

Dipartimento del Tesoro
Direzione IV

NOTA

LE PROPOSTE DELLA COMMISSIONE UE DI REVISIONE DELLA DIRETTIVA SUGLI ABUSI DI MERCATO (2003/6/CE – MAD - *MARKET ABUSE DIRECTIVE*):

- COM (2011) 651 - LA NUOVA DIRETTIVA (NEW MAD) SULLE SANZIONI PENALI PER L'ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE E LA MANIPOLAZIONE DEL MERCATO;
- COM (2011) 654 - IL REGOLAMENTO (MAR) SULL'ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE E LA MANIPOLAZIONE DEL MERCATO

I. CENNI INTRODUTTIVI

La Commissione europea, il 19 ottobre 2011, ha presentato due distinte proposte normative in materia di abusi di mercato. Una proposta di regolamento (*Market Abuse Regulation*, c.d. MAR), che andrà a sostituire integralmente la disciplina contenuta nella direttiva 2003/6/CE, adottata il 28 gennaio 2003, (c.d. MAD), ed una proposta di direttiva finalizzata ad armonizzare specificamente le sanzioni penali (per le fattispecie più gravi) per gli abusi di mercato (*New Market Abuse Directive*, c.d. *New MAD*).

Nel corso del 2010, la Commissione europea aveva promosso una consultazione pubblica sulla direttiva MAD (direttiva 2003/6/CE), la quale, unitamente ad altre tre direttive e ad un regolamento applicativo, fornisce il quadro normativo generale corrente sui c.d. abusi di mercato (*i.e.* *l'insider dealing* o compravendita di titoli da parte di chi ha informazioni riservate e *market manipulation*, ossia le altre pratiche manipolative dei mercati finanziari).

Dagli esiti della consultazione è emersa, oltre ad una generale necessità di adeguamento della normativa ai continui mutamenti del settore finanziario, anche l'esigenza di una maggiore armonizzazione delle misure per proteggere l'integrità ed il corretto funzionamento dei mercati finanziari nell'Unione europea. Un altro aspetto segnalato dal settore privato riguarda il peso eccessivo che graverebbe sulle piccole e medie imprese (SME), laddove esse siano assoggettate alla completa applicazione della normativa prevista per gli emittenti di maggiori dimensioni. Infine, il delicato tema dell'armonizzazione delle sanzioni tra i vari Stati membri, in particolare per le sanzioni penali e la loro possibile sovrapposizione con quelle amministrative.

Nell'ordinamento italiano la direttiva MAD del 2003 è stata recepita mediante la Legge comunitaria 2004 (legge n. 62 del 18.4.2005, art.9) e la materia si trova disciplinata nel Titolo I-bis (articoli da 180 a 187- nonies) del TUF (Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58).

II. LA PROPOSTA DELLA COMMISSIONE COM (2011) 651 DI UNA NUOVA DIRETTIVA (NEW MAD) SULLE SANZIONI PENALI PER L'ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE E LA MANIPOLAZIONE DEL MERCATO

La proposta di direttiva MAD definisce le condotte di abuso di mercato che gli Stati membri saranno tenuti a prevedere quali reati (artt. 3 e 4 MAD) e, di conseguenza, a punire con sanzioni penali (art. 6 MAD). Tale proposta si muove nella direzione di attuare un effettivo *level playing field* sanzionatorio, dal momento che la direttiva attualmente vigente obbliga gli Stati membri soltanto a prevedere sanzioni di carattere amministrativo, salvo il diritto di ciascuno Stato di imporre anche sanzioni penali.

In particolare, le due forme di abuso del mercato - *insider dealing* e *market manipulation* - devono essere previste quali reati se commesse con dolo ("*intentionally*") (cfr. artt. 3 e 4 MAD).

Il reato di *insider dealing* può essere commesso esclusivamente da persone con determinate qualifiche soggettive, che siano in possesso di informazioni privilegiate e che abbiano la consapevolezza del carattere privilegiato dell'informazione (reato proprio) (per l'illecito amministrativo il requisito della consapevolezza è invece espressamente enunciato dall'art. 7, par. 5, MAR), mentre il reato di *market manipulation* può essere commesso da chiunque (reato comune).

La direttiva MAD, inoltre, prevede espressamente la punibilità, a titolo di reato, delle condotte di istigazione, concorso e favoreggiamento (art. 5, par. 1, MAD).

Anche il tentativo è espressamente punito a titolo di reato (art. 5, par. 2, MAD), con l'eccezione delle ipotesi di comunicazione e di diffusione dell'informazione privilegiata che non raggiungano un grado di offensività tale da poter essere punite come fattispecie tentate.

Sono espressamente esentate dall'applicazione della disciplina in tema di abusi del mercato:

- le operazioni di negoziazione di azioni proprie per finalità di stabilizzazione;
- i c.d. *buy-back programme*;
- le negoziazioni, gli ordini e le condotte posti in essere nell'ambito di attività connesse alla politica monetaria e al debito pubblico;
- le attività concernenti i diritti di emissione (*emission allowance*) svolte nell'ambito della politica climatica dell'Unione europea (art 1, par. 2, MAD).

III. LA PROPOSTA DELLA COMMISSIONE COM (2011) 654 DI UN REGOLAMENTO SUGLI ABUSI DI MERCATO (MAR)

La scelta dello strumento normativo del regolamento in luogo della direttiva comporta che le disposizioni siano direttamente applicabili in tutti gli Stati membri in modo uniforme e

simultaneo, rimuovendo il rischio di divergenze fra le normative nazionali e riducendo i costi di adempimento regolamentare per le imprese che svolgono attività transfrontaliere all'interno della UE.

Nel concetto di abusi di mercato ricadono i comportamenti illeciti già previsti dalla direttiva 2003/6/CE, quali l'*insider dealing* (o abuso di informazioni privilegiate e riservate) e le manipolazioni del mercato, comportamenti che impediscono la piena trasparenza del mercato, fondamentale invece per l'attività di negoziazione di tutti i soggetti che operano in mercati finanziari.

1. Le novità riguardanti l'ambito di applicazione e le esenzioni (art. 2 MAR)

1.1 Regolamentazione dei nuovi mercati, delle piattaforme di negoziazione e degli strumenti finanziari negoziati fuori borsa (OTC - over the counter)

La direttiva MAD vigente vieta le condotte di *insider dealing* e di *market manipulation* aventi ad oggetto gli strumenti finanziari ammessi a negoziazione o per i quali sia stata presentata una domanda di ammissione a negoziazione nei mercati regolamentati. Tuttavia, dall'entrata in vigore della MiFID (*Market in Financial Instruments Directive*, 2004/39/CE) si è registrato un volume di negoziazione crescente degli strumenti finanziari negli MTF (*multilateral trading facility*, mercati previsti dalla MiFID), nelle OTF (*Organised trading facility* - la cui definizione dovrebbe essere precisata dalla nuova MiFID, ora in corso di revisione) e in OTC (*over the counter*, i.e. fra controparti al di fuori della borsa/mercato).

Lo sviluppo delle negoziazioni su differenti piattaforme (*trading venue*) ha reso più difficile monitorare la presenza di abusi del mercato. Pertanto, la proposta di regolamento MAR estende l'ambito di questa disciplina agli strumenti finanziari ammessi a negoziazione sulle altre *trading venue* (MTF e OTF), nonché ai comportamenti e alle transazioni fuori borsa (OTC - *over the counter*) relativi a strumenti finanziari negoziati su mercati regolamentati, MTF o OTF. Infine, rientrano nell'ambito di applicazione della disciplina anche i comportamenti e le negoziazioni relative ai diritti di emissione di cui al regolamento (UE) 1031/2010 (sulla vendita all'asta delle quote di emissioni dei gas a effetto serra, cd. *emission allowance*).

Le principali finalità sono quelle di evitare l'arbitraggio regolamentare fra *trading venue*, di assicurare uniformità in tema di protezione degli investitori e di integrità dei mercati nell'Unione, di assicurare che la manipolazione del mercato degli strumenti finanziari costituenti il sottostante dei contratti derivati negoziati OTC sia chiaramente vietata (ad esempio la manipolazione del mercato dei titoli di stato realizzata mediante operazioni in *credit default swap* aventi ad oggetto tali titoli, concluse fuori borsa)

1.2 Regolamentazione dei *commodity derivative* (derivati su merci) e dei relativi *spot commodity contract* (contratti a pronti su merci)

Le regole vigenti in tema di trasparenza e integrità del mercato si applicano esclusivamente ai mercati degli strumenti finanziari e dei derivati, ma non ai relativi (e collegati) mercati a

pronti su merci (*spot market*). La proposta MAR non intende disciplinare direttamente gli *spot market*, bensì catturare le negoziazioni e i comportamenti posti in essere in tali mercati che possono avere un effetto sui mercati degli strumenti finanziari e dei derivati. Infatti, sotto la vigente disciplina, gli investitori in derivati su merci sono meno tutelati degli investitori in derivati su strumenti finanziari perché altri soggetti possono sfruttare l'informazione privilegiata riferita ad uno *spot market* negoziando sul relativo *derivative market*. Per tali ragioni, si vorrebbe estendere la definizione di informazione privilegiata in misura tale da comprendere l'informazione idonea ad alterare sensibilmente il prezzo sia del *commodity derivative* sia del relativo *spot commodity contract* (art. 6, par. 1, lett. b), MAR). Analogamente, la MAD esistente vieta esclusivamente la manipolazione in grado di alterare il prezzo degli strumenti finanziari e non quello dei prodotti sottostanti, con la conseguenza che le negoziazioni nei *derivative market* possono essere utilizzate per alterare il prezzo dei relativi *spot market* e viceversa. La definizione di manipolazione del mercato dovrebbe pertanto essere ampliata per catturare le manipolazioni trasversali (cd. *cross-market manipulation*, cfr. art. 2, par. 3, lett. b) e c), MAR).

1.3 La manipolazione del mercato realizzata attraverso il trading algoritmico e l'high frequency trading (HTF)

In anni più recenti si è registrato un uso crescente di tecnologie sofisticate nell'ambito di strategie di negoziazione tradizionali. In particolare, l'uso del *trading* algoritmico e dell'*high frequency trading* (che ne costituisce una specifica tipologia), sebbene lecito in sé, può dar luogo ad abuso del mercato se posto in essere con alcune modalità individuate dalle autorità competenti.

La definizione di manipolazione del mercato accolta dalla MAD corrente, essendo molto ampia e prescindendo dal mezzo utilizzato per concludere la negoziazione, è già in grado di ricomprendere i fenomeni in esame. Nondimeno, per rendere più determinato il contenuto della normativa, la Commissione ha preferito inserire nella proposta MAR un elenco di strategie di *trading* algoritmico e di *high frequency trading* vietate (art. 8, par. 3, lett. c), MAR).

1.4 Il tentativo di manipolazione del mercato e di insider dealing ai fini della configurazione dell'illecito amministrativo

La direttiva MAD vigente non punisce il tentativo di manipolazione del mercato. Tuttavia, vi sono situazioni in cui una persona pone in essere atti idonei e diretti in modo non equivoco a manipolare il mercato, anche se successivamente l'ordine non viene trasmesso o la transazione eseguita. La proposta di regolamento MAR vieta espressamente il tentativo di manipolazione di mercato in quando idoneo a ledere l'integrità dello stesso (art. 8, par. 2, MAR).

La fattispecie di *insider dealing* contenuta nella corrente direttiva MAD contempla già la forma tentata. Nei testi proposti (MAR e anche New MAD) il tentativo viene, invece, disciplinato in via autonoma (art. 7, par. 2, MAR).

1.5 I diritti di emissione (*emission allowance*)

Gli *emission allowance*, qualora definiti come strumenti finanziari nella proposta di revisione della direttiva MiFID, ricadrebbero anche nell'ambito di applicazione della disciplina in tema di abusi del mercato. Tuttavia, gli obblighi di *disclosure* delle informazioni privilegiate previsti con riguardo agli altri strumenti finanziari non possono essere imposti agli emittenti di *emission allowance* in ragione del ruolo da questi svolto nello sviluppo delle politiche climatiche dell'Unione. Al riguardo, è stata introdotta una specifica definizione di informazione privilegiata con riguardo a tali diritti di emissione. È prevista inoltre un'esenzione dagli obblighi di *disclosure* contemplati dal regolamento MAR al disotto di una data soglia – che sarà definita dalla Commissione con atti delegati – in base alla presunzione legale che l'attività svolta al di sotto della soglia anzidetta non sia concretamente idonea ad incidere sulla formazione del prezzo dei titoli (art. 6, par. 1, lett. c), MAR).

2. **Gli obblighi di divulgazione al pubblico delle informazioni privilegiate (*disclosure obligation*)**

2.1 Public disclosure dell'informazione privilegiata (art. 12, MAR)

La vigente MAD impone agli emittenti strumenti finanziari di informare senza indugio il pubblico dell'informazione privilegiata che li riguardi direttamente.

La proposta MAR, dopo aver introdotto una nuova fattispecie di informazione privilegiata esclude la stessa dall'obbligo di pubblicazione. Si avrebbe quindi una nozione di informazione privilegiata più ampia, rilevante ai fini della configurazione dell'illecito utilizzo dell'informazione privilegiata, ed una nozione più ristretta ai fini della configurazione dell'obbligo di comunicazione al pubblico.

La direttiva MAD vigente, inoltre, riconosce agli emittenti la possibilità di differire la *public disclosure* al ricorrere di determinate condizioni.

Nella proposta MAR s'impone agli emittenti di informare le autorità competenti circa la loro decisione di differire la pubblicazione dell'informazione privilegiata non appena la pubblicazione medesima abbia avuto luogo. L'autorità competente valuterebbe quindi solo *ex post* l'esistenza, nel caso concreto, delle specifiche condizioni che giustificano in astratto il differimento della pubblicazione. Le autorità competenti avrebbero anche il potere di autorizzare il differimento della pubblicazione, per un periodo limitato, quando ciò risponda al pubblico interesse di mantenere la stabilità del sistema finanziario.

2.2 I registri delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate

Tali registri (*insider list*) costituiscono un importante strumento per le indagini che le autorità competenti svolgono. La proposta MAR intende eliminare le differenze fra le normative nazionali, prevedendo che le informazioni da includere in tali elenchi siano definite da atti delegati e da misure tecniche di implementazione di competenza della Commissione.

2.3 Gli obblighi di pubblicazione per gli emittenti strumenti finanziari ammessi a negoziazione sugli SME growth market (mercati per la crescita delle PMI)

Si vorrebbe adattare il quadro normativo in materia alle caratteristiche e alle esigenze degli emittenti strumenti finanziari ammessi a negoziazione sugli *SME growth market*. In particolare, la proposta MAR consentirebbe agli emittenti di adempiere all'obbligo di *disclosure* secondo modalità semplificate (mediante pubblicazione sul sito internet delle *trading venue*). In questo modo, gli *SME growth market* pubblicherebbero l'informazione privilegiata per conto degli emittenti nel rispetto di misure tecniche di implementazione che prevedono un contenuto e un formato standardizzati. Inoltre, tali emittenti verrebbero esentati, al ricorrere di determinate condizioni, dall'obbligo di mantenere e aggiornare costantemente i registri delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate.

2.4 L'obbligo di reporting delle negoziazioni compiute dai manager

La proposta di regolamento MAR chiarisce l'ambito di applicazione dell'obbligo di *reporting* avente ad oggetto le negoziazioni eseguite dai *manager*. Tale obbligo ha una funzione deterrente per i *manager* e permette al mercato di conoscere il punto di vista degli stessi circa i movimenti del prezzo delle azioni degli emittenti cui essi appartengono. In particolare, qualsiasi negoziazione compiuta da un soggetto che agisca per conto di un *manager* di un emittente deve essere comunicata alle competenti autorità e resa accessibile al pubblico. Inoltre, viene introdotta una soglia di 20.000,00 euro, unica per tutti gli Stati membri, al di sopra della quale soltanto scatta l'obbligo di *reporting* in esame. (rispetto a quella attuale di 5000€)

3. I poteri delle autorità competenti

Ai sensi della direttiva MAD vigente, le autorità competenti hanno il potere chiedere informazioni a qualsiasi soggetto. Tuttavia, negli *spot commodity market* si registra un *gap* informativo dal momento che a tali mercati non si applicano né le regole di trasparenza né gli obblighi di reportistica nei confronti dell'autorità competente. Pertanto, la proposta di regolamento MAR vorrebbe consentire alle autorità di accedere ai sistemi di negoziazione degli *spot commodity market*. Inoltre, si consentirebbe di avere accesso ai locali privati al fine di sequestrare documenti, previa autorizzazione dell'autorità giudiziaria dello Stato membro e nel rispetto del diritto fondamentale alla riservatezza della vita privata e familiare, in tutti i casi in cui vi sia un fondato sospetto circa l'idoneità dei documenti a fornire la prova della sussistenza di un abuso del mercato.

Infine, alle autorità competenti è riconosciuta la possibilità di accedere ai tabulati telefonici (ma non al contenuto delle conversazioni) detenuti dagli operatori di telecomunicazioni. Ciò consente, infatti, di individuare tutti i soggetti responsabili di concorso in manipolazione del mercato.

4. Le sanzioni amministrative

I regimi sanzionatori vigenti negli Stati membri divergono fra loro sia sul piano dell'ammontare delle sanzioni pecuniarie, sia dei poteri sanzionatori riconosciuti in capo alle autorità competenti. Ciò può dar luogo a fenomeni di arbitraggio normativo. Per ovviarvi, la proposta di regolamento MAR introduce regole minime uniformi, lasciando liberi gli Stati membri di prevedere misure più stingenti (c.d. armonizzazione minima).

Al duplice scopo di assicurare l'efficacia deterrente delle sanzioni amministrative previste e di evitare che da comportamenti abusivi possano derivare indebiti arricchimenti, viene previsto che l'ammontare delle sanzioni pecuniarie possa superare il profitto ottenuto o la perdita evitata.

Infine, si prevede espressamente che gli Stati membri possano prevedere incentivi economici per gli informatori (*whistle-blower*), al fine di incoraggiare le segnalazioni di operazioni sospette di abusi di mercato alle autorità competenti.

IV. LO STATO DEL NEGOZIATO E LA POSIZIONE ITALIANA

La proposta di nuova direttiva MAD, trattando unicamente di aspetti penali, viene esaminata dal gruppo di esperti per le politiche in materia di criminalità e di giustizia penale e sarà approvata dal Consiglio Giustizia/Affari Interni (G.A.I.). Al livello nazionale il negoziato è quindi seguito dal Ministero della Giustizia. Diversamente, la proposta di regolamento MAR viene esaminata dal gruppo di esperti in materia di servizi finanziari e sarà approvata dall'ECOFIN. A livello nazionale il negoziato è quindi curato dal Ministero dell'economia e delle finanze – Dipartimento del Tesoro.

In considerazione dello stretto collegamento che comunque sussiste tra le misure di prevenzione e le sanzioni amministrative della MAR con gli aspetti penali della MAD, i due Ministeri si sono coordinati tra di loro, avvalendosi anche della collaborazione delle autorità di vigilanza, in particolare della Consob alla quale il T.U.F. affida compiti specifici in materia. Il negoziato su MAD procede più a rilento, in attesa che sia definito quello sulla MAR, poiché tale secondo atto stabilisce alcune definizioni (ad esempio quella di "informazione privilegiata") che impattano sulla disciplina penale.

Il negoziato a livello di esperti sul regolamento MAR presso il Consiglio è iniziato nel semestre della Presidenza ungherese con una prima riunione l'11 novembre 2011 ed è poi proseguito nel 2012 sotto Presidenza danese con ulteriori 5 riunioni (l'ultima l'8 maggio u.s.).

Successivamente, è iniziata la fase “*attaché only*” con una prima riunione il 25 maggio ed una prossima riunione in programma per il 14 giugno p.v..

Si condividono gli obiettivi generali delle proposte MAD e MAR della Commissione, che consistono nell'accrescere l'integrità del mercato e la protezione degli investitori, assicurando contestualmente, mediante il regolamento, una normativa uniforme e pari condizioni di operatività in tutta l'Unione, nonché una maggiore attrattività, in generale, di tutto il mercato, ed in particolare, di quelli specializzati nella raccolta di capitali per la crescita delle PMI.

Nello specifico, si supportano anche gli altri obiettivi della proposta, in particolare quello di impedire gli abusi di mercato, oltre che sui mercati regolamentati, anche sulle altre piattaforme organizzate (MTF e OTF) e nei contratti fuori borsa (OTC), nonché di impedire tali illeciti nei mercati delle merci e dei connessi strumenti derivati. Inoltre, è apprezzabile lo sforzo di armonizzare la disciplina delle sanzioni amministrative.

Si segnalano, di seguito, alcuni punti ritenuti rilevanti per la posizione italiana, che sono oggetto del negoziato in corso:

- Per la nozione di “informazione privilegiata”, è necessario chiarire con maggior dettaglio quali sono le caratteristiche di tale informazione al fine di configurare la sussistenza per gli emittenti dell'obbligo di comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate. La linea proposta dalla Commissione UE di distinguere due nozioni differenti di informazione privilegiata, una per il divieto di utilizzo e l'altra per l'obbligo di comunicazione, può essere condivisibile ma occorre fare attenzione a non estendere eccessivamente la prima nozione, alla quale nel nostro, come in altri ordinamenti, è ancorata anche la fattispecie penale. La nozione di “informazione privilegiata” rilevante per l'abuso dovrebbe rimanere quella già stabilita dalla direttiva 2003/6/CE;
- Circa l'autorizzazione a ritardare la pubblicazione d'informazioni di impatto sistemico, si propende per una modifica che preveda forme di cooperazione fra l'autorità competente per i mercati finanziari e quella competente per la stabilità ed il contenimento del rischio sistemico. Inoltre, l'autorità dovrebbe sempre essere nella condizione di richiedere all'emittente di ritardare la diffusione, quando ne sia assicurata la riservatezza, tenuto conto che una visione completa della rilevanza sistemica può non essere nota o compresa dall'emittente.
- Nella proposta MAR della Commissione non è più prevista la possibilità per gli Stati membri di esentare determinate prassi di mercato dall'applicazione della disciplina. Pur condividendo l'approccio volto a garantire quanto più le pari condizioni di operatività (cd. *level playing field*), si è inteso evidenziare le difficoltà derivanti da tale abrogazione, in particolare per le operazioni di sostegno della liquidità e per l'acquisto di azioni proprie da parte dell'emittente, date le notevoli incertezze, per operatori e autorità, nella valutazione di condotte operative di possibile ambiguità. In questo contesto, si è ottenuto, mediante l'elaborazione e la partecipazione ad una proposta congiunta con le delegazioni francese e spagnola, la re-introduzione, nel testo di compromesso della

Presidenza danese, di tali possibilità sebbene attualmente limitate solo alle SME. Oltre all'estensione di queste verso le imprese di maggiori dimensioni, si è anche a favore della previsione di un ruolo specifico per l'autorità europea per i valori e mercati finanziari (ESMA) nel processo di ammissione di tali prassi.

- Riguardo agli obblighi di *reporting*, si propende per ampliamento del campo di applicazione soggettivo al fine di comprendere anche i soggetti che controllano l'emittente o che comunque detengono una partecipazione superiore al 10% del capitale sociale. Ciò condurrebbe peraltro ad un allineamento della disciplina europea a quella italiana e a quella statunitense.
- Riguardo al mantenimento di un registro delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate, si ritiene che questo sia uno strumento rilevante per l'attività di vigilanza. La posizione italiana richiede, inoltre, di esplicitare più chiaramente che non soltanto l'emittente ma anche le persone che agiscono per conto dello stesso siano tenute al mantenimento del registro. In aggiunta, il regolamento dovrebbe chiarire che tra le persone legate contrattualmente all'emittente con contratti d'impiego, consulenza e simili, sono incuse anche le agenzie di rating, ritenendo già il CESR (ora ESMA) che esse ricadano nell'obbligo di stilare la lista essendo entità che tipicamente hanno accesso alle *inside information*.
- Riguardo all'obbligo generale di pubblicazione dei provvedimenti sanzionatori, con la sola eccezione dei casi in cui questa possa arrecare grave pregiudizio ai mercati finanziari, sebbene si convenga sull'incremento dell'effetto deterrente delle sanzioni, si sostiene tuttavia l'opportunità di conservare una certa flessibilità nella valutazione dei diversi casi in cui potrebbe essere ammissibile la non pubblicazione del provvedimento.
- Sull'argomento derivati e contratti a pronti su merci, si ritiene opportuno che il regolamento precisi i limiti dell'attività di vigilanza per le autorità competenti (dei mercati finanziari) sui mercati delle merci, nonché preveda di forme di coordinamento tra queste e quelle competenti sui mercati delle merci.