

Derivati su merci position limits & reporting

Luca Amadei

CONSOB* - Vigilanza infrastrutture di mercato

25 Giugno 2019

**questa presentazione non esprime una opinione legale, non va considerata come un indirizzo o posizione della Consob e contiene semplificazioni per sintesi di esposizione; errori o imprecisioni sono da attribuirsi all'autore.*

Accordo G20

25.9.2009

14.4.2011

Obiettivi*

migliorare i mercati finanziari su merci:

- **regolamentazione**
- **funzionamento**
- **trasparenza**

“MiFID II introduced a new set of provisions governing trading in commodity derivative markets.

*Those provisions are one of the key changes in MiFID II”**

** ESMA*

*“ We are on the verge of implementing the world’s most ambitious and comprehensive position limits regime to date” ***

*** Verena Ross - ESMA Executive Director - IDX 2015*

Obiettivi *PL*

prevenire

- abusi di mercato
- posizioni distorsive

favorire condizioni ordinate

- formazione prezzi
- regolamento

**integrità mercato dei
derivati e del sottostante**

Applicazione *PL*

- stabiliti da autorità competenti su TV
- su posizione netta di una persona (gruppo), in ogni momento, in derivati su merce:
 - su *trading venue* (e stessi contratti negoziati in più TV)
 - OTC economicamente equivalenti
- limiti per posizioni in *Spot* e *Other months*
- non applicati a posizioni *hedging* di *non-financial entities*

Derivato su merce (definizione)

Art. 2(1)(30) MiFIR:

- strumenti di cui all'art. 4(1)(44)(c) MiFID II relativi ad una merce ...

- strumenti di cui ai punti C5, C6, C7 e C10, All. I MiFID II

merce: bene di natura fungibile consegnabile (compresa energia elettrica) (art. 2 Reg. del. 2017/565)

- variabili climatiche, tariffe di trasporto, tassi di inflazione, statistiche economiche
- capacità trasmissione, stoccaggio, larghezza banda..... (art. 8 Reg. del. 2017/565)

Derivato su merce (definizione)

PL si applicano:

- derivati su indice, se peso merci $\geq 50\%$ (ESMA Q&A n. 10)
- contratti spread e “diff” (ESMA Q&A n. 17)
- freight rate derivatives (tariffe di trasporto) (ESMA Q&A n. 10)

e altri sottostanti C10 e
art. 8, Reg. del. 2017/565?

- ~~variabili climatiche, tariffe di trasporto, tassi di inflazione, statistiche economiche~~
- ~~capacità trasmissione, stoccaggio, larghezza banda..... (art. 8 Reg. del. 2017/565)~~

nessun limite atteso (non sono “merci”)

(ESMA Q&A n. 10)

Derivato su merce (definizione)

CO₂ emission allowances? → C 11

non sono derivati su merci
→ si applicano i regimi?

Art. 58 richiama *CO₂ emission allowances* e relativi derivati:

Reporting

Art. 57 non richiama *CO₂ emission allowances* e relativi derivati:

~~Position Limits~~

Trading Venues (TVs)

**Mercati
Regolamentati/MTF**

**OTF
(sistemi organizzati
di negoziazione)**

**PL si applicano a posizione netta
derivati su merce negoziati su TVs
(e stessi contratti su più TVs)...**

Off Trading Venues

OTC (contratti bilaterali)

**... e OTC
economicamente
equivalenti (EEOC)**

1

derivati su merce negoziati su trading venues (Art. 4.24 MiFID II)

Trading Venues

Mercati
Regolamentati/MTF

OTF
(sistemi di negoziazione
organizzati)

**limite «per contratto»:
peak load \neq base load
settlement fisico \neq cash \rightarrow (IDEX \neq EEX)**



2

«stessi» derivati su merce negoziati su più trading venues

→ limiti determinati da autorità *trading venue*
con maggior *open interest*

«stessi» derivati:

- identiche specifiche contrattuali, termini e condizioni, tranne modalità gestione rischio *post-trade*
- negoziati per volumi significativi
- ***open interest*** singolo e fungibile

per 3 mesi *open interest*
medio totale
> 10.000 lotti*

posizioni su TV A si nettano con
posizioni su TV B
→ interoperabilità CCP

*lotto standard mensile: *Base Load* 7.2 TWh
(30 dd*24H); *Peak Load* 2.64 TWh (22 dd*12H)

3

OTC «economicamente equivalenti»

→ limiti della posizione su TV economicamente equivalente

derivati OTC EE:

- identiche specifiche contrattuali, termini e condizioni, tranne modalità gestione rischio *post-trade*
- ~~*open interest*~~ singolo e fungibile
- ~~negoziati~~ per volumi ~~significativi~~

→ rispetto a quelli negoziati su TV



OTC «economi»

Brexit :

- contratti UK --> OTC --> ~~position limits~~
- FCA fissa i suoi *position limits*
- decadono ESMA *opinion* sui limiti FCA
- contratti possono qualificarsi EEOTC...
ma... **chi lo stabilisce?**

valutazione individuale
→ **problema EU convergence**



soluzione ESMA:

la *trading facility* che soddisfa tre condizioni:

- gestisce un sistema multilaterale
- è autorizzata nel territorio dove è stabilita
- è vigilata da autorità che ha firmato un MOU multilaterale

➔ **3rd country TV** → contratti ~~OTC~~ → ~~EEOTC~~ → **100% fuori regime UE**
(ESMA public statement 7.3.19)

3

OTC «economi»

Brexit :

- contratti UK --> OTC --> ~~position limits~~
- FCA fissa i suoi *position limits*
- decadono ESMA *opinion* sui limiti FCA

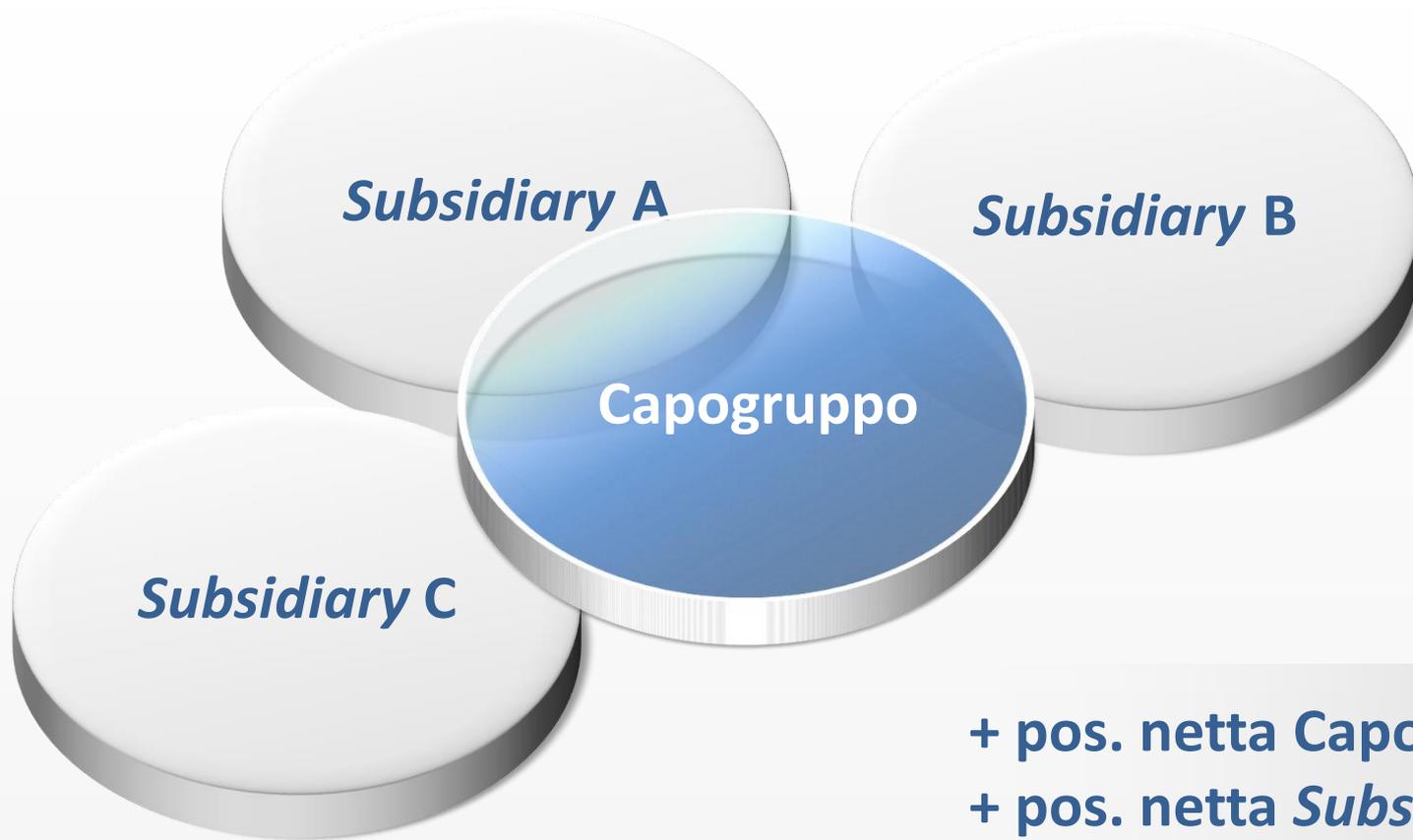
- contratti possono qualificarsi EEOTC...
ma... **chi lo stabilisce?**

Requisiti:

- utenti segnalano i contratti UK ad ESMA
- ESMA valuta ed aggiorna la lista dei «contratti negoziati in *3rd country TV*»

Reciprocità FCA?

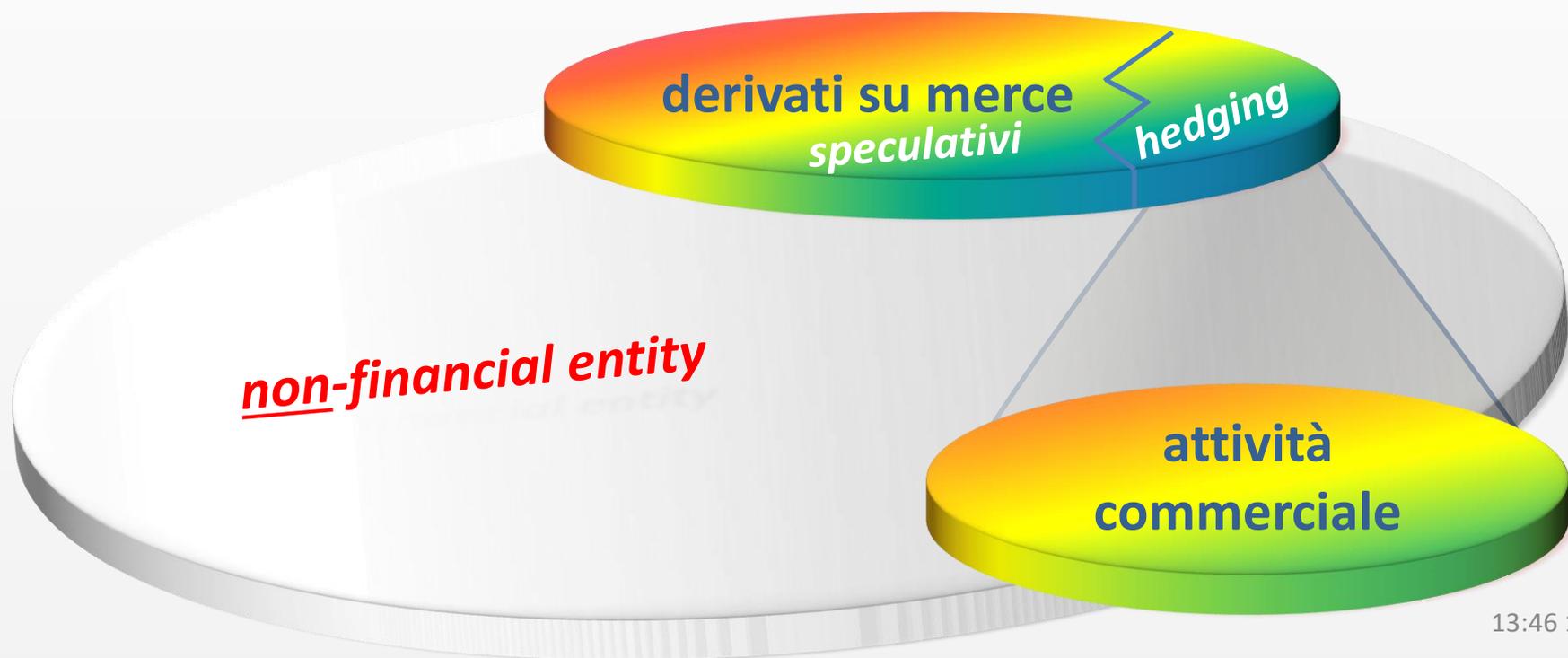
in pendenza aggiornamento, non sono EEOTC



+ pos. netta Capogruppo
+ pos. netta *Subsidiary A*
+ pos. netta *Subsidiary B*
+ pos. netta *Subsidiary C*

= Posizione Netta Gruppo
=====

posizioni oggettivamente misurabili come a **riduzione del rischio** direttamente relativo all'attività commerciale → ~~position limits~~



la *non-financial entity*:

- ❑ descrive in procedure interne:
 - tipo e requisiti dei derivati su merce usati per *hedging*
 - collegamento portafoglio / rischi da mitigare
 - misure affinché:
 - le posizioni *hedging* non servano altri scopi
 - le posizioni *non-hedging* siano identificabili

prevenire che il trading speculativo sia categorizzato *hedging*

- ❑ capace di disaggregare il portafoglio (per classi di derivati su merci, merci sottostanti...)

le posizioni non sono *hedging* solo perché nel portafoglio a riduzione del rischio

posizioni speculative identificabili e computabili

La *non-financial entity* documenta all'autorità **come la posizione riduce il rischio relativo all'attività commerciale svolta:**

1) natura e valore delle **attività commerciali** svolte sulla merce connessa al derivato da esentare

2) natura e valore delle **attività di negoziazione** sui derivati su merce rilevanti

3) natura ed ammontare delle **esposizioni e rischi** relativi alle attività commerciali, mitigabili con i derivati

4) **come i derivati su merce riducono l'esposizione ed i rischi** nella conduzione delle attività commerciali

- istanza ad **autorità che stabilisce il limite**
- autorità decide **entro 21 giorni di calendario**
- diniego: non è una esenzione «universale» bensì limitata per scopo (solo *hedging*)
- cambiamenti in natura o valore delle attività commerciali, se rilevanti, vanno notificati



Per continuare ad usufruire dell'esenzione → nuova istanza



- se esentate, le posizioni non si possono più usare per *netting* (ESMA Q&A 11)
- l'esenzione **non è obbligatoria**:
va chiesta se, escludendo le posizioni *hedging*,
la posizione ritorna sotto al limite (ESMA Q&A 14)



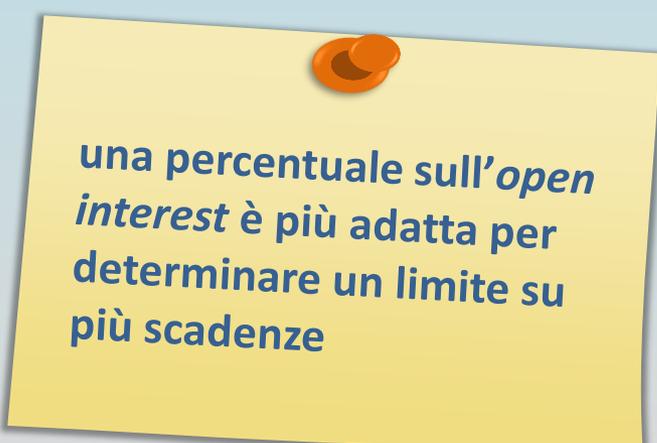
«*baseline*» distinta per *spot month* e *other months*

Spot Month (inclusi weekly/daily)

25% *deliverable supply* (totale della merce sottostante consegnabile)

Other Months

25% *open interest* totale sul derivato



una percentuale sull'*open interest* è più adatta per determinare un limite su più scadenze

Spot Month*deliverable supply*

quantità del sottostante che:

- ha le caratteristiche previste per la consegna del derivato su merce
- è prontamente disponibile per la liquidazione del contratto, nei punti di consegna, durante il periodo di consegna

**calcolato da autorità
competente**

Spot Month

convenzione

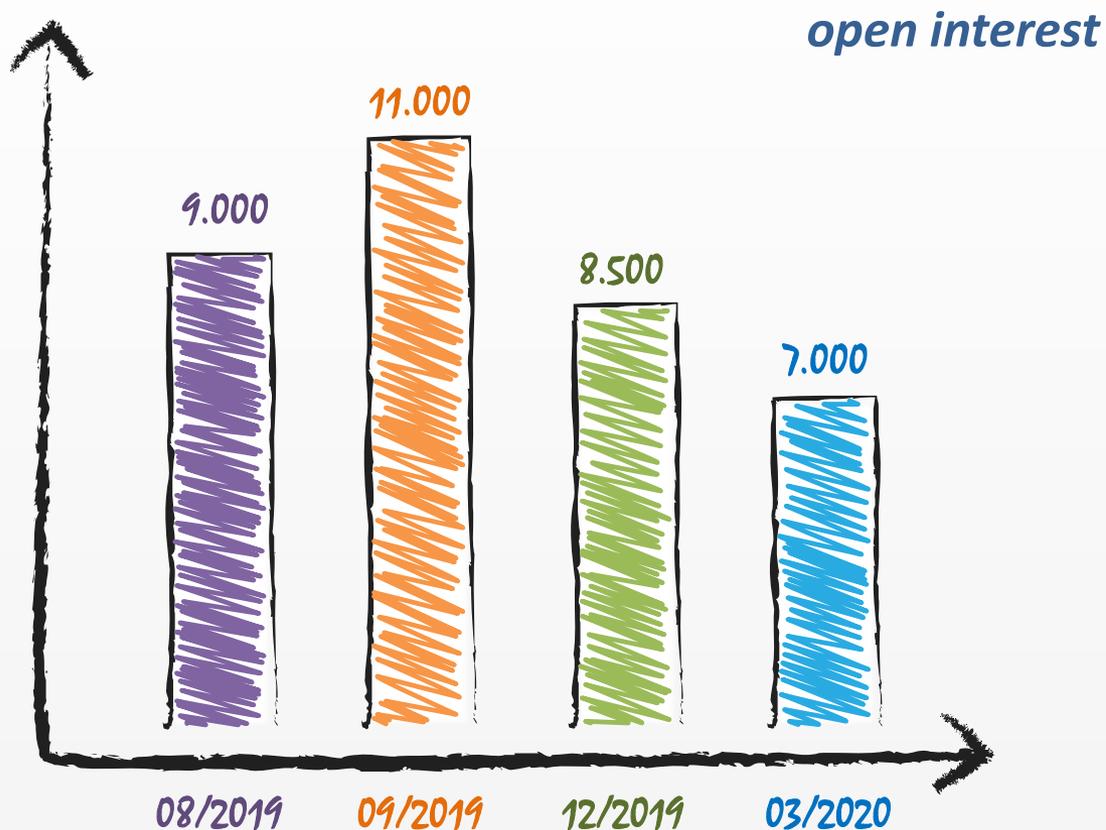
deliverable supply (power) :

$$\left[\text{Domestic Net Generating Capacity}^* + \sum \text{Import capacities (monthly average)} \right] / 12$$

25% *delivery supply*
→ *Baseline limit*

* Fonte: *ENTSO-E Statistical Factsheet* - dati convertiti da MW a MWh, armonizzati al periodo di consegna standard → divisi per 12

Other Months



aggregazione di tutti i contratti in essere su *trading venues* per tutte le scadenze (Art. 12 RD 2017/591)

Fonte: *Exchange / Central Counterparty / Reporting* - conversione in MWh, media su tre mesi, opzioni convertite in base al *delta* (ESMA Q&A 9)

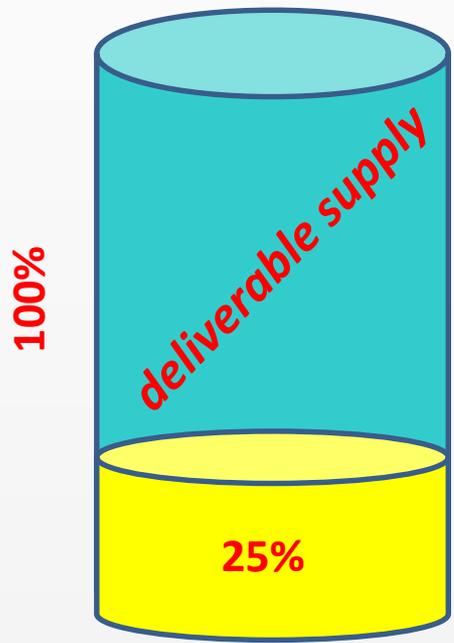
determinazione PL – Art. 14 RD 591

baseline limit

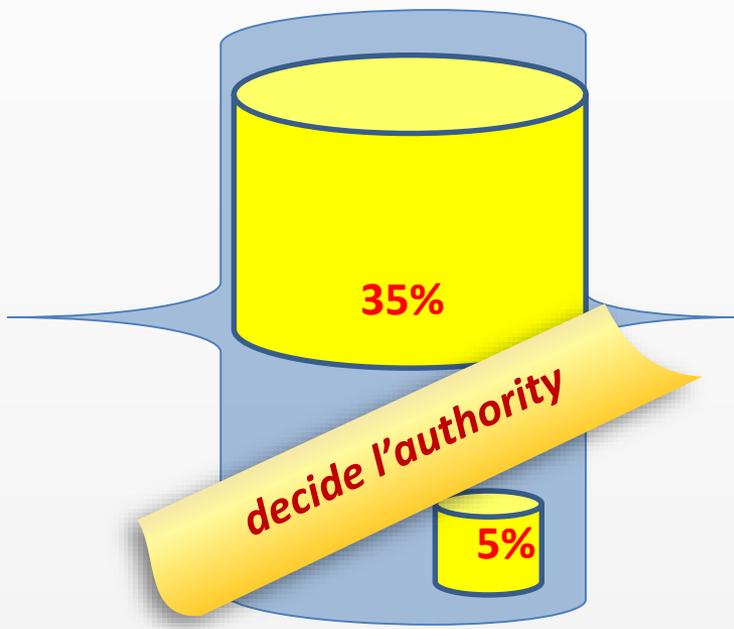
spot month: **25% del. supply**

other months: **25% open interest**

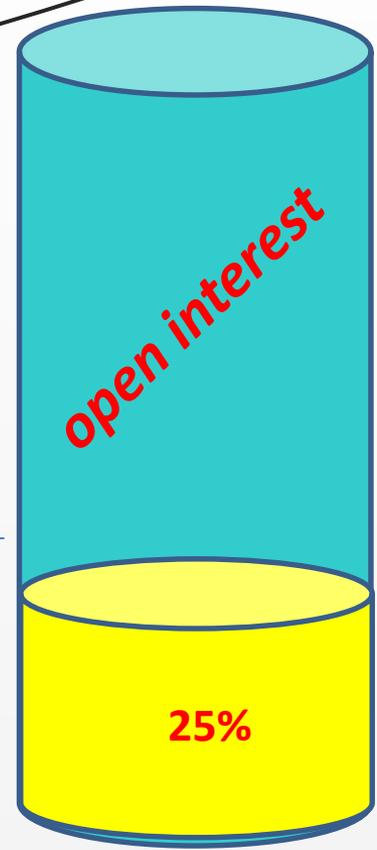
variabilità: 5% al 35%
(40% se open interest < 20.000 lotti)



spot month



limit range



other months

Fattori variazione la *baseline* (impatto potenziale su integrità mercato derivati e del sottostante):

avg
spot month < baseline
other months > baseline

Fattore		Variazione <i>baseline</i>
scadenza derivati	scadenza ravvicinata altre scadenze	→ limiti più bassi → limiti più alti
merce consegnabile	vincoli alla fornitura	→ limiti più bassi
livello <i>open interest</i>	elevato	→ limiti più bassi
partecipanti al mercato	numero alto	→ limiti più bassi
caratteristiche mercato sottostante	(valutazione impatti su funzionamento e negoziazione derivati)	

Procedura



ESMA:
armonizzazione dei *position limits*

	Spot month			Other months		
	Baseline			Baseline		
	Misura	Valore	Flessibilità	Misura	Valore	Flessibilità
Derivati con DS	DS	25%	- 20% / + 10%	OI	25%	- 20% / + 10%
Derivati senza DS	OI					



*es. freight derivatives
si guarda OI*

*contratti nuovi/illiquidi:
OI tot ≤ 10.000 lotti → limite = 2.500 lotti*

violazione limiti

intervento su tre livelli

1) *Trading Venue*

- controlla le posizioni aperte per persona, **acquisisce informazioni**
- impone riduzione o chiusura posizione
- impone di fornire liquidità

2) *Competent Authority*

- vigila sul rispetto dei limiti, impone sanzioni

→ **obbligo personale**

se c'è minaccia al regolare funzionamento o all'integrità del mercato e l'autorità non è intervenuta:

3) *ESMA (art. 45 MiFIR)*

- richiede informazioni, può chiedere di ridurre o chiudere le posizioni



Position reporting

position reporting - panorama

contratti su trading venues



contratti EOTC



**non-financial entities:
nessun obbligo**

Trading venue

1

*Report settimanale di dati aggregati
Commitment of Traders Report*

2

*Report giornaliero di dettaglio sulle
posizioni in essere, fino al cliente finale*

*Imprese di
investimento*

3

*Report giornaliero di dettaglio posizioni su
contratti EEOTC*

1*Commitment of Traders Report – CoT report**elaborato da Trading venue**Contenuto*

- *posizioni aggregate per categoria, distinzione hedging*
- *numero di persone con posizioni per categoria*
- *% su tot posizioni aperte per categoria*

Destinatari

- *pubblicato da Trading Venue*
- *trasmesso ad autorità competente ed ESMA*
- *pubblicato da ESMA in forma accentrata*

Cadenza

- *settimanale*

1

Commitment of Traders Report – CoT report

- obbligo *disclosure* solo se > soglie art. 83 RD 2017/565
- obbligo classificazione clienti
- 69 COT *report* pubblicati da ESMA, di cui 63 da TV in UK (al 03/2019)

Brexit?

- 20 titolari di posizioni aperte
- *open interest* tot lordo > **4 x deliverable supply**

- operatori con obblighi ex Direttiva *Emission Trading Scheme*
- **enti commerciali**
- fondi di investimento
- altre istituzioni finanziarie
- imprese di investimento/banche

position reporting – CoT report

Name of Trading Venue - Trading Venue Identifier - Date to which the Weekly Report refers - Date of Publication - Name of Commodity Derivative Contract, Emission Allowance or Derivative thereof - Venue product code - Report status

Notion of the position quantity unit			Investment Firms or credit institutions		Investment Funds		Other Financial Institutions		Commercial Undertakings		Operator with compliance obligations under Dir. 2003/87/EC	
			Long	Short	Long	Short	Long	Short	Long	Short	Long	Short
	Number of Positions	Risk Reducing										
		Other										
		Total										
Changes since previous report (+/-)		Risk Reducing										
		Other										
		Total										
% of open interest		Risk Reducing										
		Other										
		Total										
Number of Position Holders in each category			Combined	Combined	Combined	Combined	Combined	Combined	Combined	Combined	Combined	Combined
		Total										

2

Report giornaliero di dettaglio sulle posizioni in essere, fino al cliente finale

elaborato da Trading Venue

Contenuto

Posizioni di dettaglio fino al cliente finale

Destinatari

Autorità competente

Cadenza

giornaliera

*posizioni su base lorda,
distinte long / short
speculative / hedging*

2

Report giornaliero di dettaglio sulle posizioni in essere, fino al cliente finale

flusso informazioni: ... cliente → **TV member** → TV → autorità

cliente non fornisce informazioni?
→ **TV member non compliant** (ESMA Q&A 10)



3

Report giornaliero di dettaglio su derivati
OTC economicamente equivalenti

non-financial entities:
nessun obbligo

elaborato da Imprese di investimento

Contenuto

posizioni di dettaglio ~~derivati su merce negoziati su trading venues~~ e su contratti EOTC

Destinatari

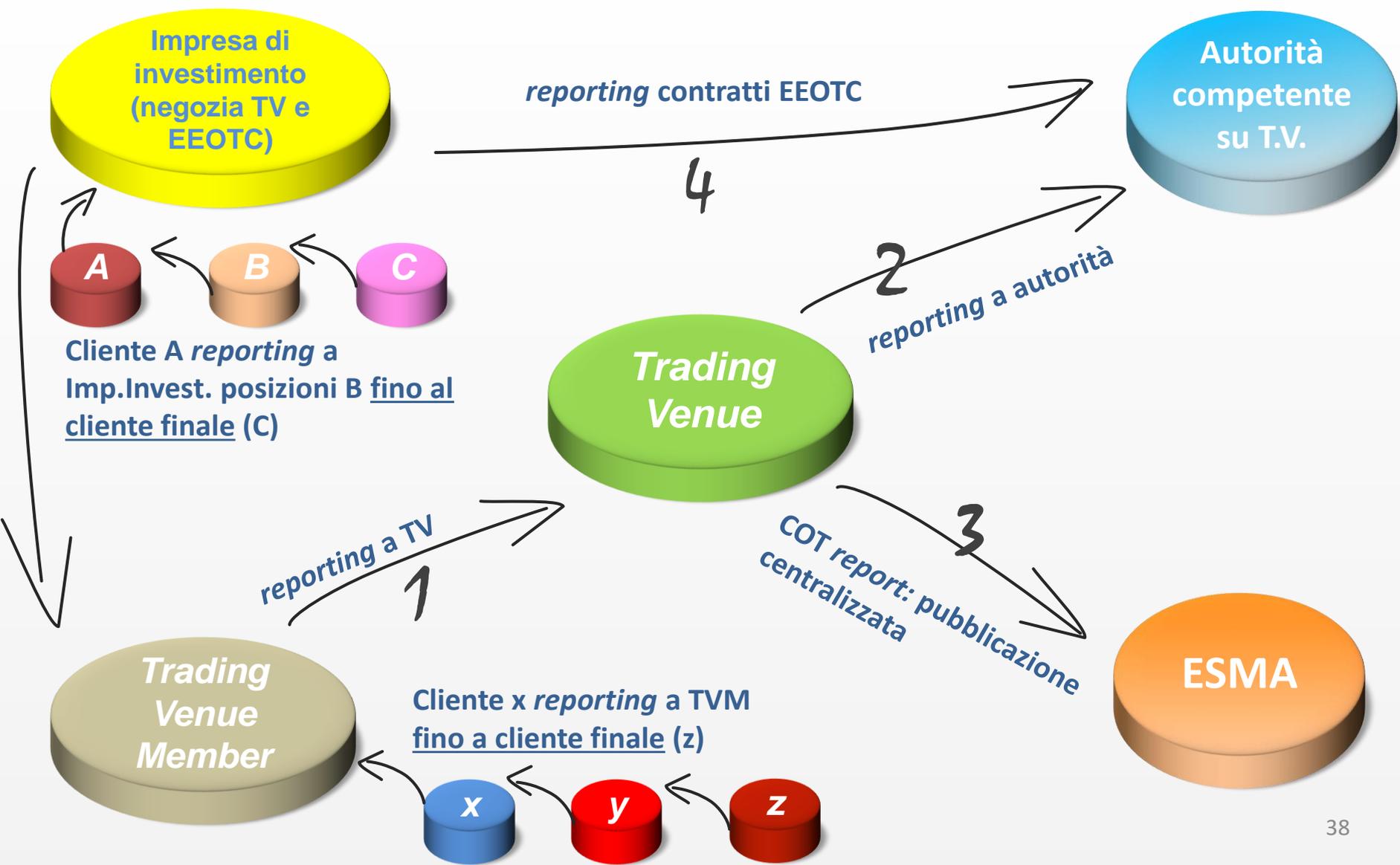
autorità competente su trading venue

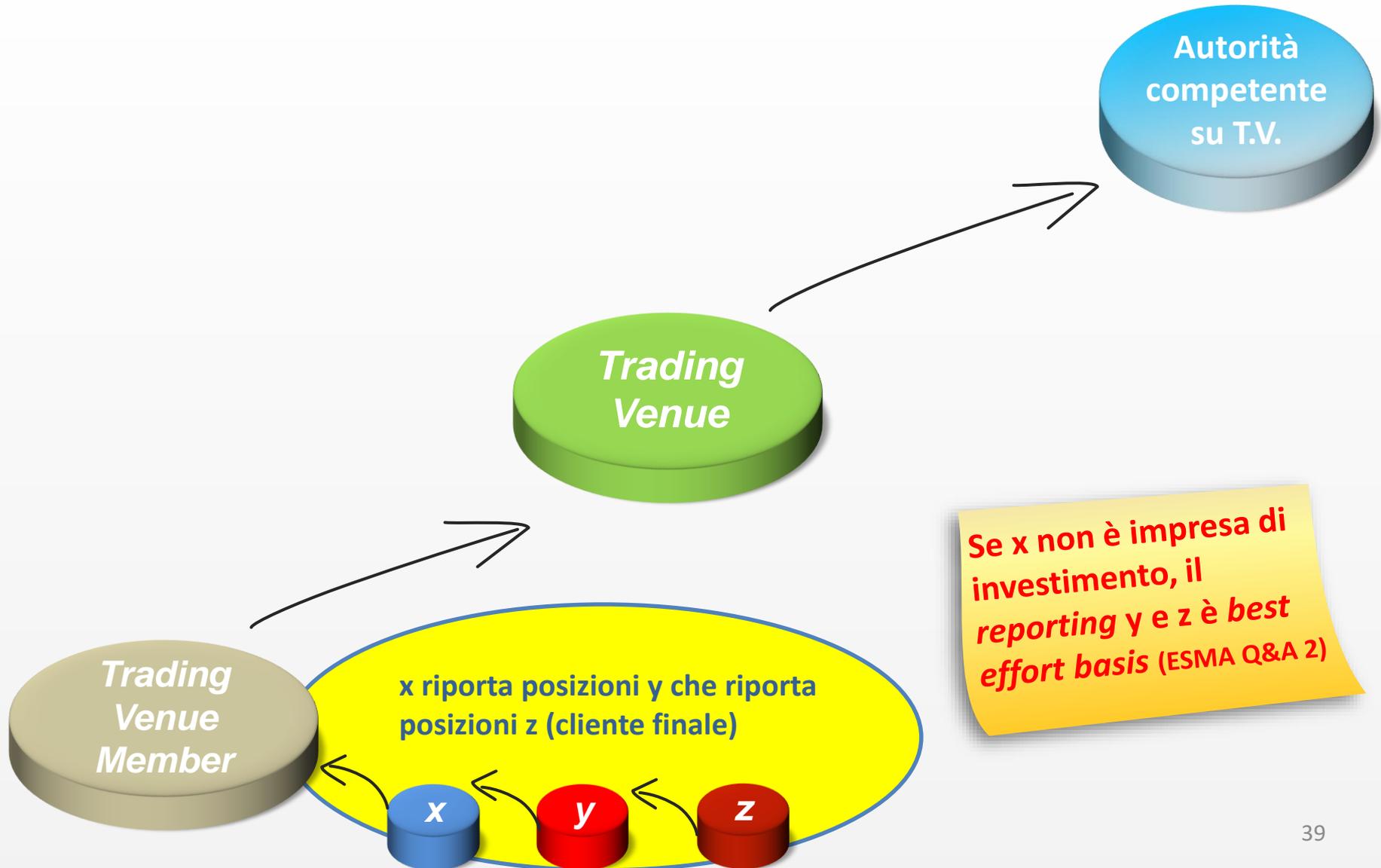
Cadenza

giornaliera

posizioni lorde e
disaggregate
→ consente
monitoraggio
dell'autorità

solo report di contratti EOTC (quelli su *trading venue* sono già
trasmessi da *trading venue*) ESMA Q&A 4







AMF - France

*« Adjust certain provisions in the light of experience, **in particular those relating to position limits, certain reporting obligations ... that could be better adapted to the needs of different types of investors** »*

«EU2024: SHAPING EU27 CAPITAL MARKETS TO MEET TOMORROW'S CHALLENGES - Focus areas and initial proposals of the French AMF» (June 2019 - pag. 9/10)

Position limits and position management in commodity derivatives (Art. 90(1) MiFID II)

Impact of positions limits on:

- *liquidity*
- *market abuse*
- *orderly pricing and settlement conditions*

Position management

Way forward on:

- *position limits*
- *commodity derivatives under the scope of the PL regime*
- *exemptions*
- *methodology for setting position limits*
- *position management controls*

*Call for
Evidence*

*Consultation
on draft
Report*

07/19

*Draft Call for
Evidence*

Commenti!

*Commission
Report to EU
Parliament and
Council*

**Scadenza commenti:
5 luglio 2019**