pluribus*, KOLB, *op. cit.*, 100. Una chiara distinzione tra *hedger* e *speculator* imperniata su un criterio soggettivo e uno temporale si rinviene in VALLE, *Il contratto «Future»*, Padova, Cedam, 1996, 72, nt. 179.

⁽⁸²⁾ Art. 68, comma 2, t.u.f., ovvero art. 57, par. 1, dir. MiFID II.

⁽⁸³⁾ Si v. su tali profili, a livello normativo, l'art. 10 reg. delegato 2013/149/UE, nonché l'art. 10, par. 4, lett. a), reg. 2012/648/UE.

derivanti dalle fluttuazioni dei tassi di interesse, dei tassi di inflazione e di quelli di cambio estero, nonché connessa ai rischi di credito ⁽⁸⁴⁾. Le differenze tra il regime risultante dalla dir. MiFID *review* e quello di cui al reg. EMIR, anche a detta dell'ESMA, non sono fondamentali e possono spiegarsi sulla base del rilievo per cui i derivati su merci non sono normalmente impiegati al fine di *treasury financing* ⁽⁸⁵⁾.

Affinché l'esenzione di copertura possa operare non è sufficiente che ricorra la condizione-finalità di cui fa menzione il t.u.f., in quanto è stata prevista la necessità per l'entità non finanziaria di seguire una precisa procedura ⁽⁸⁶⁾. In altri termini, si è inteso evitare l'automatica e meccanica operatività dell'esenzione, allo scopo di prevenire potenziali abusi. La procedura per richiedere l'autorizzazione diretta a ottenere la deroga *de qua*, unitamente ai correlati obblighi di natura informativa, si rinviene nell'art. 65 reg. Mercati. In particolare, si richiede la notificazione da parte dell'entità interessata, cui dovrà seguire la successiva approvazione da parte della Consob, nel termine di ventuno giorni dal ricevimento da parte della stessa della domanda di esenzione ⁽⁸⁷⁾.

Per quanto concerne il concreto contenuto della domanda di esenzione dall'applicazione del regime dei limiti di posizione, l'art. 65 reg. Mercati, fa espresso rimando all'art. 8 reg. delegato 2022/1302/UE, al quale direttamente si rinvia, limitando qui i rilievi a quello per cui ciò che si deve indicare consiste essenzialmente nella descrizione delle attività commerciali dell'entità in relazione al sottostante del derivato in oggetto, nonché delle attività per le negoziazioni e delle posizioni detenute nei relativi derivati su merci, oltreché delle esposizioni e dei rischi connessi alle merci in oggetto; unitamente a un'esplicazione concreta della capacità di copertura. Come è stato da taluni rilevato, detti requisiti per la procedura di esenzione di copertura richiamano molto da vicino gli schemi di notifica per l'esenzione di copertura prevista dal reg. EMIR ⁽⁸⁸⁾.

Una necessaria precisazione riguarda la verifica della sussistenza o meno della necessità per le entità (finanziarie o meno), nel momento in cui ritengono di domandare alla Consob l'esenzione, che questa abbia estensione integrale, vale a dire che ricomprenda nel suo oggetto tutti i contratti in cui esse detengono le posizioni. Il quesito interpretativo può essere risolto negativamente, cioè nel

⁽⁸⁴⁾ Trattasi cioè di *treasury financing activity*.

⁽⁸⁵⁾ Si cfr. ESMA, *Final Report on the Draft Regulatory and Implementing Technical Standards MiFID II/MiFIR*, disponibile su www.esma.europa.eu, 28 settembre 2015.

⁽⁸⁶⁾ Deve essere precisato che nel 2021 la Commissione Europea ha modificato le previgenti norme tecniche di regolamentazione al fine di determinare la procedura che le *entità finanziarie* devono ottemperare per rientrare nell'esenzione dall'applicazione dei *position limits* per le posizioni a copertura del rischio assunte per conto di entità non finanziarie del gruppo.

⁽⁸⁷⁾ Così anche CONSOB, *op. ult. cit.*, 8.

⁽⁸⁸⁾ Di questo avviso sono SCIARRONE ALIBRANDI, GROSSULE, *Commodity derivatives*, cit., 459.

senso per cui ciò che risulta necessario è solamente la richiesta di esenzione da parte di un'entità che rientri nel perimetro derogatorio, ossia quando questa si aspetti che sia dovuta per consentirle di detenere una posizione idonea a ridurre il rischio delle sue attività commerciali e che invero eccederebbe il limite di posizione per quel determinato derivato su merci come dettato dalla Consob. Non appare così necessaria la richiesta di esenzione nell'ipotesi in cui l'entità in riferimento ad altri contratti non preveda di averne bisogno sulla base del suo ordinario operare. Inoltre, si consideri che in nessun caso è previsto un obbligo di richiedere l'esenzione, giacché la domanda è sempre rimessa alla discrezionalità dell'entità medesima ⁽⁸⁹⁾.

Per come elaborata dal legislatore sovranazionale e recepita da quello interno l'area di operatività soggettivo-teleologica della *hedging exemption*, interpretata e ricostruita congiuntamente e imprescindibilmente al procedimento formale per l'autorizzazione a fruirne, si palesa come limitata a posizioni specifiche e ben individuate, dovendosi, di contro, escludere la configurabilità di un'esenzione di copertura generale per certe tipologie di soggetti e idonea a integrare una deroga per tutte le attività relative a tutti i contratti derivati su merci. In sostanza l'operatività effettiva dell'esenzione, oltre al soggetto e alla finalità, deve riferirsi a una certa e determinata posizione ⁽⁹⁰⁾.

Quando una data entità ha ricevuto l'approvazione da parte della Consob a fruire dell'esenzione in oggetto, qualora si verificino dei cambiamenti rilevanti vi sarà l'obbligo di riesame dei limiti e quindi sussisterà la necessità di una nuova notificazione, che avrà per oggetto una vera e propria domanda *ex novo* nel caso in cui il mutamento abbia impattato sulla natura e sul valore delle relative attività per le negoziazioni e le posizioni detenute nei pertinenti strumenti derivati su merci.

8. Considerazioni minime sull'applicabilità *ratione temporis* dei position limits.

Una questione fondamentale che permette di completare circolarmente l'analisi degli ambiti applicativi del regime dei limiti di posizione risiede nella prospettazione e nella risoluzione delle principali questioni di diritto intertemporale.

Occorre specificamente vagliare l'applicabilità o meno dell'art. 68 t.u.f. in relazione alle posizioni in contratti la cui conclusione sia intervenuta anteriormente alla novellazione del t.u.f., fermo restando che si tratti di contratti

⁽⁸⁹⁾ Si cfr. CONSOB, *op. ult. cit.*, 8, segn. punto 3.2.2. Siffatta soluzione è stata altresì prospettata in relazione all'art. 57 dir. MiFID II e agli artt. 8 e 9 del previgente reg. 2017/591/UE anche dall'AESFEM, come risulta da ESMA, *Questions & Answers on MiFID II and MiFIR commodity derivatives topics*, cit., 21.

⁽⁹⁰⁾ Si v. SCIARRONE ALIBRANDI, GROSSULE, *Commodity derivatives*, cit., 449.

rientranti *de plano* nell'ambito di applicazione sia soggettivo che oggettivo. Si fa quindi riferimento a contratti negoziati da parte di entità (non soggetta a esenzioni di alcun tipo) in una sede di negoziazione, ovvero nei nuovi segmenti OTF, nonché a contratti OTC economicamente equivalenti a quelli negoziati in una sede di negoziazione, secondo tutto quanto si è già illustrato ⁽⁹¹⁾.

Dall'articolazione complessiva della normativa in esame emerge con sufficiente chiarezza che il momento della formazione del contratto non assurga a elemento di riferimento ai fini di valutazioni circa l'applicabilità *ratione temporis*, in quanto la disciplina ha in realtà ad oggetto ogni posizione in derivati su merci riferita alle sedi di negoziazione e ai contratti OTC economicamente equivalenti. Ecco allora che dovrà attribuirsi rilevanza alla natura di strumento finanziario e segnatamente di derivato su merci e assimilati secondo l'Allegato I, sezione C, punti 5, 6, 7 e 10, t.u.f., così come novellato dalla dir. MiFID *review*. Non pare quindi sussistere la necessità a questi fini di affrontare problemi di compatibilità rispetto all'art. 11 disp. prel. c.c. e quindi di effettuare una verifica circa la sussistenza di una deroga di legge espressa e specifica al medesimo.

La casistica che può presentarsi in relazione a questo ambito di applicabilità si articola essenzialmente in due ipotesi. Una prima in cui uno strumento finanziario oggettivamente rilevante non fosse inquadrabile come tale al tempo della conclusione del contratto, da risolversi nel senso che nel momento in cui uno strumento finanziario diventi oggettivamente sottoposto al regime dei limiti di posizione, questi troveranno applicazione alle posizioni dei titolari di tali strumenti, con i conseguenti obblighi di segnalazione e di monitoraggio permanente ⁽⁹²⁾. Si pensi a tal riguardo, a livello puramente dimostrativo, a strumenti derivati su merci regolati mediante consegna fisica, ancorché negoziati su di un sistema organizzato di negoziazione (OTF) anteriormente all'entrata in vigore del d.lgs. n. 129/2017 ⁽⁹³⁾.

Una seconda ipotesi potrebbe essere quella nella quale il soggetto fosse titolare di un'esenzione ⁽⁹⁴⁾, ancorché, a onor del vero, quest'ultimo caso risulta tuttavia effettivamente ininfluenza a livello di ordinamento italiano, poiché il regime dei limiti di posizione è stato reso *indipendente* da quello delle esenzioni basate su soggetto e attività ⁽⁹⁵⁾.

⁽⁹¹⁾ Si v. *supra*, §§ 4, 7, 7.1 e 7.2.

⁽⁹²⁾ Sui quali si v. l'art. 68-*quater* t.u.f.

⁽⁹³⁾ Ma, in punto di qualificazione, si v. l'art. 1, comma 2-*ter*, lett. b), t.u.f.

⁽⁹⁴⁾ Ad esempio, la *specialization exemption*, la *dealing on own account exemption*, ovvero l'*ancillary exemption* nella formulazione *ante dir.* MiFID II.

⁽⁹⁵⁾ Sulle quali si fa rinvio all'art. 4-*terdecies* t.u.f. In ordine a tali rilevanti profili di cui al testo, si v. inoltre tutte le considerazioni svolte *supra*, § 7 ss.; nonché ESMA, *op. ult. cit.*, 24.

9. *L'esigenza di differenziazione della disciplina in base alla tipologia di commodity: i derivati energetici.*

La disciplina sopra esplicitata concerne generalmente i derivati su merci, senza operare distinzioni di sorta con riferimento al relativo sottostante. Vi sono tuttavia alcune disposizioni atte a sottrarre certe peculiari categorie di derivati su merci alla disciplina generale.

Una fondamentale differenziazione in questo senso e segnatamente in relazione alla particolarità della merce si rinviene per i prodotti energetici all'ingrosso negoziati in un sistema organizzato di negoziazione (OTF) che vengono eccettuati dall'ampliata nozione di cui all'Allegato I, sezione C, punto 6, t.u.f., la quale ricomprende pure gli strumenti derivati su merci regolati con consegna fisica anche se negoziati su un sistema organizzato di negoziazione ⁽⁹⁶⁾.

L'eccezione C6, anche nota come *REMIT carve out*, è argomentabile normativamente con il rilievo per il quale i contratti aventi ad oggetto prodotti energetici all'ingrosso negoziati in OTF ricadono nel perimetro applicativo del reg. 2011/1227/UE sull'integrità e la trasparenza del mercato dell'energia all'ingrosso (c.d. REMIT), cui segue la necessità di evitare un'inutile e deteriore duplicazione della regolamentazione che si rifletterebbe negativamente sugli scambi nel mercato dell'energia. L'attività di negoziazione di detti prodotti sarà dunque esclusivamente assoggettata alla normativa REMIT, come specificata tecnicamente dal reg. di esecuzione 2014/1348/UE della Commissione, con correlativa totale esenzione dei contratti in esame dall'applicabilità dei limiti di posizione.

A livello più ampio si consideri l'esigenza vieppiù marcata di differenziare la normativa applicabile in base alla tipologia della merce sottostante: ciò consentirebbe l'elaborazione di normative maggiormente adeguate e intelligibili, giacché riferite alle specifiche caratteristiche di ogni prodotto, con il precipuo corollario di una più agevole e meno onerosa applicabilità, soprattutto in termini di *compliance*, da parte dei destinatari. Ciò è tanto più importante relativamente a quei sottostanti che si caratterizzano per singolari profili di rischio, quali *in primis* le materie prime agricole ⁽⁹⁷⁾.

⁽⁹⁶⁾ In materia si v. GUARNIERI, *La normativa finanziaria dei commodity derivatives con particolare riferimento ai mercati energetici*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2018, 28 ss.

⁽⁹⁷⁾ Si cfr. VANDER STICHELE, *Financial Instruments and Legal Frameworks of Derivatives Markets in EU Agriculture: Current State of Play and Future Perspectives*, disponibile su www.europarl.europa.eu, sezione *Studies*, 63 ss.; cui adde SCIARRONE ALIBRANDI, *GROSSULE, MiFID II e commodity derivatives*, cit., cap. XX, par. 7.

10. Il fondamento della disciplina in punto di position reporting.

In senso complementare ai limiti di posizione, il legislatore nazionale ha recepito il regime degli obblighi di *reporting* di cui all'art. 58 dir. 2014/65/UE. Si tratta di uno strumento che si orienta verso uno degli obiettivi fondamentali della *MiFID review*, ossia il rafforzamento della trasparenza e della circolazione delle informazioni sulla formazione dei prezzi e dei volumi scambiati, tanto a livello di sedi di negoziazione, quanto negli OTC. In questo senso il reg. EMIR all'art. 9, con specifico riferimento ai contratti OTC, prevede l'obbligo di segnalare ai cc.dd. *trade repositories* i dati relativi alle negoziazioni ⁽⁹⁸⁾.

La *ratio* è ispirata alla trasparenza del comportamento degli attori del mercato ed ha quale diretto fine la prevenzione degli abusi di mercato. A ciò si aggiunga che gli obblighi di comunicazione in materia assolvono la funzione di consentire alla Consob la corretta determinazione dei limiti di posizione e di eventualmente procedere al loro riesame ⁽⁹⁹⁾. Fondamentale risulta l'utilizzazione di un formato comune e la standardizzazione delle relazioni, al fine di garantire la comparabilità dei dati da parte delle autorità nazionali competenti e dell'AESFEM.

Un profilo di criticità, prescindendo ora dai contenuti, risiede nell'architettura ancora una volta estremamente complessa e non sempre coerente delle fonti normative, derivante dall'impiego di un procedimento legislativo plurilivello e strutturato per comitati, che rischia di far passare in filigrana gli obiettivi da cui il legislatore era stato originariamente orientato, oltre a rendere eccessivamente gravoso l'adeguamento da parte degli operatori dei mercati finanziari che ne sono destinatari ⁽¹⁰⁰⁾. La specificità e le tecnicità della materia fanno sì che, in forza di delega, i *conditores* siano le stesse autorità competenti, le quali parimenti sono sovente chiamate a elaborare documenti di dettaglio, anch'essi in fatto vincolanti ⁽¹⁰¹⁾.

⁽⁹⁸⁾ Ossia repertori aperti alle autorità di vigilanza, allo scopo di offrire un quadro della situazione generale dei mercati, consentendo l'adozione di adeguate scelte politiche in materia.

⁽⁹⁹⁾ Si v. l'art. 68 t.u.f.

⁽¹⁰⁰⁾ *Amplius*: MOLONEY, *Lawmaking Risks in EC Financial Market Regulation after the Financial Services Action Plan*, in Weatherill (a cura di), *Better Regulation*, Oxford, Hart Publishing, 2007, 321.

⁽¹⁰¹⁾ Sul punto si cfr. *supra*, § 1; SCIARRONE ALIBRANDI, GROSSULE, *MiFID II e commodity derivatives*, cit., cap. XX, par. 7. Con riferimento alle fonti interne, si rileva la necessità di interpretare e ricostruire la disciplina in esame in uno con l'art. 62 reg. Mercati mediante il quale la Consob, esercitando la delega di cui al comma 4, lett. a), della norma in esame, ha individuato il contenuto specifico, i termini e le modalità dei principali obblighi di comunicazione diretti alla fissazione di limiti di posizione. Le norme tecniche di attuazione concernenti il formato delle relazioni sulle posizioni da parte delle imprese di investimento e dei gestori di mercato, in ossequio alla già richiamata necessità di standardizzazione e comparabilità, sono contenute nel reg. di esecuzione 2017/1093/UE della Commissione. La normativa di dettaglio sulle relazioni settimanali ai sensi dell'art. 58, par. 1, lett. a), dir. MiFID II, nonché del comma 1 dell'art. 68-*quater* t.u.f., si rinviene nell'art. 83 reg. delegato 2017/565/UE della Commissione avente funzione integratrice della

11. *Gli obblighi di reporting settimanale e giornaliero.*

Occorre seguire anche in sede di analisi la distinzione dettata dal legislatore tra l'obbligo di *reporting* settimanale e quelli giornalieri, stante la diversità di presupposti e di base contenutistica. In particolare, ciascun gestore di una sede di negoziazione è tenuto a pubblicare e a trasmettere alla Consob un rapporto settimanale, che si caratterizza per il contenuto consistente in informazioni aggregate sulla negoziazione dei vari derivati su merci nella sede di sua spettanza.

La relazione *de qua* non deve essere presentata quando il numero delle persone e le loro posizioni aperte non raggiungono i seguenti parametri minimi esplicitati dall'art. 83 reg. delegato 2017/565/UE: (i) l'esistenza di venti titolari di posizioni aperte in un determinato contratto o in una determinata sede di negoziazione; (ii) l'importo assoluto del volume lordo in posizioni lunghe e corte del totale delle posizioni aperte, espresso come numero di lotti del pertinente strumento derivato su merci, supera un livello pari al quadruplo dell'offerta consegnabile del medesimo derivato su merci, anch'essa espressa in numero di lotti. Ancorché l'insussistenza riguardi uno soltanto dei due parametri, il gestore non sarà comunque tenuto alla pubblicazione della detta relazione ⁽¹⁰²⁾.

Fondamentale è la trasmissione della relazione settimanale all'AESFEM, oltreché alla Consob. La prima è infatti tenuta a pubblicare un rapporto centralizzato sul commercio di derivati su merci, basato sui rapporti aggregati settimanali delle sedi, in riferimento a un momento specifico della settimana.

Occorre a questo punto svolgere una preliminare analisi speculare rispetto alla normativa europea di riferimento, al fine di chiarificare il contenuto della disposizione e di individuare un triplice ordine di obblighi di comunicazione *giornalieri*.

In primo luogo, quello gravante a livello interno sui gestori di una sede di negoziazione e a livello europeo pure sulle imprese di investimento, relativo alle rispettive *trading venues*. Il fondamento normativo dello stesso obbligo è

citata direttiva. Indispensabile è, infine, la sistematizzazione di tutta la disciplina sugli obblighi di *reporting* con il reg. delegato 2022/1302/UE.

⁽¹⁰²⁾ Non ha più ragione alcuna soffermarsi sulla deroga rispetto all'obbligo per i gestori delle sedi di negoziazione di pubblicare le relazioni sulle posizioni aggregate settimanali e di comunicarle alla Consob là dove a venire in rilievo siano i *securitised derivatives*, posto che questi ultimi, come già precisato, non sono più soggetti alla segnalazione delle posizioni ai sensi dell'art. 58, par. 1, terzo sub par., dir. MiFID II (si cfr. ESMA, *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR commodity derivatives topics*, cit., 31). Tale scelta del legislatore è motivabile richiamando la funzione assolta dalle relazioni di cui trattasi, cioè quella di garantire agli investitori informazioni trasparenti sul mercato, così da evitare che il loro processo decisionale venga inficiato. Orbene, una simile funzione ha rilevanza con riferimento a taluni contratti basilari per gli operatori di mercato, non così per i derivati cartolarizzati su merci caratterizzati da una sterminata molteplicità tipologica e da una liquidità sovente bassa. Si comprende allora che la pubblicazione di un elevatissimo numero di derivati cartolarizzati su merci sortirebbe un effetto controproducente nei confronti degli operatori, finendo per ingenerare incertezze negli stessi.

ravvisabile nell'art. 58, par. 1, lett. b), dir. MiFID II e a livello interno, giusta il disposto di cui al comma 4, lett. a), art. 68-*quater* t.u.f., nell'art. 62, comma 2, reg. Mercati. È rilevante evidenziare che ci si trova dinanzi a un obbligo che si attiva a prescindere da una specifica richiesta dell'autorità competente e consiste nel comunicare almeno una volta al giorno, una scomposizione completa delle posizioni di tutte le persone, compresi i membri o partecipanti e i relativi clienti, relativamente alla sede di negoziazione interessata ⁽¹⁰³⁾. Il che si interconnette strettamente ai controlli che tali gestori della sede di negoziazione svolgono sulle posizioni aperte ai sensi dell'art. 68-*bis* t.u.f.

In secondo luogo, a venire in rilievo è l'obbligo riferito alle imprese di investimento e segnatamente a banche e Sim che operano *over the counter*. Quest'ultimo è disciplinato dall'art. 58, par. 2, dir. MiFID II, ove emerge tuttavia come sussistente soltanto su richiesta, e dall'art. 68-*quater* t.u.f. che al comma 2 lo prevede indipendentemente da una specifica domanda e la cui cadenza di invio, pur non risultando esplicitata, appare invero potersi ricondurre a quella giornaliera. Deve precisarsi che tale comma è stato oggetto di novellazione mediante il d.lgs. 25 novembre 2019, n. 165 recante «Disposizioni integrative e correttive» del d.lgs. n. 129/2017, il quale ha individuato il destinatario delle informazioni in esame più genericamente nell'Autorità competente della sede di negoziazione (originariamente si trattava semplicemente della Consob).

Infine, vi è l'obbligo incombente su ciascun operatore di una sede di negoziazione, con ciò intendendosi i membri o partecipanti ai mercati regolamentati, ai sistemi multilaterali di negoziazione e ai clienti dei sistemi organizzati di negoziazione, ai sensi dell'art. 58, par. 3, dir. MiFID II.

Dall'angolo prospettico dell'applicabilità soggettiva si individua un primo importante *discrimen* corrente tra tali obblighi. Infatti, i primi due obblighi gravano sulle imprese di investimento ovvero sui gestori di una sede di negoziazione e le informazioni sono quindi immediatamente dirette alla Consob/Autorità competente della sede di negoziazione (*i.e.* a quella che la disciplina europea denomina autorità competente), con l'ulteriore suddivisione per cui solo le imprese di investimento che negoziano derivati su merci o quote di emissione o strumenti derivati sulle stesse al di fuori di una sede di negoziazione (trattasi di contratti OTC economicamente equivalenti) sono tenute a presentare le relazioni di posizione ai sensi del comma 2 dell'art. 68-*quater* t.u.f. La terza categoria vede invece, primariamente, quali destinatari delle informazioni l'impresa di investimento o il gestore di una sede di negoziazione.

⁽¹⁰³⁾ In questo caso pare esservi una discrasia tra la dir. MiFID II, che richiede diversamente una «richiesta» da parte dell'autorità competente al fine di attivare gli obblighi di comunicazioni giornaliere.

Un ulteriore elemento di differenziazione si ravvisa, dal punto di vista contenutistico, nelle informazioni da trasmettere. Le relazioni giornaliere di posizione *ex art. 62, comma 2, reg. Mercati* (predisposte dai gestori di una sede di negoziazione) dovranno consistere in una scomposizione completa delle posizioni scambiate nella specifica sede di negoziazione e facenti capo a tutte le persone, compresi i membri o partecipanti e i rispettivi clienti. Ciò con la diretta conseguenza che le imprese di investimento nelle relazioni ai sensi del comma 2 dell'art. 68-*quater* t.u.f. dovranno limitarsi a includere dati relativi ai contratti OTC economicamente equivalenti. A livello di normativa interna non ha invece ragione di porsi la questione concernente la ricomprensione o meno nella relazione appena citata delle posizioni scambiate in sede di negoziazione, stante la mancata estensione soggettiva della relazione alle imprese di investimento⁽¹⁰⁴⁾, che nella proposizione matrice di apertura fa riferimento alternativamente a imprese di investimento ovvero a gestori di una sede di negoziazione⁽¹⁰⁵⁾.

La relazione relativa alle imprese di investimento che negoziano derivati su merci *over the counter* impone a banche e Sim di fornire all'autorità competente della sede di negoziazione una completa disaggregazione delle loro posizioni, nonché quelle dei loro clienti e dei clienti di tali clienti fino al cliente finale. I modelli tecnici di tali relazioni si rinvergono nel reg. di esecuzione 2017/1023/UE, al quale integralmente si rinvia. Non risulterebbe quindi conforme ai suddetti obblighi un'impresa di investimento che trattasse con o per conto di clienti ovvero clienti di clienti che non possano essere identificati nella segnalazione di posizione per le più disparate ragioni.

Sempre in riferimento a detta relazione si rileva come non debbano costituire oggetto di segnalazione le posizioni pari a zero di fine giornata, nonostante la disposizione in esame richieda la completezza quale requisito della disaggregazione. Una deroga a quanto rilevato è integrata dall'ipotesi in cui l'impresa di investimento non abbia registrato una posizione positiva o negativa nel rapporto precedente, di talché la prima volta in cui una posizione aperta viene ridotta a zero la segnalazione alla Consob deve essere comunque effettuata⁽¹⁰⁶⁾.

Le entità non finanziarie che negoziano a fini di copertura non possono riportare ogni transazione come se fosse a scopo speculativo, bensì debbono segnalare le posizioni di copertura come tali solamente quando sussistono le

⁽¹⁰⁴⁾ Così l'art. 62, comma 2, reg. Mercati, differentemente dall'art. 58, par. 1, lett. b), dir. MiFID II.

⁽¹⁰⁵⁾ Si v. ESMA, *op. cit.*, 31. Le relazioni ai sensi degli artt. 62, comma 2, reg. Mercati e 68-*quater*, comma 2, t.u.f. debbono essere consegnate entro le ore 22:00 (ID., *op. cit.*, 33; CONSOB, *Guida Operativa*, cit., 10).

⁽¹⁰⁶⁾ Si cfr. ESMA, *op. cit.*, 35-36, oltreché CONSOB, *ibidem*. Inoltre, è possibile esternalizzare ad altra entità la segnalazione di posizione di cui al comma 2 dell'art. 68-*quater* t.u.f. (conf. ESMA, *ibidem*; CONSOB, *op. cit.*, 12).

relative condizioni ⁽¹⁰⁷⁾. Segnatamente le relazioni dovrebbero descrivere chiaramente se la posizione sia diretta a ridurre il rischio in relazione ad attività commerciali. Si tratta esemplificativamente dell'ipotesi in cui l'entità finanziaria non richieda un'esenzione di copertura *ex art. 68 t.u.f.*, giacché si trovi nella convinzione che le sue posizioni aggregate derivanti dall'attività di copertura e non di copertura eccedano il limite fissato per un determinato contratto derivato su merci ⁽¹⁰⁸⁾.

Si è posto anche il problema di comprendere esattamente su quale operatore incombano gli obblighi di *reporting* in caso di gruppi di imprese di investimento. Se da un lato può con certezza affermarsi che l'obbligo di segnalazione di una disaggregazione completa delle posizioni detenute (sino al cliente finale) gravi su ciascuna delle imprese di investimento, dall'altro lato occorre evitare una duplicazione di segnalazioni, atteso che ciò potrebbe realizzarsi nell'ipotesi, peraltro non particolarmente desueta, in cui due o più delle imprese di investimento del gruppo siano membri di una sede di negoziazione e abbiano quindi l'obbligo di informare dettagliatamente la medesima sede ⁽¹⁰⁹⁾. Una soluzione a tale annoso inconveniente potrebbe individuarsi nell'esternalizzazione della segnalazione da parte delle imprese del gruppo, ferma restando in ogni caso la responsabilità della segnalazione in capo all'impresa di investimento, dovendosi escludere la traslazione della stessa in capo alla figura del segnalante in nome e per conto di terzi. Una simile soluzione, seppure in riferimento all'art. 58, par. 3, dir. MiFID II, è stata prospettata dall'ESMA e pare pienamente predicabile anche in riferimento al contesto interno ⁽¹¹⁰⁾.

12. *L'obbligo di informazione ex art. 62, comma 3, reg. Mercati: definizione e discrasie sistematiche.*

Accanto agli obblighi di *reporting* indicati, la Consob ha ritenuto di aggiungere, mediante il comma 3 dell'art. 62 reg. Mercati, un obbligo di informazione in capo alle sedi di negoziazione che è finalizzato a fornire alla stessa Autorità di vigilanza i dati per la determinazione dei limiti di posizione e per la loro eventuale revisione. Tale obbligo non deve tuttavia essere sovrapposto o considerato quale specificazione di quello di informazione giornaliera di cui al comma 2 della medesima disposizione.

L'oggetto di siffatto obbligo viene a porsi in stretta correlazione con l'art. 17, par. 2, reg. 2022/1302/UE, che costituisce un'eccezione alla valutazione dei fattori pertinenti ai fini del calcolo dei limiti di posizione con riferimento ai

⁽¹⁰⁷⁾ Si v. l'art. 68 t.u.f.

⁽¹⁰⁸⁾ Analogamente v. ESMA, *ibidem*.

⁽¹⁰⁹⁾ Di cui al comma 3 dell'art. 68-*quater* t.u.f.

⁽¹¹⁰⁾ Si cfr. ESMA, *op. cit.*, 32 s. e v. anche CONSOB, *op. cit.*, 12 s.

contratti nuovi e illiquidi ⁽¹¹¹⁾. Si tratta in particolare di un dovere di notificazione alla Consob da parte delle sedi di negoziazione quando le posizioni aperte complessive in relazione a uno degli strumenti derivati su merci agricole risultino almeno uguali alla quantità di lotti, con contestuale indicazione della relativa soglia di riferimento. Tale notificazione deve essere effettuata quando il numero totale dei lotti raggiunge i ventimila per un periodo di tre mesi consecutivi.

Una significativa discrasia sistematica da correggersi interpretativamente può essere individuata, in relazione ai contratti nuovi e illiquidi (quali ad esempio i *securitised derivatives*), dal rapporto tra l'obbligo di informazione-notificazione alla Consob *ex artt.* 62, comma 3, reg. Mercati e 17 del citato regolamento delegato (richiamato dalla prima disposizione), da un lato, e l'obbligo di informazione giornaliera, dall'altro. Infatti, il detto richiamo dell'art. 17 e ancora prima il rilievo per cui quest'ultimo sia contenuto in una fonte normativa europea *self-executing* hanno fatto sì che pure l'ordinamento interno adottasse l'approccio dell'AESFEM volto a non ostacolare lo sviluppo di nuovi *commodity derivatives* ovvero a non precludere il corretto funzionamento a segmenti di mercato connotati da minore liquidità, prendendo quindi in considerazione i tempi di assestamento del mercato ⁽¹¹²⁾. Ecco che risulta spiegabile la tanto peculiare quanto favorevole metodologia di calcolo per tali contratti, che prevede una procedura per fasi successive, consistente nella determinazione di un livello fisso del limite di posizione per il mese di scadenza e per gli altri mesi.

Si fa da ultimo notare che l'inapplicabilità degli obblighi di *reporting* ai derivati su merci cartolarizzati disposta mediante la direttiva 2021/338/UE ha ricondotto a unità il sistema anche da questa prospettiva, eliminando una sua contraddizione intrinseca che già si aveva avuto modo di segnalare sotto l'egida della previgente disciplina ⁽¹¹³⁾, posto che nel porre in capo ai gestori di sedi di negoziazione l'obbligo di *reporting* giornaliero *ex art.* 62, comma 2, reg. Mercati, il legislatore italiano, parimenti a quello sovranazionale, non aveva previsto alcuna eccezione con riferimento a detta tipologia di derivati su merci, tanto che ci si era domandati perché mai tale obbligo avrebbe dovuto trovare applicazione nell'ipotesi in cui i derivati su merci cartolarizzati fossero complessivamente inferiori a due milioni e mezzo di titoli, ossia al limite di posizione fissato per detti strumenti dal legislatore. Ciò pareva invero un non senso giuridico, semplicemente considerando la *ratio* fondante dell'obbligo di segnalazione giornaliera,

⁽¹¹¹⁾ Si v. *supra*, § 5.

⁽¹¹²⁾ Si cfr. considerando n. 237 del reg. 2022/1302/UE.

⁽¹¹³⁾ Si può leggere ORCIANI, *Commento agli artt. 68 ss. t.u.f.*, cit., 534, unitamente a ESMA, *op. cit.*, 34; cui *adde* CONSOB, *op. cit.*, 13; nonché ACEPI-ASSOCIAZIONE ITALIANA CERTIFICATI E PRODOTTI DI INVESTIMENTO, *Commenti al documento di consultazione inerente alle modifiche al regolamento mercati in recepimento alla direttiva MiFID II e MiFIR*, disponibile su www.acepi.it, 29 settembre 2017.

volta a consentire il monitoraggio permanente a fronte di potenziali violazioni dei limiti.

13. *Rilievi conclusivi.*

Alla luce della svolta analisi si può conclusivamente affermare che, a fronte di uno strumento con una disciplina estremamente complessa e irta di tecnicità, non senza una certa eterogeneità di contenuti e fini, si è inteso ricercare un filo conduttore, sì da verificare entro quale misura i limiti di posizione siano efficaci e quindi idonei a rafforzare la stabilità e l'integrità dei mercati finanziari.

Le modalità di intervento per il legislatore in questo delicato settore potrebbero essere, quantomeno astrattamente, di due tipologie e forse combinarsi tra loro secondo varie articolazioni.

La prima consiste in un approccio quantitativo per ridurre la speculazione finanziaria, che si può articolare congiuntamente o, in certa misura, disgiuntamente, utilizzando da un lato limiti di posizione che naturalmente si basano su elementi numerici, e dall'altro lato obblighi di *reporting*, pur sempre incentrati sul dato aritmetico, senza però prevedere diretti vincoli alle posizioni che si possono detenere. Questo percorso ha sicuramente il pregio di essere oggettivo e quindi garantire anche una certa armonizzazione a livello sovranazionale, ma nella sua versione "pura" presenta il difetto dell'eccessiva rigidità, per temperare la quale occorre necessariamente prevedere numerose eccezioni che devono essere nitidamente interpretabili, per evitare facili elusioni. La via volta ad accantonare i *position limits* e prevedere esclusivamente il *reporting* sulle posizioni, quindi un semplice obbligo informativo anche con riferimento al contrasto della speculazione, presterebbe il fianco alla critica per cui risulterebbe complesso capire quando sia stata superata la soglia consentita, senza un preciso *benchmark*.

La seconda tecnica normativa che si potrebbe ipotizzare è quella incentrata su metriche qualitative e maggiormente "sostanziali" che prescindano dalla rigidità del dato numerico e pongano il loro fulcro su una situazione fattuale di abuso e di speculazione che fa leva sulle circostanze del singolo caso concreto e che per quanto specificamente attiene al *reporting* dei dati all'Autorità di vigilanza privilegi la "narrazione" piuttosto che la "rappresentazione" numerica. In altri termini, la norma potrebbe vietare di abusare degli strumenti derivati su merci e quindi di svolgere una speculazione eccessiva, pur senza individuare delle soglie, ma questo peccherebbe di generalità e difficoltà di *enforcement*. Se è vero che una simile strada è maggiormente flessibile, risulta altrettanto pacifico che di contro aumentino notevolmente i rischi di facili trasgressioni, a causa della vaghezza del concetto di speculazione e di abuso dello strumento dei derivati su *commodities*.

Pare potersi affermare che l'approccio quantitativo in questo ambito sia non solo preferibile e funzionale, ma anche per certi versi inevitabile: occorrerà pur sempre individuare il giusto equilibrio tra la rigidità dei limiti quantitativi e la flessibilità di eccezioni chiare e intelligibili, in modo da evitare di raffrenare e penalizzare eccessivamente il mercato finanziario. E in fondo questa pare essere la "sfida".

Tutto ciò è tanto più importante se si considera che nel contesto italiano sarebbe auspicabile favorire la nascita di nuovi derivati su merci e lo sviluppo di quelli esistenti, data la loro essenzialità per la ripartenza economica *post* crisi pandemica. Il ruolo delle sedi di negoziazione italiane in relazione ai derivati su merci è attualmente marginale, atteso che l'unico mercato più attivo, in termini di negoziazioni, è il sistema multilaterale SeDeX gestito da Borsa Italiana e relativo ai derivati cartolarizzati, che, come spiegato ⁽¹¹⁴⁾, risultano ora esenti dal regime dei limiti di posizione e degli obblighi di *reporting*; per il resto i dati sono particolarmente chiari nel mostrare come le transazioni su questi mercati si siano ampiamente ridotte nel triennio 2013-2015, sino a raggiungere valori che attualmente sono pressoché irrilevanti ⁽¹¹⁵⁾.

In una prospettiva di riforma del diritto vigente si dovrebbe considerare che la generale eccezione per le attività accessorie è stata, forse inconsapevolmente, recepita dal legislatore italiano in modo decisamente più severo di quanto lasciava intendere la normativa europea, come si è nelle precedenti pagine cercato di dimostrare ⁽¹¹⁶⁾, sicché parrebbe opportuno estenderla anche ai derivati su merci e non limitarla alla sola parte seconda del t.u.f., in cui tali strumenti non sono ricompresi, ampliando il campo di operatività delle deroghe in via quanto più uniforme rispetto agli altri Stati.

Del resto, anche lo stesso regolatore sovranazionale, pur avendo individuato l'utilità dei limiti di posizione e della loro introduzione, ha altresì compreso che un impiego eccessivo degli stessi potrebbe sortire effetti molto problematici ⁽¹¹⁷⁾, tant'è che nel 2021 l'ambito di applicazione dell'istituto è stato ridotto, correlativamente estendendo la facoltà di beneficiare delle esenzioni per la riduzione dei rischi e la fornitura di liquidità, nonché prevedendo numerose semplificazioni in ordine all'*ancillary test* ⁽¹¹⁸⁾.

⁽¹¹⁴⁾ *Supra*, § 4.

⁽¹¹⁵⁾ Si fa riferimento ai segmenti IDEX (per i derivati sull'energia elettrica) e AGREX (per i derivati sulle merci agricole) del mercato regolamentato IDEM di Borsa Italiana, come risulta da CONSOB, *Relazione illustrativa degli esiti della consultazione, delle conseguenze sulla regolamentazione, sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori*, cit., 7, nt. 14.

⁽¹¹⁶⁾ *Supra*, § 7.

⁽¹¹⁷⁾ Si allude agli effetti negativi in termini di liquidità nei nuovi mercati delle *commodities*, oltre ai limitati impatti diretti sulla prevenzione degli abusi di mercato, elementi che hanno indotto la Commissione a revisionare l'art. 57 dir. MiFID II.

⁽¹¹⁸⁾ *Supra*, nt. 116.

Abstract

The paper aims to carry out an exegetical and systematic analysis of position limits in commodity derivatives, according to a tripartite structure. In the first part, the problems arisen in the financial markets at a supranational level are highlighted, identifying the reasons and functions of the legislative-regulatory intervention. The second area focuses on the concept of position limits, critically reconstructing the objective scope of application of the discipline and delving into the controversial calculation method functional both to the identification of position limits and to the determination of the net position size. The study of the subjective application perimeter then follows, taking care to identify the exact application latitude of the exemption regime. The third part is dedicated to reporting obligations. Finally, the analysis considered globally will allow to carry out some broader reflections with reference to the regulatory technique to be used in order to improve the efficiency of the financial markets and reduce excess speculation, trying to ascertain whether and possibly within which thresholds it is optimal that the legislator uses a quantitative approach for these purposes or if it inappropriately risks rigidifying the overall system and hindering the birth of new commodity derivatives, in addition to the development of the current ones.