

**MODIFICHE AL REGOLAMENTO MERCATI
IN MATERIA DI ATTIVITÀ CONNESSE E STRUMENTALI E ULTERIORI PROPOSTE
DI INTERVENTO**

**Documento per la consultazione
15 febbraio 2019**

Le osservazioni al documento di consultazione dovranno pervenire entro il **28 febbraio 2019** *on-line* per il tramite del [SIPE – Sistema Integrato per l’Esterno](#),

oppure al seguente indirizzo:

**CONSOB
Divisione Strategie Regolamentari
Via G. B. Martini, n. 3
00198 - ROMA**

I commenti pervenuti saranno resi pubblici al termine della consultazione, salvo espressa richiesta di non divulgarli. Il generico avvertimento di confidenzialità del contenuto della *e-mail*, in calce alla stessa, non sarà considerato una richiesta di non divulgare i commenti inviati

1. Premessa

Con il presente documento si sottopongono alla consultazione del mercato alcune proposte di modifica del Regolamento in materia di mercati (di seguito “Regolamento Mercati”), adottato dalla Consob con delibera n. 20249 del 28 dicembre 2017.

L’attività di revisione si incentra sugli aspetti, illustrati nei paragrafi che seguono, concernenti:

1. le attività connesse e strumentali del gestore del mercato regolamentato;
2. la comunicazione in materia di esenzione per l’attività accessoria in derivati su merci.

Di seguito si procede ad una rappresentazione dei prospettati interventi che si sottopongono alla consultazione del mercato, unitamente ai profili e alle questioni che hanno formato oggetto delle scelte di regolazione sottese.

2. Le modifiche regolamentari

2.1 Disciplina delle attività connesse e strumentali

L'uscita del Regno Unito dall'Unione europea pone l'esigenza di fronteggiare le connesse implicazioni per i mercati finanziari e, in particolare, di gestire il ricollocamento di operatori, attualmente stabiliti nel Regno Unito, nei centri finanziari europei al fine di potere proseguire la loro operatività nell'Unione.

Al fine di sostenere eventuali iniziative intraprese dall'industria finanziaria in vista della Brexit e nell'ottica di preservare l'interesse di operatori esteri verso la piazza finanziaria italiana occorre adottare misure funzionali a consentire - nell'attuale contingenza storica - alle infrastrutture di *trading* e ad altre piattaforme finalizzate a favorire l'incontro tra la domanda e l'offerta di strumenti finanziari, la prosecuzione di attività e le relative opportunità di sviluppo, che siano di interesse per l'Italia.

Per effetto del programmato recesso del Regno Unito dall'Unione europea, il problema si pone in particolare per i soggetti che gestiscono piattaforme finalizzate a mettere in contatto le società che intendono reperire capitali con gli investitori istituzionali. Diviene pertanto auspicabile l'approntamento di un regime domestico *ad hoc*, strumentale a consentire l'avvio, nel sistema finanziario nazionale, di modelli di *business* quale quello sopra descritto, che presentano il pregio di avvicinare le società ai mercati di capitali.

Un primo limitato intervento ai fini dell'individuazione di una cornice normativa entro cui inquadrare la nuova operatività di siffatti operatori, ad esito di scelte di *relocation*, appare configurabile nell'ampliamento del perimetro della disciplina nazionale delle attività connesse e strumentali che il gestore del mercato regolamentato è legittimato a svolgere, direttamente o tramite società in cui abbia assunto partecipazioni.

In proposito, si rammenta come l'art. 64, co. 4, lett. a), del TUF riservi alla Consob il potere di individuare, con regolamento, le attività connesse e strumentali che possono essere svolte dal gestore del mercato regolamentato.

In esercizio dell'indicata delega regolamentare, l'art. 4, co. 1, del Regolamento Mercati stabilisce un elenco di attività connesse e strumentali, in particolare:

- a) predisposizione, gestione, manutenzione e commercializzazione di software, hardware e reti telematiche relativi a sistemi di contrattazione, trasmissione di ordini e dati;
- b) elaborazione, distribuzione e commercializzazione di dati concernenti gli strumenti finanziari negoziati nei mercati e di dati relativi ai mercati stessi;
- c) istituzione e gestione di sistemi di riscontro e rettifica delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari;
- d) promozione dell'immagine del mercato, anche attraverso la diffusione di informazioni concernenti il mercato stesso e le società emittenti, e ogni altra attività finalizzata allo sviluppo del mercato;
- e) gestione di sistemi multilaterali di scambio di depositi monetari;
- f) predisposizione, gestione e manutenzione di circuiti informativi per la visualizzazione e l'inserimento, da parte dei soggetti abilitati autorizzati alla negoziazione per conto proprio, all'esecuzione di ordini per conto dei clienti e alla ricezione e trasmissione di ordini, di condizioni di negoziazione di strumenti finanziari che non consentono la conclusione del contratto per il tramite del circuito stesso.

Da ultimo l'art. 4, co. 2, della menzionata fonte di rango secondario consente inoltre ai gestori di mercati regolamentati di assumere partecipazioni:

- (i) in società che svolgono in via esclusiva o principale le attività di cui all'art. 4, co. 1;
- (ii) nelle controparti centrali e nei depositari centrali;
- (iii) in società che gestiscono direttamente o indirettamente mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione o sistemi organizzati di negoziazione.

Dall'analisi del quadro normativo di riferimento emerge un elenco chiuso di attività connesse e strumentali che un gestore del mercato regolamentato può svolgere al cui interno, tuttavia, trovano spazio alcune attività definite in termini estensivi e pertanto tali da ricomprendere, in prospettiva evolutiva, nuove fattispecie emergenti nella realtà dei mercati.

Più nel dettaglio, il primo comma del citato art. 4 elenca le attività che il gestore può esercitare direttamente e, nel secondo comma, viene disciplinata la facoltà del gestore stesso di detenere partecipazioni anche in società che a loro volta svolgano (in via prevalente/esclusiva) una o più delle attività connesse e strumentali ovvero in società che gestiscano altre sedi di negoziazione (MTF e OTF).

Alla luce delle scelte strategiche che si impongono - a livello nazionale - in concomitanza con l'uscita del Regno Unito dall'Unione europea, si propone un intervento di modifica al Regolamento Mercati della Consob al fine di consentire ai gestori dei mercati regolamentati di svolgere l'attività di facilitazione dell'incontro tra società che intendono procedere alla raccolta di capitali e investitori istituzionali/professionali che indicano le proprie manifestazioni di interesse su specifici strumenti finanziari di quelle società; tale modello operativo non appare, infatti, ascrivibile all'attività accessoria e strumentale consistente nella *“predisposizione, gestione e manutenzione di circuiti informativi per la visualizzazione e l'inserimento, da parte dei soggetti abilitati autorizzati alla negoziazione per conto proprio, all'esecuzione di ordini per conto dei clienti e alla ricezione e trasmissione di ordini, di condizioni di negoziazione di strumenti finanziari che non consentono la conclusione del contratto per il tramite del circuito stesso”* (cfr. art. 4, co. 1, lett. f), del Regolamento Mercati).

Il tipo di attività descritto appare piuttosto riconducibile all'attività di “mediazione” avente a oggetto strumenti finanziari, la quale ai sensi della MiFID e del TUF (cfr. art. 1, co. 5-sexies) è ricompresa nell'ambito del servizio di investimento di “ricezione e trasmissione di ordini”, per il cui esercizio è richiesta un'autorizzazione nel rispetto delle disposizioni MiFID II e, quindi, del TUF. I soggetti svolgenti l'attività *de qua*, pertanto, assumerebbero la veste formale di Sim.

Tutto quanto premesso, si ritiene opportuno intervenire sulle disposizioni della normativa secondaria concernenti le partecipazioni detenibili dal gestore del mercato regolamentato (comma 2) e, dunque, sulle attività dallo stesso esercitabili indirettamente.

L'ipotizzata modifica risulterebbe così preordinata a consentire al gestore del mercato regolamentato di assumere partecipazioni in società costituite in forma di Sim, autorizzate esclusivamente all'esercizio del servizio di investimento di ricezione e trasmissione di ordini le quali svolgono in concreto l'attività di mediazione.

Non si rilevano criticità nel fatto che il gestore di un mercato regolamentato detenga in via di principio una partecipazione nel capitale sociale di una Sim, dal momento che:

- a) nessuna disposizione pone un divieto espresso in tal senso e, anzi, proprio l'art. 4, co. 2, del Regolamento Mercati - che consente le partecipazioni in “società” che svolgono le attività connesse e strumentali - non sembra porre alcun vincolo rispetto alla forma giuridica delle medesime società, nelle quali potrebbero essere ricomprese le Sim;

- b) la possibilità espressamente riconosciuta ai gestori dei mercati di possedere partecipazioni in società che gestiscono altre sedi di negoziazione (tra le quali figurano indubbiamente le Sim autorizzate all'esercizio delle attività di gestione di MTF e OTF) reca una conferma indiretta della legittimità di tale opzione.

La modifica regolamentare è rispettosa dell'opportunità di assicurare un collegamento funzionale tra l'attività principale di gestione di una sede di negoziazione e quelle "accessorie", per quanto svolte in via indiretta. La possibilità di assumere una partecipazione in una Sim che svolga un'attività che si inquadra nell'ambito della "mediazione" ai sensi del TUF, appare infatti meritevole di valorizzazione, visto che quest'ultima condivide con la gestione di una sede di negoziazione la funzione di "facilitare" l'incontro della domanda e dell'offerta di strumenti finanziari.

Tale ragionevolezza permane anche qualora il sistema di mediazione sia finalizzato all'accesso di un emittente al mercato dei capitali, visto che, per un verso, trattasi pur sempre di un'attività prodromica allo sviluppo del mercato secondario e, per l'altro, di un'attività che le sedi di negoziazione già svolgono come strumento per facilitare la raccolta di capitale da parte di società emittenti (v. peraltro la Comunicazione Consob n. 0092492/2016 sulla distribuzione degli strumenti finanziari tramite una sede di negoziazione multilaterale).

Poste tali premesse, si riporta, di seguito, la proposta di modifica dell'art. 4 del Regolamento Mercati:

Art. 4

(Attività connesse e strumentali)

1. Fermo restando quanto stabilito dall'articolo 64, comma 7, del Testo Unico, i gestori dei mercati regolamentati possono svolgere le seguenti attività connesse e strumentali a quelle di organizzazione e gestione dei mercati regolamentati:

- a) predisposizione, gestione, manutenzione e commercializzazione di software, hardware e reti telematiche relativi a sistemi di contrattazione, trasmissione di ordini e dati;
- b) elaborazione, distribuzione e commercializzazione di dati concernenti gli strumenti finanziari negoziati nei mercati e di dati relativi ai mercati stessi;
- c) istituzione e gestione di sistemi di riscontro e rettifica delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari;
- d) promozione dell'immagine del mercato, anche attraverso la diffusione di informazioni concernenti il mercato stesso e le società emittenti, e ogni altra attività finalizzata allo sviluppo del mercato;
- e) gestione di sistemi multilaterali di scambio di depositi monetari;
- f) predisposizione, gestione e manutenzione di circuiti informativi per la visualizzazione e l'inserimento, da parte dei soggetti abilitati autorizzati alla negoziazione per conto proprio, all'esecuzione di ordini per conto dei clienti e alla ricezione e trasmissione di ordini, di condizioni di negoziazione di strumenti finanziari che non consentono la conclusione del contratto per il tramite del circuito stesso.

2. I gestori dei mercati regolamentati possono assumere partecipazioni in società che svolgono in via esclusiva o principale le attività di cui al comma 1. Essi possono inoltre assumere partecipazioni nelle controparti centrali e nei depositari centrali, ~~nonché~~ in società che gestiscono direttamente o indirettamente mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione o sistemi organizzati di negoziazione, **nonché in società autorizzate al solo servizio di ricezione e trasmissione di ordini**

che svolgono in via esclusiva l'attività di mediazione, così come definita dall'articolo 1, comma 5-sexies, del Testo Unico.

Si evidenzia, per completezza, che sulla descritta proposta modifica sarà inoltre necessario acquisire:

- l'intesa della Banca d'Italia, prescritta ai sensi dell'art. 62-*quater*, co. 2, lett. a), del TUF, con riferimento all'esercizio del potere regolamentare previsto dall'art. 64, co. 4, del TUF per le sedi di negoziazione all'ingrosso di titoli di Stato;
- il parere della Banca d'Italia, in ossequio a quanto disposto nel terzo comma dell'art. 62-*quater* del TUF, relativamente alle sedi di negoziazione all'ingrosso di titoli obbligazionari privati e pubblici, diversi da titoli di Stato, nonché di strumenti del mercato monetario e di strumenti finanziari derivati su titoli pubblici, su tassi di interesse e su valute.

2.2. Comunicazioni in materia di esenzione per l'attività accessoria in derivati su merci

Si illustra altresì la modifica che si intende apportare all'art. 65, co. 4, del Regolamento Mercati rubricato "*Comunicazioni in materia di esenzione dai limiti di posizione*"¹.

In particolare, il quarto comma del citato art. 65 disciplina la comunicazione funzionale a fruire dell'esenzione, prevista da MiFID II, per le attività in derivati su merci che rivestano carattere accessorio rispetto all'attività principale della persona e del gruppo cui la stessa appartiene.

La disciplina MiFID II (ivi incluso, quindi, l'obbligo di essere autorizzato all'esercizio dei servizi di investimento) non trova applicazione per alcuni soggetti che godono di una serie di esenzioni, dettate nell'art. 2 della medesima Direttiva e recepite nell'art. 4-*terdecies* del TUF.

Tra queste figura, nell'art. 4-*terdecies*, co. 1, lett. l), punti i) e ii), l'esenzione riservata a coloro che negoziano in conto proprio c.d. "puro" derivati su merci (eccetto, quindi, coloro che negoziano in conto proprio in esecuzione di ordine di un cliente).

Detti soggetti beneficiano dell'esenzione a condizione che tale attività rivesta carattere accessorio rispetto all'attività principale della persona e del gruppo cui la stessa appartiene (e che non siano impiegate tecniche di negoziazione algoritmica ad alta frequenza).

Nella prassi applicativa, la comunicazione richiesta ai medesimi soggetti dal citato quarto comma dell'art. 65 del Regolamento Mercati, ha suscitato taluni dubbi interpretativi, con particolare riferimento ai seguenti aspetti:

- contenuto delle informazioni richieste al momento della comunicazione;
- riferimento temporale dell'*assessment* a seguito dei quali un soggetto può qualificare la propria attività in termini di accessorialità.

Con riguardo a entrambi i profili, la regolamentazione europea di secondo livello (*cf.* Regolamento delegato (UE) 2017/592) ha integrato la MiFID II dettando le "*norme tecniche di regolamentazione relative ai criteri per stabilire quando un'attività debba essere considerata accessoria all'attività principale*".

¹ Per limiti di posizione si intendono, ai sensi della disciplina MiFID II, i limiti alle posizioni nette detenibili su derivati su merci negoziati su una sede di negoziazione e fuori mercato (OTC).

Vengono in rilievo, in particolare, gli artt. 2 e 3 del citato Regolamento delegato, i quali dettano il contenuto dei due diversi test che fondano la valutazione dell'accessorietà delle attività in derivati su merci, basati su dei calcoli relativi all'attività di negoziazione del gruppo di cui la singola entità è parte² e al capitale³.

Con riferimento alla procedura di calcolo, il successivo art. 4 del medesimo regolamento delegato descrive dettagliatamente la tempistica da rispettare nell'effettuazione dei citati calcoli e l'ambito temporale di riferimento⁴.

Si propone, pertanto, nell'ottica del più agevole adempimento dell'obbligo di comunicazione sancito nel quarto comma dell'art. 65 del Regolamento Mercati, di:

- a) inserire direttamente il riferimento alle “risultanze dei calcoli” di cui agli artt. 2 e 3 del Regolamento delegato (UE) 2017/592 come oggetto della comunicazione, con contestuale eliminazione dell'attuale riferimento alla dettagliata descrizione e valutazione delle condizioni e delle circostanze indicate nei medesimi articoli;
- b) aggiungere un riferimento espresso alla circostanza che tali calcoli siano effettuati in conformità con la procedura appositamente delineata nell'art. 4 del Regolamento delegato, la quale determina sia la tempistica cui si riferiscono i calcoli sia quella per la loro effettuazione.

Appare utile evidenziare, infine, che tale revisione non implica alcuna modifica di carattere sostanziale all'obbligo informativo previsto nell'art. 65 del Regolamento Mercati ma risulta meramente finalizzata a meglio chiarirne il significato. A tale scopo, si è ritenuto opportuno specificare anche l'ambito di applicazione della normativa, in modo da chiarire nel primo periodo che la comunicazione di accessorietà dell'attività in derivati è riservata a quei soggetti (specificati sopra) che, avvalendosi dell'esenzione prevista dalla MiFID II, non intendano richiedere l'autorizzazione all'esercizio dei servizi e delle attività di investimento.

Si segnala, infine, che, il quadro regolamentare si è arricchito di ulteriori elementi interpretativi, anche in ragione del costante aggiornamento delle Q&A redatte dall'ESMA in materia di limiti di posizione.

Pertanto si propone di procedere alla seguente modifica:

Art. 65
(Comunicazioni in materia di esenzione dai limiti di posizione)

² Più nel dettaglio, il primo test è funzionale a determinare se le persone del gruppo detengono una quota significativa di mercato in relazione alle dimensioni del mercato di una data classe di attività a livello europeo; consiste, pertanto, nel confronto tra il valore dell'attività di negoziazione di una persona e l'attività di negoziazione complessiva dell'Unione, verificando che il valore risulti inferiore alle soglie predefinite dal Regolamento delegato e differenziate per ciascuna classe di attività considerato che i mercati delle merci differiscono in termini di dimensioni, numero di partecipanti al mercato e livello di liquidità.

³ Il secondo test è funzionale a stabilire se le attività in derivati possano essere considerate una minoranza delle attività del gruppo, in base a dei calcoli relativi al valore delle attività e al capitale impiegato.

⁴ Il calcolo del valore delle attività di negoziazione e del capitale di cui agli articoli 2 e 3 si basa sulla media semplice delle attività di negoziazione giornaliera o del capitale stimato destinato a tali attività di negoziazione durante i tre periodi annuali di calcolo precedenti la data del calcolo. I calcoli vengono effettuati annualmente nel primo trimestre dell'anno di calendario che segue un periodo annuale di calcolo.

...omissis...

4. I soggetti di cui all'articolo 4-terdecies, comma 1, lettera l), punti i) e ii), del Testo Unico che non intendono sottoporre alla Consob ~~una~~ **la** richiesta di autorizzazione **all'esercizio dei servizi e delle attività di investimento** comunicano entro il 1° aprile di ogni anno alla Consob la volontà di servirsi dell'esenzione in virtù dell'esercizio di un'attività ritenuta accessoria rispetto all'attività principale. ~~A tal fine fornendo~~ **forniscono alla Consob una dettagliata descrizione e valutazione le risultanze dei calcoli delle condizioni e circostanze** di cui agli articoli 2 e 3 del regolamento delegato (UE) 2017/592, **effettuati in conformità alla procedura dettata dall'articolo 4 del citato regolamento.**