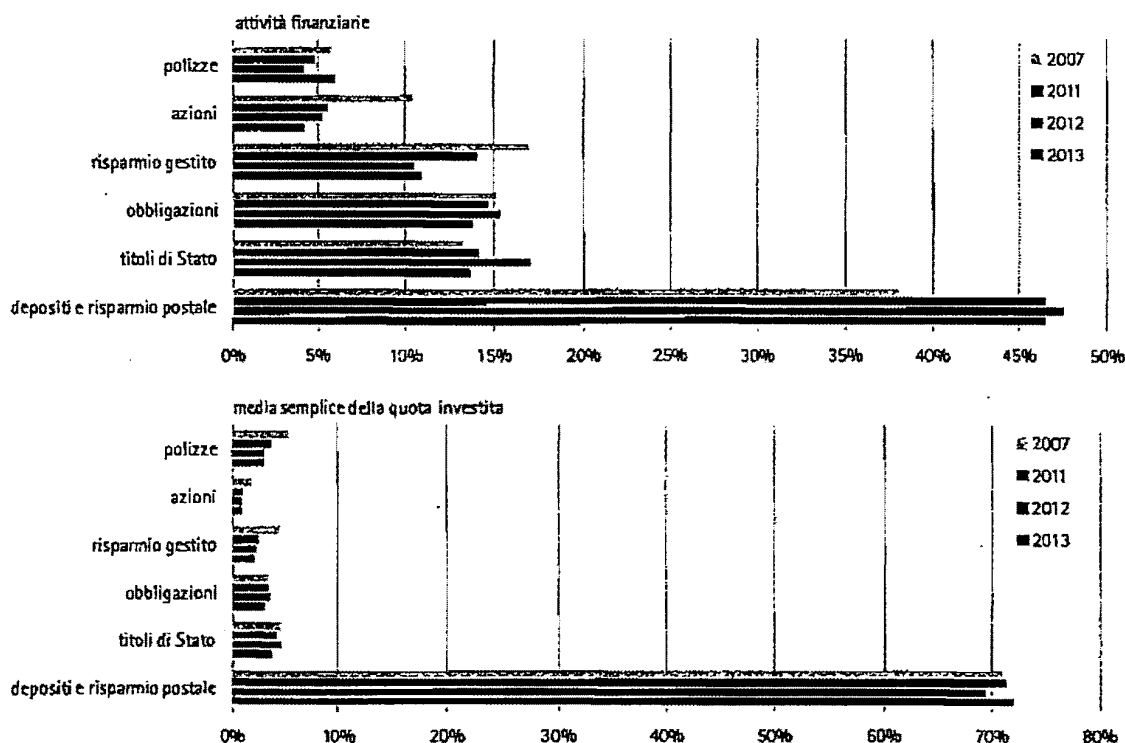


risparmio gestito ha mostrato un lieve aumento portandosi all'11 per cento (+0,4 punti percentuali), mentre quello in obbligazioni (italiane ed estere) si è contratto dal 15,4 al 13,8 per cento. Anche il dato relativo alle azioni ha subito una flessione, passando dal 5,3 al 4,2 per cento delle attività finanziarie in portafoglio (Fig. 84). L'investimento in depositi e risparmio postale, infine, rimane stabile attorno al 47 per cento e nettamente superiore al dato relativo al 2007, quando si attestava al 38 per cento circa.

Fig. 84 Composizione del portafoglio delle famiglie italiane



Fonte: stime su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market. Confronta Note metodologiche. La voce depositi e risparmio postale include i depositi in c/c bancari e postali, i libretti di risparmio bancari e postali, i depositi in valute diverse dall'euro, i pronti contro termine, i certificati di deposito. La voce risparmio gestito include fondi comuni e Sicav italiani ed esteri, programmi di accumulo (Pac), gestioni patrimoniali mobiliari (Gpm) e in fondi (Gpf), programmi misti polizze-fondi, servizi di gestione della liquidità. La voce polizze include le polizze del ramo III e V, i prodotti a capitalizzazione, le polizze multiramo, i piani pensionistici integrativi. La ricchezza finanziaria non include il circolante.

Il ricorso al servizio di consulenza da parte degli investitori *retail* rimane poco diffuso. A fine 2013, la quota di famiglie che ricevono proposte di investimento personalizzate dal proprio consulente finanziario, sebbene in aumento rispetto all'anno precedente, continua a essere inferiore al dato rilevato prima del *default* Lehman (Fig. 85). Quasi la metà di queste famiglie, inoltre, non sa distinguere le modalità con le quali riceve il servizio. Tale dato risulta coerente con il basso livello di *financial literacy* che, come noto, caratterizza l'investitore italiano medio (Riquadro 3).

### Riquadro 3

#### *La financial literacy in Italia. Evidenze dall'indagine su «L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane»*

Nel 2013, la Consob ha commissionato a GfK Eurisko un'indagine tesa a rilevare, presso un campione di oltre mille soggetti, informazioni specifiche in merito a: livello di conoscenze in ambito finanziario, atteggiamenti comportamentali più diffusi nella fase della scelta di investimento e situazione finanziaria, in termini di stabilità e prospettive del reddito, indebitamento e adesione a forme di previdenza complementare.

Il campione cui è stata rivolta l'intervista è stato costruito in modo tale da risultare rappresentativo di circa 20,5 milioni di famiglie italiane, per territorio, sesso, età, istruzione, professione e reddito. Dei 1.020 intervistati, 787 sono uomini e 233 donne, residenti per quasi il 49 per cento al nord, per il 21 per cento circa al centro e per il restante 30 per cento al sud e sulle isole; 335 hanno un livello di istruzione corrispondente alla licenza media inferiore, 525 hanno proseguito gli studi, ma senza conseguire la laurea, 160 si sono laureati o hanno conseguito titoli *post-lauream*.

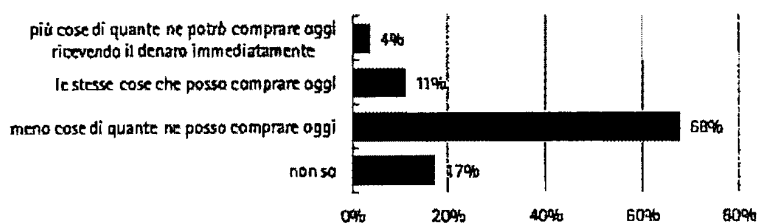
Con particolare riferimento alle conoscenze in ambito finanziario, è stata accertata anzitutto la conoscenza e la comprensione di nozioni fondamentali, quali il concetto di inflazione, il principio di diversificazione del rischio e la relazione tra rischio e rendimento.

Il 68 per cento degli intervistati ha dimostrato di conoscere i concetti di potere d'acquisto della moneta e di riduzione nel tempo del valore delle somme detenute; il restante 30 per cento che riferisce di non conoscere la risposta o che indica risposte errate rappresenta tuttavia una quota tutt'altro che trascurabile.

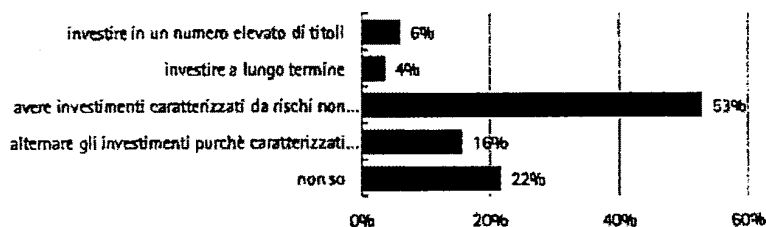
La percentuale di soggetti che rispondono correttamente si riduce in corrispondenza della domanda in merito alla diversificazione del rischio: solo il 53 per cento degli intervistati ha indicato l'alternativa di risposta corretta, la quota restante si è divisa principalmente tra un significativo 22 per cento di "non so" e un 26 per cento di risposte errate. Percentuali analoghe si rilevano con riferimento alla conoscenza della relazione tra il rischio e il rendimento di un prodotto finanziario.

La distribuzione dei soggetti per livello di conoscenza e genere mostra che la percentuale di uomini che risponde correttamente è mediamente più elevata di dieci punti rispetto alle donne. Il livello di istruzione appare correlato positivamente con la capacità di rispondere correttamente a tutte le domande: in corrispondenza della fascia di istruzione più elevata, la percentuale di soggetti che risponde correttamente alla domanda sulla diversificazione del rischio, in particolare, è di circa 35 punti più alta. Anche la distribuzione per area geografica sembra rilevante: i soggetti residenti nelle regioni meridionali e insulari che rispondono correttamente a ciascuna delle tre domande sono in media il 10 per cento in meno di quelli residenti al centro e al nord Italia.

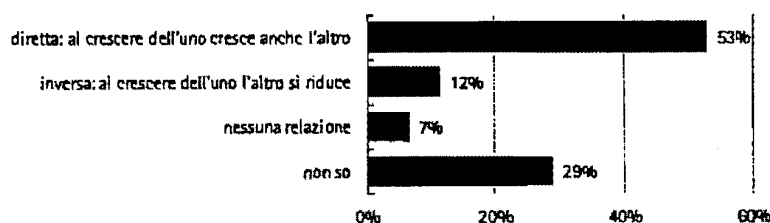
**D1. Immagini di vincere 1.000 euro alla lotteria; prima di poter ricevere tale somma, dovrà però attendere un anno (in questo anno i 1.000 euro non saranno investiti). Nell'ipotesi in cui il tasso d'inflazione sia pari al 2%, tra un anno Lei potrà comprare:**



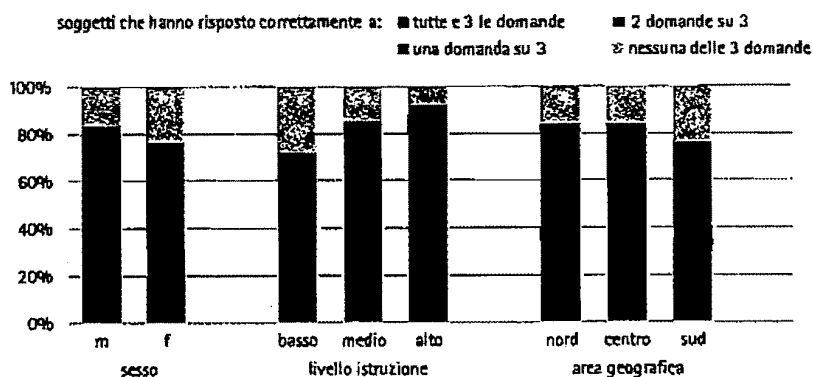
**D2. Che cosa pensa che significhi diversificare gli investimenti?**



**D3. Sa indicare che relazione c'è tra il rendimento e il rischio di un prodotto finanziario?**



**Percentuale di soggetti che hanno risposto correttamente alle domande in merito a inflazione, diversificazione del rischio e relazione tra rischio e rendimento**

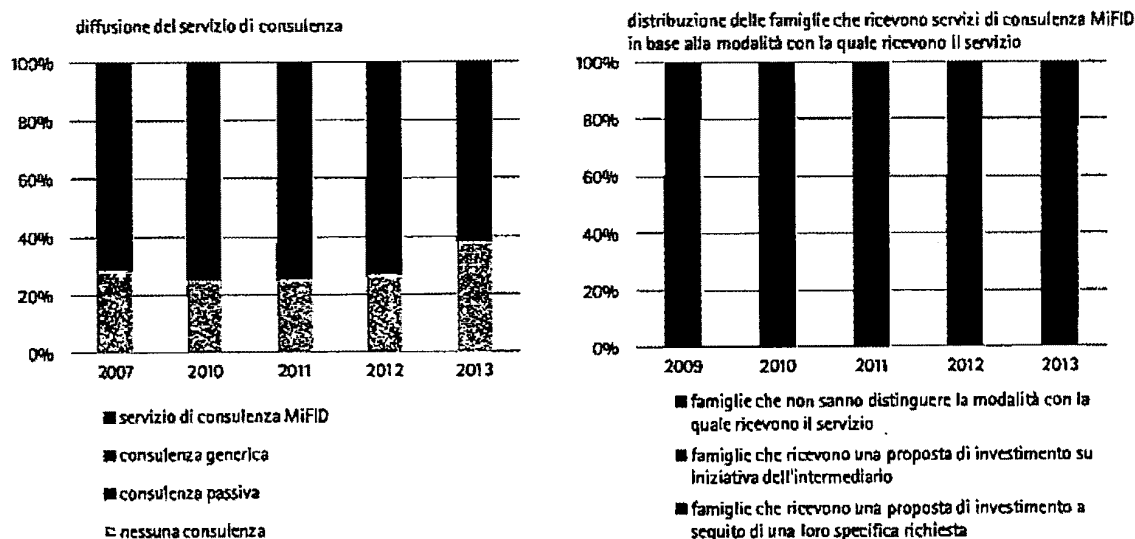


Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Osservatorio su L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane.

La percentuale di famiglie che ricevevano proposte di investimento personalizzate e riferite a uno specifico strumento finanziario (cosiddetta 'consulenza MiFID') si è portata, a dicembre 2013, attorno all'8 per cento (7 per cento a fine 2012). Risulta in flessione, invece, la quota di investitori *retail* che ricevono proposte che non si riferiscono a uno specifico strumento finanziario ('consulenza generica'), ovvero dichiarano di avere un consulente di fiducia dal quale, tuttavia, non ricevono proposte di investimento ('consulenza passiva'). Nel primo caso si è registrato un calo di circa 4 punti percentuali (dal 17 per cento nel 2012 al 13,4 per cento nel 2013), mentre nel secondo caso la riduzione è stata più marcata (-10 punti percentuali), portando il dato al 41 per cento circa. Infine, è cresciuta in maniera significativa la percentuale di famiglie che dichiarano di decidere senza alcun supporto da parte degli intermediari finanziari ('nessuna consulenza'), raggiungendo il 38 per cento circa (+11 punti percentuali rispetto al 2012).

Tra coloro che si avvalgono dei servizi di consulenza MiFID, risultano in calo sia la percentuale di investitori che sostiene di aver ricevuto una proposta di investimento a seguito di una sua specifica richiesta (dal'8 al 7 per cento) sia la quota di famiglie che è stata coinvolta dall'intermediario (dal 54 al 49 per cento). È in deciso aumento, invece, il peso di chi non ricorda oppure non risponde (dal 38 al 45 per cento).

Fig. 85 Caratteristiche del servizio di consulenza finanziaria alle famiglie in Italia



Fonte: elaborazioni su dati GRK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market. Confronta Note metodologiche. Il gruppo 'consulenza passiva' include le famiglie che dichiarano di avere un consulente di fiducia per gli investimenti del quale, tuttavia, non sono state contattate negli ultimi 12 mesi. Il gruppo 'consulenza generica' include le famiglie che hanno un consulente di fiducia, dal quale vengono contattate senza ricevere proposte di investimento relative a specifici strumenti finanziari. Il gruppo 'servizio di consulenza MiFID' include le famiglie che vengono contattate dal proprio consulente di fiducia per gli investimenti e ricevono proposte di investimento personalizzate e riferite a uno specifico strumento finanziario. Sul grafico di destra sono riportate quote percentuali sul totale delle famiglie che ricevono il servizio di consulenza MiFID.

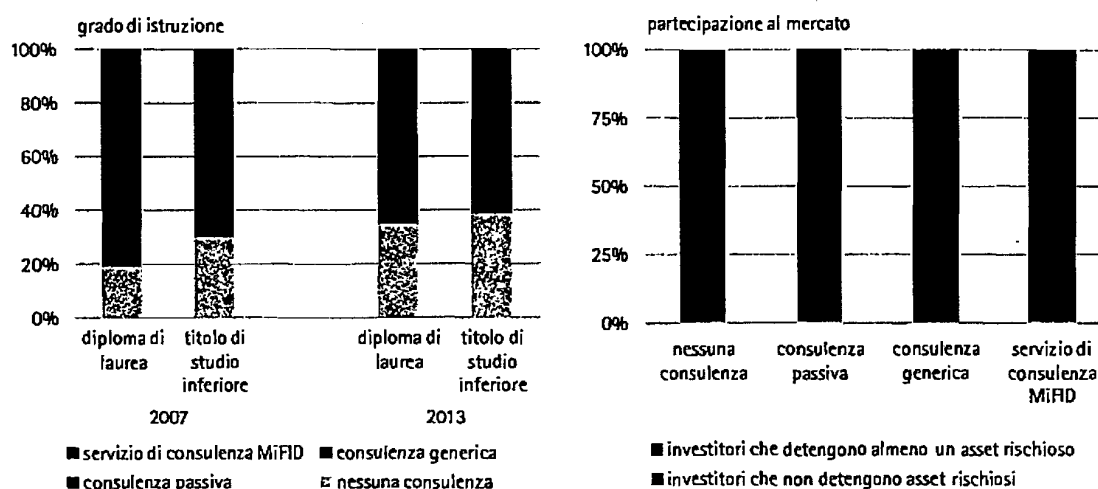
La propensione a investire con il supporto di un intermediario è correlata positivamente con il livello di istruzione, sebbene la quota di

investitori con diploma di laurea che hanno scelto di non avvalersi della consulenza sia aumentata, rispetto al 2007, portandosi su valori comparabili a quelli registrati per altre categorie di investitori (Fig. 86).

La distribuzione degli investitori *retail* per tipologia di consulenza e grado di istruzione mostra che la percentuale delle famiglie che usufruiscono del servizio di consulenza MiFID è maggiore per il campione dei soggetti laureati (20 per cento circa a dicembre 2013, a fronte del 15 per cento circa nel 2007), rispetto al campione dei soggetti con titolo di studio inferiore (stabile attorno al 6 per cento).

Anche per il 2013 trova conferma la relazione positiva tra diversificazione delle attività finanziarie detenute e ricorso al servizio di consulenza MiFID. Il portafoglio di coloro che si rivolgono a un consulente per le proprie scelte di investimento include almeno un prodotto finanziario rischioso in circa il 75 per cento dei casi (rispetto a circa il 7 per cento rilevato per famiglie che decidono in autonomia).

Fig. 86 Servizio di consulenza per livello di istruzione e partecipazione al mercato finanziario



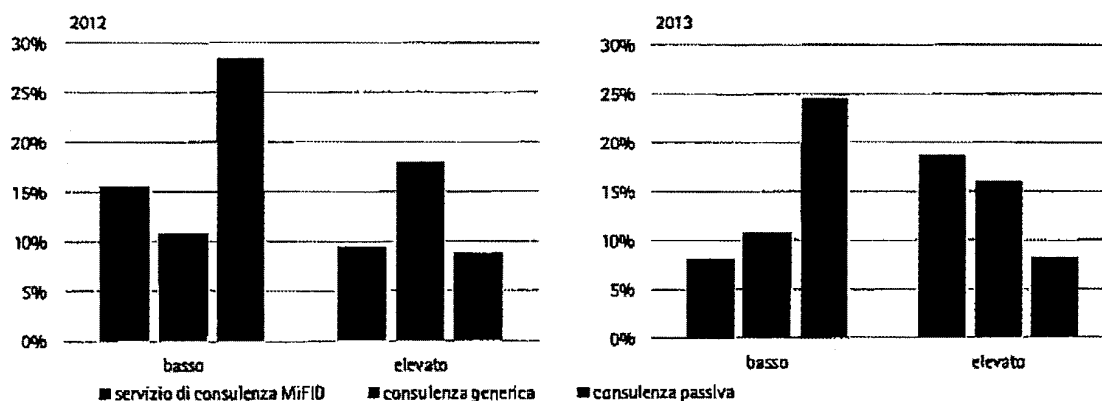
Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market. Confronta Note metodologiche. Il gruppo 'consulenza passiva' include le famiglie che dichiarano di avere un consulente di fiducia per gli investimenti del quale, tuttavia, non sono state contattate negli ultimi 12 mesi. Il gruppo 'consulenza generica' include le famiglie che hanno un consulente di fiducia, dal quale vengono contattate senza ricevere proposte di investimento relative a specifici strumenti finanziari. Il gruppo 'servizio di consulenza MiFid' include le famiglie che vengono contattate dal proprio consulente di fiducia per gli investimenti e ricevono proposte di investimento personalizzate e riferite a uno specifico strumento finanziario. Per prodotti o strumenti finanziari rischiosi si intendono azioni, obbligazioni, risparmio gestito e polizze vita.

A fine 2013, infine, si rileva un aumento del livello di soddisfazione per i consigli ricevuti dal consulente, in decisa inversione di tendenza rispetto agli anni precedenti (Fig. 87).

In particolare, la percentuale di investitori che dichiarano un basso livello di soddisfazione per il servizio di consulenza MiFID ha registrato una flessione di circa 8 punti percentuali (dal 15,7 all'8 per cento circa), equivalente all'incremento della

quota di famiglie che esprimono, invece, un livello di soddisfazione elevato (da poco meno del 10 per cento al 19 per cento circa).

**Fig. 87 Grado di soddisfazione delle famiglie italiane per il servizio di consulenza finanziaria**  
(percentuali sul totale delle famiglie raggruppate per tipologia di servizio di consulenza ricevuto)



Fonte: nostre elaborazioni su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market. Confronta Note metodologiche. Si assume che una famiglia abbia un elevato livello di soddisfazione rispetto ai servizi di consulenza ricevuti quando alla domanda 'Complessivamente, quanto è soddisfatto del suo consulente di fiducia per gli investimenti' la risposta è 'Molto'. Si assume che una famiglia abbia un basso livello di soddisfazione rispetto ai servizi di consulenza ricevuti quando alla domanda 'Complessivamente, quanto è soddisfatto del suo consulente di fiducia per gli investimenti' la risposta è 'Poco o nulla'. Il gruppo 'consulenza passiva' include le famiglie che dichiarano di avere un consulente di fiducia per gli investimenti dal quale, tuttavia, non sono state contattate negli ultimi 12 mesi. Il gruppo 'consulenza generica' include le famiglie che hanno un consulente di fiducia, dal quale vengono contattate senza ricevere proposte di investimento relative a specifici strumenti finanziari. Il gruppo 'servizio di consulenza MiFID' include le famiglie che vengono contattate dal proprio consulente di fiducia per gli investimenti e ricevono proposte di investimento personalizzate e riferite a uno specifico strumento finanziario.

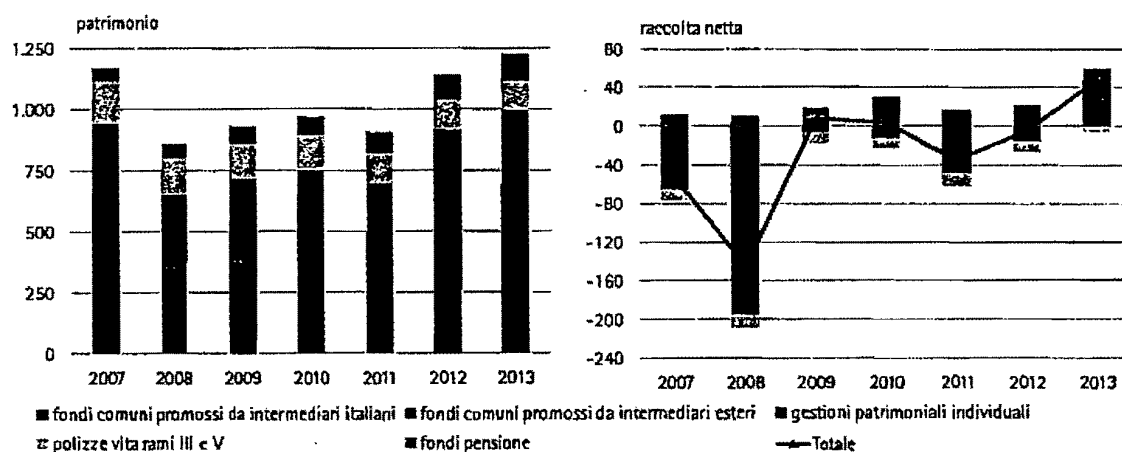
### 3 I prodotti del risparmio gestito

Nel 2013 il patrimonio riferibile ai prodotti del risparmio gestito collocati in Italia ha continuato ad aumentare, passando da 1.140 miliardi di euro a fine 2012 a 1.225 miliardi (+7 per cento circa). Tale andamento è riconducibile in parte alla dinamica della raccolta netta che è risultata positiva e pari a 48 miliardi di euro circa (Fig. 88).

In particolare, i fondi comuni promossi da intermediari esteri hanno registrato l'incremento di patrimonio più significativo (+30 per cento), seguiti dai fondi comuni italiani (+13 per cento) e dai fondi pensione (+8 per cento), mentre il dato è rimasto sostanzialmente stabile per le gestioni individuali e le polizze vita rami III e V.

Per quanto riguarda l'andamento della raccolta, i prodotti che hanno registrato il maggior afflusso di risorse sono rappresentati dai fondi comuni italiani (+27 miliardi di euro) ed esteri (+20 miliardi), seguiti dai fondi pensione (+12 miliardi). Le polizze vita dei rami III e V hanno sperimentato, invece, un deflusso di capitali pari a 5 miliardi.

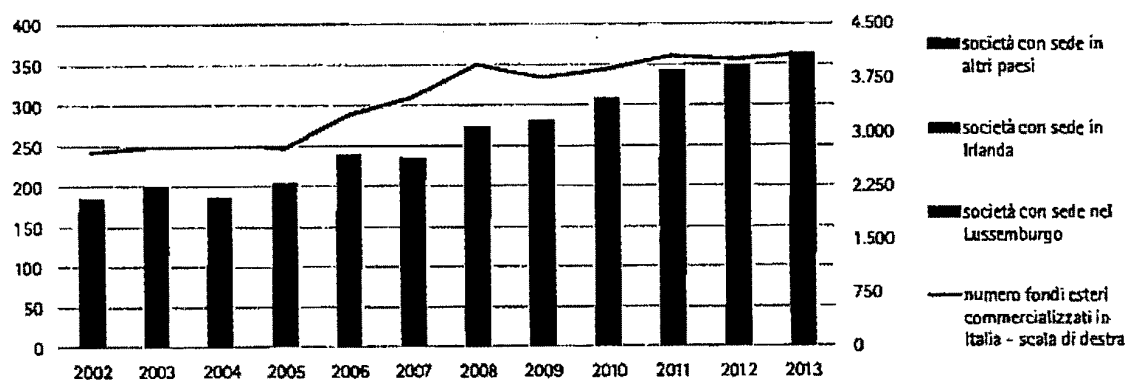
Fig. 88 Patrimonio e raccolta netta dei prodotti del risparmio gestito collocati in Italia



Fonte: elaborazioni su dati Ania, Assogestioni, Banca d'Italia e Covip. Dati di fine periodo. I dati sui fondi comuni distribuiti in Italia comprendono i fondi di diritto italiano controllati da intermediari esteri, i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*); sono inclusi i fondi di fondi. I dati relativi alle gestioni patrimoniali individuali sono al netto degli investimenti in quote di fondi comuni. I dati relativi alle polizze vita si riferiscono al 'lavoro diretto italiano' (sono cioè escluse le attività riassicurate e quelle svolte da compagnie estere operanti in Italia).

Il numero di fondi esteri commercializzati in Italia è aumentato nel 2013 passando da 4.009 unità nel 2012 a 4.074, per effetto dell'incremento del numero di società con sede in Lussemburgo e Irlanda (Fig. 89).

Fig. 89 Numero di fondi di diritto estero commercializzati in Italia e numero di società estere autorizzate alla commercializzazione di fondi per sede legale



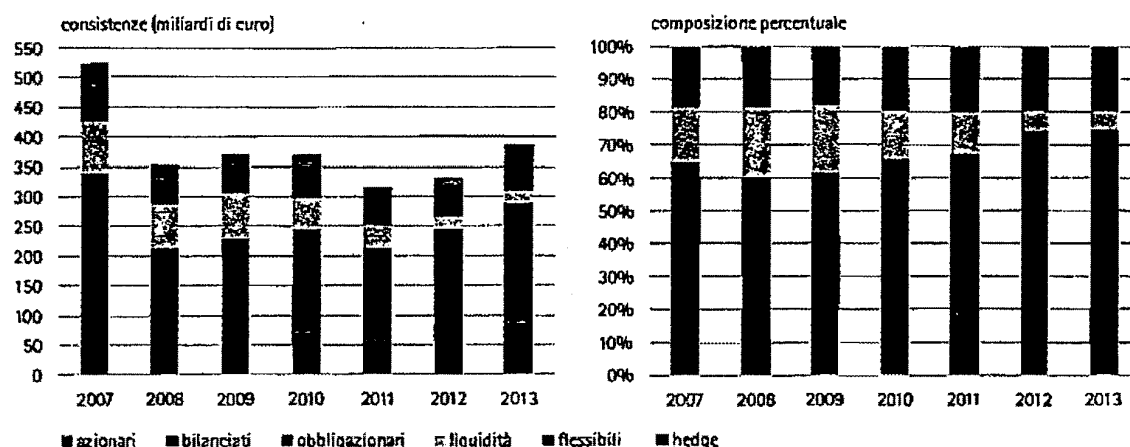
Fonte: prospetti informativi.

Nel 2013 si è osservato un significativo incremento del patrimonio dei fondi comuni distribuiti in Italia (Fig. 90).

Tale dinamica è ascrivibile, principalmente, all'aumento del patrimonio dei fondi azionari (+60 per cento circa). Anche il patrimonio dei fondi bilanciati e flessibili è cresciuto (rispettivamente del 19 e del 26 per cento circa), a fronte della

· sostanziale stabilità dei fondi obbligazionari e di liquidità e del calo del patrimonio riferibile agli *hedge funds* (-27 per cento circa).

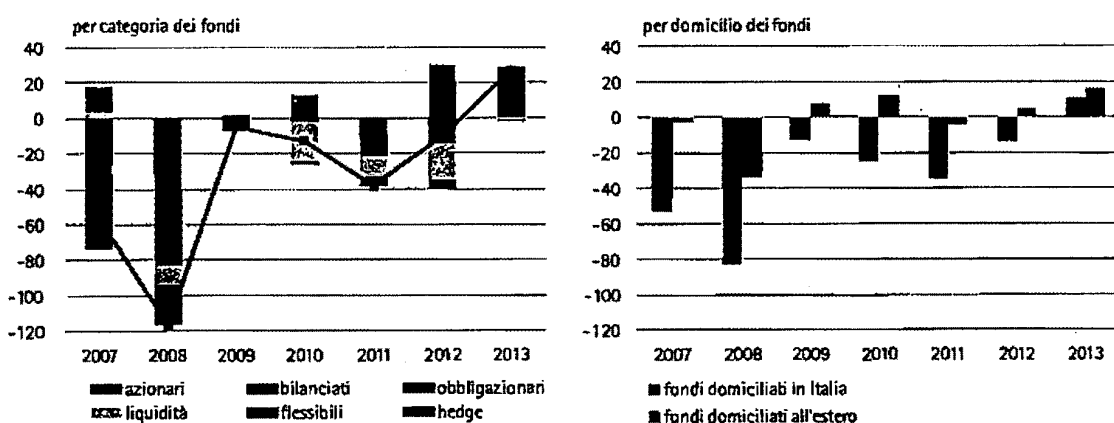
Fig. 90 Patrimonio netto dei fondi comuni collocati in Italia



Fonte: Assogestioni. I dati si riferiscono ai fondi di diritto italiano controllati da intermediari esteri, i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*); sono inclusi i fondi di fondi. Per i fondi domiciliati all'estero i dati si riferiscono al patrimonio complessivo.

Nell'ambito dei fondi comuni collocati in Italia, la raccolta netta dei fondi domiciliati all'estero ha evidenziato un incremento; invertendo la tendenza degli anni precedenti, anche i fondi domiciliati in Italia hanno registrato nel 2013 una dinamica analoga (Fig. 91).

Fig. 91 Raccolta netta dei fondi comuni collocati in Italia (miliardi di euro)

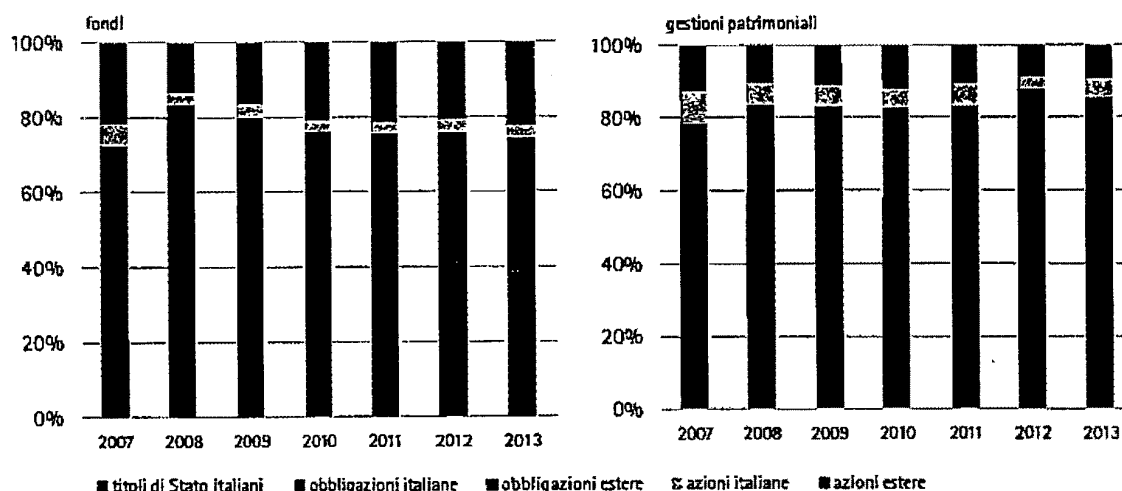


Fonte: Assogestioni. I dati si riferiscono ai fondi di diritto italiano controllati da intermediari esteri, i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*); sono inclusi i fondi di fondi. Per i fondi domiciliati all'estero i dati si riferiscono alla sola raccolta presso sottoscrittori italiani fino al 2004; per gli anni successivi includono anche la raccolta presso sottoscrittori esteri.

L'afflusso di capitali ha riguardato i fondi flessibili (+15 miliardi di euro), quelli obbligazionari (+7 miliardi) e, in misura meno consistente, i fondi bilanciati e azionari; viceversa, per i fondi *hedge* e di liquidità i riscatti sono stati superiori alla raccolta.

Con riferimento alla composizione del patrimonio di fondi comuni aperti di diritto italiano e gestioni patrimoniali, nel 2013 la quota investita in titoli di Stato è risultata in lieve calo rispetto all'anno precedente, portandosi sui livelli osservati nel 2007 (rispettivamente 40 e 42 per cento del totale). È lievemente cresciuta la quota riferibile ad azioni italiane ed estere, mentre sono sostanzialmente stabili (e pari al 37 per cento circa) gli investimenti in obbligazioni estere (Fig. 92).

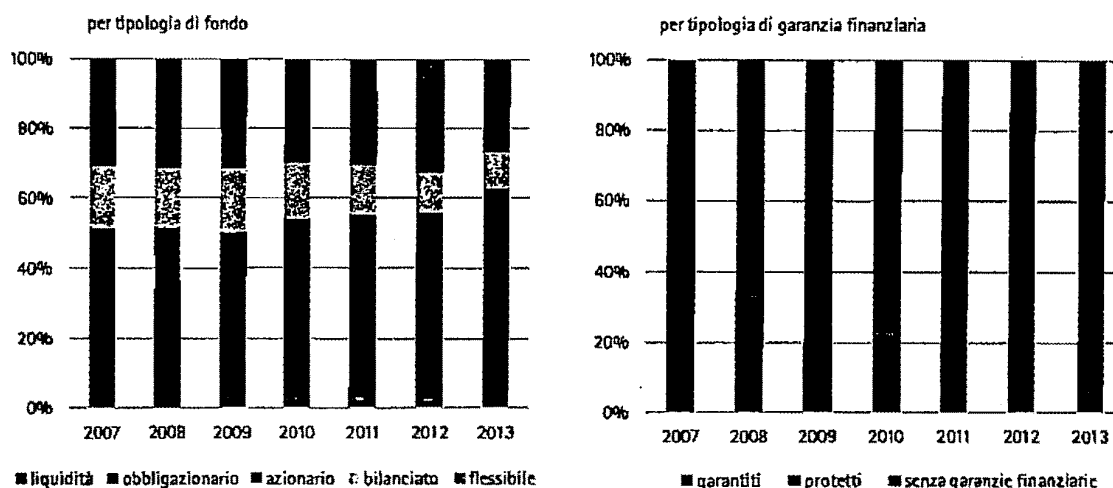
Fig. 92 Composizione del portafoglio dei fondi comuni aperti di diritto italiano e delle gestioni patrimoniali individuali



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia. La quota investita in Oicr dalle gestioni individuali è stata allocata alle altre attività finanziarie sulla base della composizione di portafoglio dei fondi comuni di diritto italiano nell'anno di riferimento. I dati delle obbligazioni estere includono i titoli pubblici esteri e i dati delle azioni includono quelli degli Oicr.

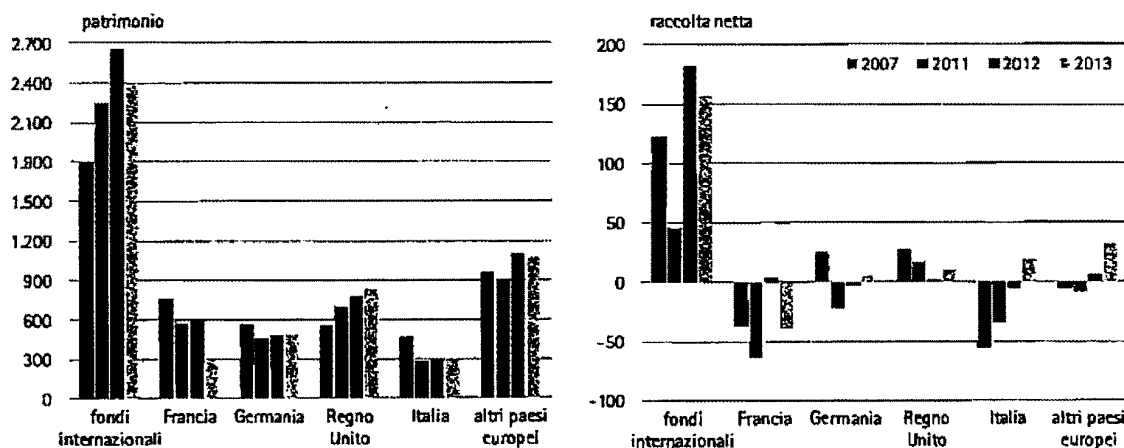
Il patrimonio gestito dei fondi collegati a polizze *unit linked* ha registrato un netto incremento dei fondi obbligazionari e una significativa riduzione di quelli flessibili (Fig. 93).

I fondi obbligazionari pesano per il 37 per cento sul patrimonio gestito dei fondi comuni collegati a polizze *unit linked* (29 per cento nel 2012). Quote consistenti sono, inoltre, riferibili ai fondi azionari e flessibili (il cui patrimonio rappresenta, rispettivamente, il 24 e il 27 per cento del totale). Nel 2013 si è osservato, infine, un deciso calo dei fondi garantiti, passati dal 16 per cento registrato nel 2012 al 5 per cento del totale del patrimonio gestito.

Fig. 93 Composizione del patrimonio gestito dei fondi collegati alle polizze *unit linked*

Nel confronto internazionale l'Italia continua a caratterizzarsi per un livello contenuto del patrimonio investito in fondi comuni, pur mostrando una sostanziale stabilità rispetto al biennio precedente. La raccolta netta è risultata positiva nella maggior parte delle economie europee pur a fronte di contrazioni significative registrate dai fondi internazionali e francesi (Fig. 94).

Fig. 94 Patrimonio e raccolta netta dei fondi comuni in Europa (miliardi di euro)



Fonte: Lipper FMI. I fondi sono classificati sulla base del paese dal quale derivano la quota preponderante del patrimonio; tale criterio di classificazione può essere diverso sia da quello del paese di domicilio del fondo, come accade per i fondi cosiddetti *roundtrip*, sia da quello del paese di residenza dell'intermediario promotore. I "fondi internazionali" sono quelli domiciliati in Irlanda e Lussemburgo per i quali non è possibile identificare un singolo paese che concorre per almeno l'80 per cento al patrimonio complessivo (cosiddetti "puri cross border"). Gli "altri paesi europei" sono Svizzera, Spagna, Belgio, Svezia, Austria, Olanda, Danimarca, Finlandia, Norvegia, Portogallo, Grecia. Sono esclusi i fondi di fondi.

Il patrimonio riferibile ai fondi internazionali 'puri' (ossia quelli domiciliati in Irlanda e Lussemburgo, per i quali non è possibile identificare un singolo paese che concorre per almeno l'80 per cento al patrimonio complessivo) e a quelli francesi è calato (rispettivamente del 10 e del 48 per cento), mentre quello relativo ai fondi domiciliati nel Regno Unito ha visto un lieve incremento (del 7 per cento circa). In Germania e negli altri paesi europei si è registrata, invece, una sostanziale stabilità.

Con riferimento alla raccolta, mentre nel Regno Unito, in Germania e negli altri paesi europei l'afflusso di capitali si è attestato rispettivamente a 9, 6 e 32 miliardi, in Francia si è registrato un deflusso di 40 miliardi di euro. Anche i fondi internazionali 'puri' hanno sperimentato una contrazione della raccolta da 180 miliardi di euro a poco meno di 160 miliardi (-14 per cento circa rispetto al 2012).

## VI Il quadro normativo comunitario

### 1 La disciplina in materia di mercati

#### *La revisione della Direttiva MiFID*

Nel gennaio 2014 il Consiglio dell'Unione Europea ha raggiunto un accordo politico di massima con il Parlamento europeo sui testi sia della Direttiva MiFID2 sia sul Regolamento MiFIR, che innovano la Direttiva 2004/39/CE, facendo seguito alla discussione della proposta inizialmente presentata dalla Commissione europea nell'ottobre 2011.

Il processo di revisione della MiFID si propone di estendere l'ambito di applicazione della disciplina vigente e di realizzare un'armonizzazione massima delle norme tra gli Stati membri dell'Unione. In linea con quest'ultimo obiettivo, numerose norme attualmente contenute nella MiFID (in particolare quelle relative alla trasparenza) sono state trasposte nel Regolamento, direttamente applicabile nelle legislazioni nazionali.

Nel corso del 2013 i lavori di revisione della Direttiva MiFID hanno innovato in modo rilevante la disciplina dei mercati.

In materia di trasparenza delle negoziazioni, è stato previsto un significativo rafforzamento dei presidi esistenti in linea con l'avanzamento più volte espresso dalla Consob.

In particolare è stata resa più stringente la disciplina delle deroghe alla trasparenza *pre-negoziazione* per le azioni ed è stata introdotta un nuovo regime per la trasparenza degli strumenti finanziari *equity-like* e *non-equity*. Inoltre sono stati creati sistemi integrati di raccolta delle informazioni (*consolidated tape providers*), rispondenti a una serie di requisiti dettagliatamente indicati. Non si è invece provveduto a definire un meccanismo di consolidamento unico dei dati, nonostante l'esperienza applicativa abbia fatto emergere la difficoltà dell'industria finanziaria di giungere autonomamente a tale soluzione.

Particolare attenzione viene dedicata allo sviluppo dei sistemi di negoziazione altamente automatizzati e alla disciplina degli aspetti di microstruttura ad essi connessi, ai quali la Consob assegna da tempo una rilevanza centrale.

In continuità con quanto già previsto dalle linee guida ESMA in materia di trading automatizzato, la revisione della MiFID introduce le definizioni di trading

algoritmico e tecniche di negoziazione ad alta frequenza, funzionali alla definizione di un regime di autorizzazione e vigilanza. La disciplina di taluni elementi microstrutturali strettamente connessi alla recente evoluzione dei mercati (quali i fenomeni della *co-location* e del *direct electronic access*, i meccanismi per la gestione della volatilità o l'imposizione di *tick size minimi*) permetterà inoltre di contenere gli spazi di arbitraggio regolamentare.

La proposta di Direttiva individua, inoltre, le informazioni sugli ordini e sulle transazioni che devono essere conservate dai soggetti vigilati (*trading venues* e imprese di investimento) per la successiva trasmissione alle autorità competenti, su richiesta ovvero in via continuativa.

Sotto il profilo strutturale, viene introdotta la *trading obligation* per le azioni e una nuova tipologia di *trading venue*, denominata *organised trading facility* (Otf), che sarà sottoposta alle medesime norme previste per i mercati regolamentati. L'introduzione di una nuova tipologia di piattaforma di negoziazione ha la finalità di ridurre le 'aree grigie', ossia non sottoposte a regolamentazione, emerse a seguito dell'entrata in vigore della MiFID e il cui sfruttamento da parte degli operatori di mercato solleva preoccupazioni per il concreto esplicarsi del *level playing field*. Tale piattaforma, destinata alla negoziazione di strumenti *non-equity*, si caratterizza per l'adozione di un approccio discrezionale nell'esecuzione delle transazioni.

Al fine di agevolare l'accesso delle piccole e medie imprese (Pmi) al mercato dei capitali, la revisione della MiFID introduce i cosiddetti '*SME Growth Markets*'. Si tratta di piattaforme di negoziazione ricomprese nell'ambito dei sistemi multilaterali (Mtf) di negoziazione, dove possono essere scambiati strumenti finanziari emessi prevalentemente da Pmi, la cui capitalizzazione media non ecceda i 200 milioni di euro.

La Consob ha da sempre condiviso la proposta della Commissione europea di creazione di un mercato dedicato alle Pmi, caratterizzato da un assetto più flessibile rispetto alle altre *trading venues*, che tenesse conto delle specificità degli emittenti piccoli e medi e della necessità, riconosciuta nel testo della direttiva, di ridurre gli oneri amministrativi a carico dei medesimi. Gli Mtf che intendono operare come *SME Growth Markets* devono presentare un'apposita richiesta all'autorità competente, che concederà la relativa autorizzazione nel rispetto di talune condizioni.

Nel corso del 2013 l'ESMA ha già avviato i lavori preliminari per la predisposizione delle misure di livello 2 di attuazione della nuova Direttiva, quali i *technical advice* alla Commissione europea e la redazione di *regulatory technical standards* (Rts).

#### *La revisione della Direttiva MAD*

Nel corso di 2013 è continuata l'attività di revisione della Direttiva sugli abusi di mercato, articolata in una nuova Direttiva (MAD2) e in un

Regolamento (MAR). Sul testo della Direttiva MAD2 è stato raggiunto l'accordo politico all'esito positivo del Trilogò dello scorso 10 dicembre 2013. Il testo è stato portato, per l'adozione formale, alla riunione plenaria del Parlamento europeo, ed è stato approvato in prima lettura il 4 febbraio 2014.

Tra le principali novità, si segnala l'estensione dell'ambito di applicazione della disciplina alle nuove *trading venues* e al mercato delle merci, l'introduzione di riferimenti al trading ad alta frequenza e alla manipolazione dei benchmark, una disciplina *ad hoc* per il *market sounding* (ossia l'attività degli intermediari incaricati di sondare le disponibilità della clientela circa possibili offerte dell'emittente o di altri azionisti sul mercato primario o secondario) e un sistema per incentivare la segnalazione di operazioni potenzialmente abusive alle autorità di vigilanza.

Il nuovo Regolamento MAR prevede, inoltre, un regime di sanzioni amministrative volto a superare le attuali divergenze nazionali. Al contempo, tuttavia, è stata accordata agli Stati membri la facoltà di sottrarsi al puntuale e dettagliato regime sanzionatorio amministrativo tratteggiato nel Regolamento attraverso la previsione di sanzioni di tipo penale.

#### *Le misure attuative di EMIR e la proposta di regolamento in materia di depositari centrali*

Nel 2013 sono stati pubblicati molti degli standard tecnici previsti dal Regolamento 648/2012/UE sugli strumenti derivati *over the counter* Otc (EMIR).

Al fine di contenere il rischio sistemico, il Regolamento EMIR introduce l'obbligo di compensazione e garanzia (*clearing*) per tutti i contratti derivati Otc che presentino determinate caratteristiche in termini di standardizzazione, volume e liquidità e disponibilità di prezzi affidabili, attraverso il ricorso a una controparte centrale, europea o estera, appositamente autorizzata o riconosciuta. L'autorizzazione all'esercizio dell'attività di *clearing* è subordinata al rispetto di una serie di requisiti, prudenziali, organizzativi e di *governance*. Sono soggette all'obbligo di *clearing* imprese finanziarie e non finanziarie. Limitatamente a queste ultime, l'obbligo si applica solo se l'attività posta in essere con finalità speculativa (con esclusione quindi delle operazioni relative alla copertura di rischi commerciali o all'attività di tesoreria) supera una delle cosiddette 'soglie di compensazione'. Le operazioni qualificate come infragruppo sono esentate. Per i contratti Otc non soggetti a *clearing* vengono dettate misure alternative di mitigazione del rischio.

Il Regolamento prevede che tutti i contratti derivati conclusi, sia negoziati sul mercato sia fuori mercato, siano comunicati ai cosiddetti repertori di dati sulle negoziazioni (*trade repository*), i quali sono tenuti a registrarsi presso l'ESMA e sono da questa vigilati. I *trade repository* devono pubblicare le posizioni aggregate per classi di derivati.

Con la pubblicazione degli *standard* tecnici sono divenute applicabili alcune delle disposizioni del Regolamento.

In primo luogo, è stato introdotto l'obbligo di applicare ai contratti derivati non oggetto di compensazione talune tecniche di mitigazione del rischio su base bilaterale (valorizzazione dei contratti su base giornaliera e tecniche di tipo operativo), diversamente modulate a seconda della natura della controparte. Inoltre, le controparti non finanziarie sono ora tenute a verificare se l'attività speculativa posta in essere porti al superamento di una delle soglie di compensazione, circostanza da cui deriva l'acquisizione dello *status* di controparte non finanziaria qualificata e la conseguente equiparazione alle controparti finanziarie.

L'entrata in vigore degli *standard* ha inoltre dato avvio al processo di registrazione presso l'ESMA dei soggetti interessati a prestare i servizi di repertorio di dati. Nel mese di novembre 2013 risultavano registrati 6 *trade repository*. L'obbligo di *reporting* si applica a partire dal 12 febbraio 2014 a tutte le categorie di contratti.

All'entrata in vigore degli *standard* concernenti le controparti centrali il Regolamento collega il termine di sei mesi entro il quale le controparti già operanti, prima dell'entrata in vigore della nuova disciplina, sono tenute a presentare un'istanza di autorizzazione successiva. Tutte le controparti centrali interessate hanno presentato istanza entro il 15 settembre 2013. Il rilascio dell'autorizzazione è previsto per il primo semestre del 2014.

Sono in corso di elaborazione gli *standard* tecnici che consentiranno l'applicazione degli obblighi di *clearing* e di collateralizzazione su base bilaterale, applicabili alle controparti finanziarie e alle controparti non finanziarie qualificate.

Il quadro delle iniziative comunitarie in materia di infrastrutture di mercato sarà completato dall'adozione del Regolamento in materia di depositari centrali di titoli (*Central Securities Depositories – CSD*). La proposta è stata presentata dalla Commissione europea il 7 marzo 2012 e per tutto il 2013 si è svolto il relativo negoziato. Nel mese di dicembre si è raggiunto un accordo politico preliminare. L'adozione del Regolamento, prevista entro la fine della legislatura del Parlamento europeo, comporterà l'introduzione di un obbligo di registrazione in forma elettronica per le categorie più importanti di valori mobiliari destinati alle negoziazioni, un'armonizzazione dell'intervallo di regolamento che sarà fissato a un massimo di due giorni dopo quello di negoziazione, l'applicazione di penalità a carico dei partecipanti in *fail* (ossia coloro che non abbiano provveduto alla consegna dei titoli alla data convenuta per il regolamento) e l'assoggettamento degli stessi a misure di *buy-in*. I CSD saranno soggetti a requisiti uniformi quanto ad autorizzazione, vigilanza, organizzazione, gestione dei rischi. Una disciplina specifica si applicherà ai collegamenti tra CSD e al diritto di accesso tra emittenti e CSD, tra CSD, e tra CSD e altre infrastrutture di mercato. Sarà anche possibile per il CSD ottenere un'autorizzazione alla prestazione di servizi accessori di tipo

bancario in via diretta o attraverso un ente creditizio appartenente al proprio gruppo.

### *Il nuovo Regolamento europeo sulle agenzie di rating*

Nel corso del 2013 è entrato in vigore il Regolamento 462/2013/UE, che ha modificato il Regolamento 1060/2009/CE in materia di agenzie di rating con riferimento ai seguenti aspetti: riduzione dell'eccessivo affidamento (*over-reliance*) ai giudizi di rating; miglioramento della trasparenza e della qualità dei rating sul debito sovrano; limitazione dei conflitti di interessi legati all'azionariato delle agenzie di rating; introduzione di un regime di responsabilità civile; trasparenza relativa a prodotti finanziari strutturati; introduzione di una piattaforma europea di comunicazione dei rating; miglioramento della concorrenza sul mercato e vigilanza sulle metodologie di attribuzione di rating.

In materia di riduzione dell'eccessivo affidamento ai rating, si richiede alle istituzioni finanziarie di non basarsi esclusivamente o automaticamente sui rating esterni per valutare il merito di credito ma di sviluppare sistemi interni di analisi. Al riguardo, sono stati attribuiti alle autorità di vigilanza settoriali compiti di monitoraggio sull'adeguatezza dei processi di valutazione adottati e sull'utilizzo di riferimenti contrattuali ai rating da parte delle istituzioni finanziarie.

È stata prevista, inoltre, la progressiva eliminazione, da completarsi entro il 1° gennaio 2020, dei riferimenti ai rating contenuti nei vari atti legislativi dell'Unione Europea (a condizione che siano state identificate adeguate alternative per la valutazione del rischio di credito), nonché l'eliminazione dei riferimenti ai rating contenuti negli orientamenti, nelle raccomandazioni e nei progetti di norme tecniche emanati dalle tre Autorità di vigilanza europee (EBA, EIOPA ed ESMA), qualora detti riferimenti rischino di produrre un affidamento esclusivo o meccanico ai giudizi di rating.

Anche la Direttiva 14/2013/UE, che ha modificato le Direttive in materia di enti pensionistici aziendali o professionali, di organismi di investimento collettivi (UCITS) e di gestori di fondi di investimento alternativi (AIFM), ha introdotto norme volte a ridurre l'eccessivo affidamento ai rating.

Con riguardo ai rating sul debito sovrano, il Regolamento introduce misure il cui scopo è migliorarne la trasparenza e la qualità, anche al fine di minimizzare gli effetti sui mercati, in termini di maggiore volatilità, collegati alla diffusione di tali giudizi.

Il nuovo Regolamento introduce l'obbligo per le agenzie di rating di predisporre un calendario annuale delle date in cui i giudizi o gli *outlook* dovranno essere emessi. Si prevede inoltre: l'obbligo di pubblicare tali rating o *outlook* a mercati chiusi e di venerdì; la limitazione a tre giudizi l'anno nel caso di rating non sollecitati; il divieto di annunci di revisioni del rating di tipo collettivo non