

strumenti finanziari nonché previsioni specifiche per i fondi monetari che prevedono un valore costante del fondo.

A fine gennaio 2014, la Commissione europea ha avanzato, inoltre, una proposta di regolamento sulla segnalazione e la trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli (quali i contratti di vendita con patto di riacquisto e il prestito titoli e il reimpiego delle garanzie reali) che tipicamente rappresentano attività ricomprese nell'ambito del sistema bancario ombra.

Tali operazioni contribuiscono al buon funzionamento dei mercati, aumentandone la liquidità e agevolando il finanziamento dei vari soggetti del sistema finanziario, anche attraverso le banche centrali, ma possono al contempo determinare un aumento della leva finanziaria e del numero e intensità delle interconnessioni tra operatori di diversa natura, amplificando il rischio sistemico.

La proposta di regolamento introduce misure volte a migliorare la trasparenza, al fine di fornire alle autorità di vigilanza le informazioni necessarie a monitorare l'insorgere nel sistema finanziario di rischi sistemici legati a tali operazioni, la diffusione di adeguate informazioni agli investitori da parte dei fondi e la trasparenza contrattuale delle attività di reimpiego dei titoli.

In particolare, la proposta di regolamento contiene misure in materia di segnalazione ai repertori di dati sulle negoziazioni delle operazioni di finanziamento tramite titoli e obblighi di segnalazione a carico sia dei fondi sia delle controparti che realizzano il reimpiego. Tali misure recepiscono le Raccomandazioni del FSB dell'agosto 2013 sul medesimo tema.

6 Gli orientamenti emanati dall'ESMA

L'ESMA ha il compito di elaborare orientamenti e raccomandazioni (di seguito anche linee guida) volte a favorire la convergenza delle pratiche di vigilanza e l'uniforme applicazione del diritto dell'Unione Europea. Ai sensi dell'articolo 16(3) del Regolamento 1095/2010/UE, istitutivo dell'ESMA, le autorità nazionali competenti devono notificare all'Autorità europea, entro due mesi dalla pubblicazione degli orientamenti in ciascuna lingua dell'Unione, l'intenzione di rispettare o meno le indicazioni applicative, esplicitando eventualmente i motivi della scelta. La Consob ha dichiarato la conformità o l'intenzione di conformarsi a tutti gli orientamenti elaborati dall'ESMA nel corso del 2013.

Nel mese di dicembre 2012, l'ESMA ha pubblicato gli Orientamenti su questioni relative agli *exchange traded funds* (Etf) e ad altri Oicvm (*Guidelines on ETFs and other UCITS issues*), entrati in vigore il 18 febbraio 2013.

Le linee guida forniscono indicazioni sulle informazioni che devono essere comunicate su Oicvm indicizzati e Oicvm Etf, nonché sulle norme specifiche che gli Oicvm devono applicare quando effettuano operazioni su strumenti finanziari derivati Otc e su tecniche di gestione efficiente del portafoglio. Gli Orientamenti definiscono inoltre i criteri che devono essere rispettati dagli indici finanziari in cui gli Oicvm investono.

Le aree tematiche di intervento delle linee guida sono sottoposte alla vigilanza della Consob, per i profili di trasparenza, e della Banca d'Italia, per quanto attiene ai profili relativi alla gestione e diversificazione del rischio, ai limiti di investimento e al contenuto dei regolamenti dei documenti contabili degli Oicr medesimi.

In attuazione degli Orientamenti ESMA, la Consob ha emanato la comunicazione 13015352 del 22 febbraio 2013, con la quale ha previsto, inoltre, una specifica disciplina transitoria. In base alla comunicazione, le informazioni da diffondere tramite il KIID, il prospetto e le comunicazioni di *marketing* dovranno adeguarsi a quanto previsto dagli Orientamenti al primo aggiornamento utile o, al più tardi, entro 12 mesi dalla data di applicazione delle linee guida.

Nel corso del 2013, gli Orientamenti ESMA relativi alla disciplina comunitaria in materia di fondi di investimento alternativi sono stati numerosi.

Nel mese di febbraio, l'ESMA ha pubblicato gli Orientamenti sulle sane politiche retributive a norma della Direttiva 2011/61/UE (*Guidelines on sound remuneration policies under AIFMD*), applicabili a decorrere dal 22 luglio 2013 ai gestori di fondi di investimento alternativi.

La Direttiva AIFMD richiede agli Stati membri di imporre ai gestori di fondi alternativi l'adozione di politiche di remunerazione coerenti con una sana e prudente gestione e idonee a non incoraggiare l'assunzione di rischi sproporzionati rispetto alle caratteristiche del fondo. All'ESMA è demandato il compito di definire linee guida in materia, tenendo conto: i) dei criteri contenuti nell'Allegato II della Direttiva, dedicato interamente alla sane politiche di remunerazione; ii) dei principi di cui alla Raccomandazione 2009/384 della Commissione europea; iii) del principio di proporzionalità.

I soggetti interessati dagli Orientamenti sono coloro che svolgono funzioni rilevanti (*senior management, risk takers, staff* con funzioni di controllo), la cui attività è in grado di influenzare sensibilmente il profilo di rischio del gestore o dei fondi da esso gestiti, fermo restando il rispetto del principio di proporzionalità. Le linee guida sono dirette, in alcuni casi, ai gestori di fondi di investimento alternativi, in altri casi, al solo personale con funzioni più rilevanti.

In Italia, gli Orientamenti si applicano ai gestori alternativi (società di gestione e Oicr in veste societaria) autorizzati in Italia, sottoposti alla vigilanza congiunta di Consob e Banca d'Italia. Più nello specifico, la disciplina in materia di politiche di remunerazione applicabili agli intermediari finanziari abilitati è contenuta

nel Regolamento congiunto in materia di organizzazione e procedure degli intermediari del 29 ottobre 2007, ai sensi dell'art. 6, comma 2-bis, lett. a), del Tuf.

La comunicazione congiunta Consob – Banca d'Italia in materia di attuazione della AIFMD, pubblicata in data 26 luglio 2013, ha appositamente chiarito che i gestori alternativi autorizzati in Italia continueranno ad applicare la normativa nazionale vigente sino all'entrata in vigore delle nuove disposizioni legislative e regolamentari di recepimento.

Nel mese di luglio 2013 è stato pubblicato il modello di *Memorandum of Understanding (MoU)*, da utilizzare per la consultazione, la cooperazione e lo scambio di informazioni con autorità di paesi terzi in materia di vigilanza ai sensi della Direttiva AIFMD (*ESMA guidelines on the model of MoU concerning consultation, cooperation and the Exchange of information related to the supervision of AIFMD entities*).

Nel mese di agosto 2013 l'ESMA ha pubblicato Orientamenti sui concetti chiave della Direttiva AIFMD (*Guidelines on key concepts of the AIFMD*), allo scopo di assicurare un'applicazione comune, uniforme e coerente dei concetti che integrano la definizione di fondi d'investimento alternativo (FIA) prevista all'articolo 4, paragrafo 1, lettera a), della Direttiva AIFMD.

In particolare, vengono forniti criteri applicativi con riguardo a ciascuno degli elementi costitutivi della definizione di FIA di cui al citato art. 4, quali: i) la veste di organismo di investimento collettivo; ii) la raccolta del capitale dagli investitori; iii) l'esistenza di una pluralità di investitori; iv) l'investimento del patrimonio raccolto in conformità a una politica di investimento predefinita.

Nelle more del recepimento nell'ordinamento nazionale della Direttiva AIFMD e delle relative disposizioni attuative, nel mese di ottobre la Consob ha comunicato all'ESMA l'intenzione di conformarsi ai relativi Orientamenti. Il 26 luglio 2013 la Consob e la Banca d'Italia hanno pubblicato una comunicazione congiunta tesa a individuare il corpus normativo in vigore dal 22 luglio 2013, chiarendo così quali fossero le disposizioni comunitarie applicabili sino all'adozione della disciplina nazionale di recepimento.

L'ESMA ha pubblicato nel mese di novembre 2013 ulteriori linee guida (*Guidelines on reporting obligations under article 3 (3) (d) and 24 (1), (2) and (4) of the AIFMD*), con l'obiettivo di individuare modalità uniformi attraverso cui le società di gestione di fondi alternativi dovranno adempiere agli obblighi di comunicazione nei confronti delle autorità nazionali ai sensi della AIFMD.

Tali informazioni, dettagliate in apposito allegato al Regolamento comunitario 231/2013, sono relative alle seguenti aree: i) anagrafica dei prodotti; ii) portafoglio dei prodotti; iii) dati di sintesi sul turnover del portafoglio; iv) dati relativi al profilo di rischio dei fondi.

Nelle linee guida vengono precisati i criteri di elaborazione di tali informazioni. Sono, inoltre, definite le varie classi di strumenti finanziari in

riferimento ai quali devono essere determinate le esposizioni individuali di ciascun fondo alternativo. Sono, infine, fornite indicazioni volte a meglio chiarire la tempistica di trasmissione del flusso informativo prescritta dall'art. 110 del Regolamento attuativo della Direttiva AIFMD, in particolare nel caso di cambiamenti di status del gestore o dell'ammontare del patrimonio gestito dallo stesso.

L'ESMA ha pubblicato nel mese di aprile 2013 le linee guida in merito alle esenzioni previste per le attività di *primary dealer* e di *market making* da alcune restrizioni imposte dal Regolamento 236/2012/UE relative alle vendite allo scoperto e taluni aspetti dei *credit default swap* (*Guidelines on the exemption for market making activities and primary market operations under Regulation (EU) 236/2012 of the European Parliament and the Council on short selling and certain aspects of Credit Default Swaps*).

Il Regolamento 236/2012/UE, entrato in vigore il 1° novembre 2012, prevede l'esenzione delle attività di *market making* (anche come 'supporto agli scambi') dal divieto di vendite allo scoperto 'nude' su azioni e titoli di Stato, dal divieto di assumere posizioni scoperte su CDS sovrani, dall'obbligo di notifica e pubblicazione delle posizioni nette corte su azioni e dall'obbligo di notifica delle posizioni nette corte su titoli di Stato. Il medesimo Regolamento prevede, inoltre, l'esenzione delle attività di *primary dealer* (anche come 'operatore principale') dal divieto di vendite allo scoperto 'nude' su titoli di Stato, dal divieto di assumere posizioni scoperte su CDS sovrani e dall'obbligo di notifica delle posizioni nette corte su titoli di Stato.

Le linee guida chiariscono: i) i requisiti per beneficiare delle esenzioni; ii) le modalità per determinare l'autorità competente ai fini dell'esenzione, specie nel caso di istanti residenti in Paesi extra-UE; iii) il processo da seguire per effettuare la notifica all'autorità competente; iv) le misure transitorie relative alle richieste di esenzione avanzate prima dell'applicazione delle linee guida stesse.

L'ESMA ha pubblicato nel mese di giugno 2013 Orientamenti e Raccomandazioni per favorire valutazioni uniformi, efficienti ed efficaci degli accordi di interoperabilità (*ESMA guidelines and recommendations for establishing consistent, efficient and effective assessments and interoperability arrangements*).

Il Regolamento EMIR introduce per le controparti centrali - oltre a requisiti organizzativi, di condotta e prudenziali - alcune disposizioni relative ai cosiddetti accordi di interoperabilità con omologhi soggetti stabiliti in altri Stati membri. Tali disposizioni hanno l'obiettivo di definire ulteriori specifici requisiti per quanto concerne, fra l'altro, le politiche di gestione del rischio e lo scambio reciproco di garanzie tra le controparti centrali che aderiscono ai suddetti accordi.

Le linee guida individuano gli elementi da tenere in considerazione, nonché i criteri da adottare, nell'analisi degli accordi di interoperabilità, con un'attenzione specifica sui rischi per le controparti centrali derivanti da tali accordi.

Nel mese di giugno 2013 sono stati pubblicati Orientamenti e Raccomandazioni ESMA relativi alle politiche e prassi di remunerazione ai sensi della Direttiva MiFID (*Guidelines on remuneration policies and practices MiFID*), applicabili ai soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento. Il documento sottolinea l'importanza di orientare le politiche di remunerazione secondo criteri in grado di assicurare il perseguimento del miglior interesse dei clienti e detta, inoltre, indirizzi interpretativi in merito al processo di elaborazione delle politiche e delle prassi retributive, alla struttura dei compensi e all'azione di controllo da parte delle autorità di vigilanza.

Gli Orientamenti ESMA si soffermano, in particolare, sui seguenti profili: i) *governance* ed elaborazione di politiche e prassi retributive nel contesto degli obblighi concernenti il comportamento e i conflitti di interessi ai sensi della MiFID; b) controllo dei rischi connessi alle politiche e alle prassi retributive; c) vigilanza delle autorità competenti e applicazione delle politiche e prassi retributive.

Con specifico riferimento ai profili riguardanti il *design* e la *governance* dei sistemi di remunerazione e incentivazione, le linee guida dell'ESMA esplicitano il dovere degli intermediari di definire gli schemi di remunerazione e di incentivazione del personale, incluso quello addetto all'attività di vendita alla clientela, secondo una 'prospettiva di servizio', allo scopo di evitare che le esigenze di tutela dei clienti possano essere, nei fatti, disattese da condotte dirette a privilegiare gli interessi reddituali e patrimoniali dei soggetti abilitati.

Le *Guidelines* sottolineano, inoltre, il dovere degli intermediari di definire la quota variabile della remunerazione eventualmente erogata, secondo modalità tali da non pregiudicare il perseguimento degli interessi del cliente, attraverso la determinazione di meccanismi premiali fondati anche sulla valutazione della qualità del servizio reso e non esclusivamente sull'ammontare dei volumi complessivamente generati.

Le linee guida raccomandano, inoltre, agli intermediari di tenere conto del rischio di conflitto tra i propri interessi e quelli dei clienti nell'ambito dei sistemi di controllo interno, anche attraverso il coinvolgimento *ex-ante* della funzione aziendale di *compliance* nel processo di definizione delle politiche di remunerazione del personale.

Il documento ESMA richiede, infine, alle autorità competenti di riservare specifica attenzione, nello svolgimento della proprie attività di vigilanza, alla considerazione dei profili connessi alla remunerazione del personale degli intermediari, adottando, se del caso, le opportune azioni di *enforcement*.

Le *Guidelines* dell'ESMA si inseriscono in un più ampio contesto normativo che ricomprende, tra l'altro, disposizioni di carattere prudenziale di matrice comunitaria (cosiddetto 'pacchetto CRD IV'), emanate in materia di sistemi di remunerazione e incentivazione nell'ambito degli assetti

organizzativi e di governo societario degli intermediari (si veda il precedente paragrafo 4).

In considerazione dell'unitarietà del sistema di remunerazione adottato dagli intermediari, si è provveduto a coordinare le discipline emanate dalla Banca d'Italia e dalla Consob, al fine di evitare che duplicazioni e divergenze riducessero l'efficacia delle disposizioni e ne aumentassero i costi di *compliance*.

Il 29 gennaio 2014 la Consob e la Banca d'Italia hanno emanato, pertanto, una comunicazione congiunta, in attuazione degli Orientamenti ESMA, volta a definire le modalità e i tempi con cui gli intermediari dovranno provvedere agli adempimenti necessari. La comunicazione prevede inoltre che, ove stabilito dalla disciplina prudenziale, gli intermediari sottopongano all'assemblea le modifiche al sistema di remunerazione necessarie per conformarsi agli Orientamenti ESMA.

Nel mese di ottobre 2013 sono stati pubblicati Orientamenti e Raccomandazioni relativi ai collegi di vigilanza delle controparti centrali (*ESMA Guidelines and recommendations regarding written agreements between members of CCP colleges*).

Gli Orientamenti definiscono il contenuto dell'accordo scritto che l'autorità nazionale competente per la vigilanza di una CCP dovrebbe proporre nell'ambito dell'istituzione di un collegio ai sensi dell'articolo 18 del Regolamento EMIR (collegi delle CCP), e che i membri del collegio della CCP dovrebbero accettare in vista della loro partecipazione a tali collegi.

C.

L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

PAGINA BIANCA

La vigilanza sui mercati I

1 I mercati regolamentati

A fine 2013, a seguito dell'andamento positivo dei corsi azionari, la capitalizzazione delle società domestiche quotate in Borsa è cresciuta del 23 per cento rispetto all'anno precedente, portandosi a 447 miliardi di euro, ossia su livelli prossimi a quelli di fine 2009 (Tav. 1). Di conseguenza, è aumentato anche il relativo peso sul Pil (dal 22,5 al 28,6 per cento a fine 2013).

Tav. 1 Indicatori dei mercati azionari gestiti da Borsa Italiana Spa
(valori monetari in miliardi di euro)

	Mta e Miv ¹							Aim Italia/Mac			
	capitalizzazione ¹	capitalizzazione ² (% del Pil)	scambi di titoli azionari ²	n° società quotate (domestiche)	n° società neoquotate (domestiche)	n° società cancellate (domestiche)	rapporto dividendi - prezzi ³	rapporto utili - prezzi ³	rapporto prezzi - utili ³	capitalizzazione	n° società quotate
2007	723	49,0	1513	263	19	14	3,7	7,8	12,9	0,1	3
2008	368	23,2	994	251	4	16	8,0	15,6	6,4	0,1	4
2009	457	30,3	646	280	40	11	5,0	5,3	18,9	0,6	11
2010	424	27,2	715	271	2	11	3,9	7,7	13,2	0,6	19
2011	331	20,6	684	261	1	11	5,0	8,8	11,1	0,6	24
2012	364	22,5	487	253	2	10	4,2	7,2	13,9	0,6	27
2013	445	28,6	526	246	5	12	3,1	5,0	20,0	1,2	36

Fonte: Borsa Italiana e Thomson Reuters. ¹ Dal 2010 Mta include il Miv (Mercato degli *Investment Vehicles*). ² Dati riferiti alle sole società domestiche. Sono incluse le società con sede legale estera considerate domestiche da Borsa Italiana. ³ Valori in percentuale rilevati a fine anno.

Il controvalore delle negoziazioni su titoli azionari delle società domestiche è risalito a 526 miliardi di euro dal minimo decennale di 487 miliardi raggiunto nel 2012 (+8 per cento circa).

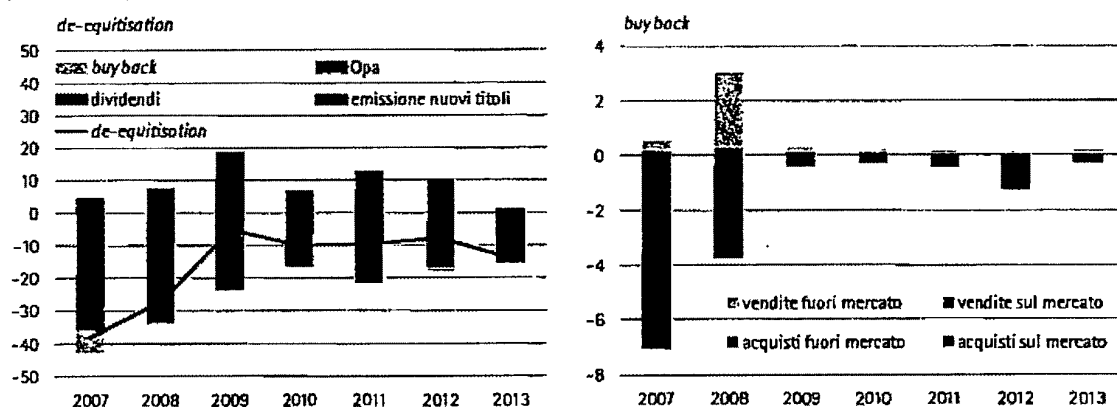
Nello stesso periodo, il numero di società domestiche quotate è diminuito da 253 a 246, con saldo negativo fra revocche (12) e nuove ammissioni (5). Le società quotate su Aim-Mac (il sistema multilaterale di

negoziazione gestito da Borsa Italiana) sono aumentate complessivamente da 27 a 36, mentre la loro capitalizzazione è raddoppiata portandosi a 1,2 miliardi di euro.

Nel corso del 2013 la raccolta di capitale di rischio dal mercato si è fortemente ridotta rispetto all'anno precedente, passando da 10,1 a 1,2 miliardi di euro (-88 per cento) e attestandosi su un livello ai minimi da oltre un decennio. Contestualmente, anche il flusso di risorse restituite agli azionisti tramite la distribuzione di dividendi, offerte pubbliche di acquisto e *buy back* si è ridotto, sebbene in misura decisamente inferiore (-14 per cento; (Fig. 95).

Di conseguenza, dopo un triennio sostanzialmente stabile, nel 2013 si è ampliato il divario negativo fra le risorse raccolte sul mercato e quelle distribuite agli azionisti, invertendo la tendenza emersa negli anni 2007-2009.

Fig. 95 Saldo fra risorse raccolte (+) e restituite (-) agli azionisti di società quotate italiane (miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Consob, Borsa Italiana e Thomson Reuters relativi ad azioni e obbligazioni convertibili quotate sull'Mta. L'indicatore di *de-equitisation* è dato dalla differenza fra le emissioni di nuovi titoli e la somma di dividendi, Opa e *buy back*. I dati sul *buy back* si riferiscono agli acquisti netti di titoli propri comunicati dagli emittenti alla Consob. I dividendi sono stimati.

L'accentuarsi del processo di *de-equitization*, nonostante il positivo andamento dei corsi azionari nell'ultimo biennio, riflette le difficoltà delle società quotate nel riuscire ad attrarre nuove risorse dal mercato del capitale di rischio in Italia, soprattutto nell'attuale fase congiunturale.

In particolare, a fronte dell'emissione di nuovi titoli per circa 1,25 miliardi di euro (in diminuzione rispetto al 2012 di 8,9 miliardi), sono stati distribuiti dividendi per 14,1 miliardi (15,8 nel 2012).

Gli acquisti sul mercato e fuori mercato di titoli propri (*buy back*) risultanti dalle comunicazioni trasmesse alla Consob ai sensi del Regolamento Emittenti sull'operatività in titoli propri sono stati complessivamente pari a 0,3 miliardi di euro,

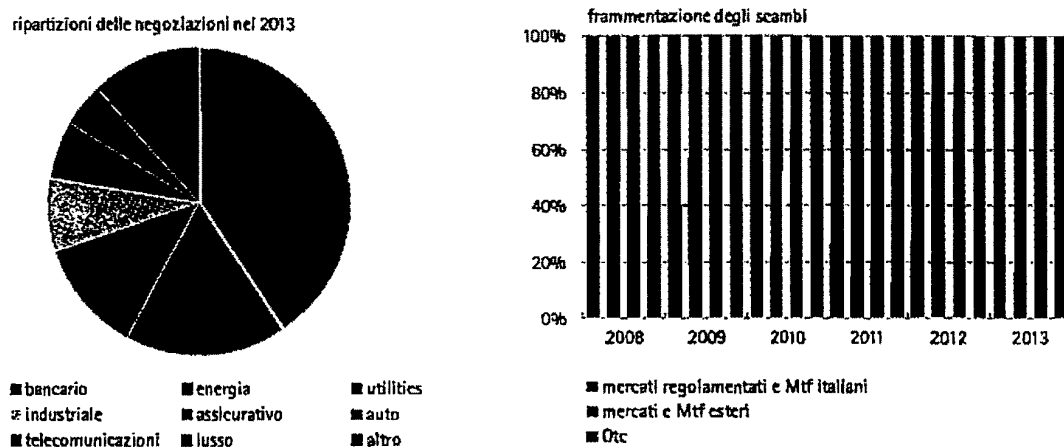
in calo di un miliardo rispetto al 2012 (oltre un miliardo al netto delle vendite), mentre le vendite sono risultate pari a circa 0,2 miliardi.

Complessivamente, a partire dal 2007 sono stati raccolti presso gli azionisti circa 61 miliardi di euro tramite aumenti di capitale e offerte di sottoscrizione, mentre nello stesso periodo i dividendi distribuiti ammontano a circa 148 miliardi, gli esborsi per le offerte pubbliche di acquisto approssimativamente a 17 miliardi e quelli per i riacquisti di azioni proprie a circa 9 miliardi.

Per quanto riguarda gli scambi di titoli azionari, nel 2013 il 70 per cento circa degli scambi relativi a titoli appartenenti all'indice Ftse Mib è riconducibile soltanto a tre settori (bancario, energia e *utilities*; Fig. 96).

Con riferimento al fenomeno della frammentazione, nel corso del 2013 la quota di negoziazioni di titoli di società domestiche effettuate su mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione (Mtf) italiani è risultata mediamente pari al 52 per cento circa (con un incremento di 7 punti percentuali rispetto al 2012), mentre gli scambi realizzati su piattaforme estere e *over the counter* (Otc) hanno rappresentato rispettivamente il 12 e il 36 per cento circa (con un aumento di 4 punti nel primo caso e una contrazione di 11 nel secondo).

Fig. 96 Ripartizione delle negoziazioni dei principali titoli azionari e frammentazione degli scambi azionari in Italia (dati 2013 per le negoziazioni, trimestrali dal 2013 per la frammentazione degli scambi)



Fonte: elaborazioni su dati Consob e Borsa Italiana. Mtf indica le *multilateral trading facilities* e Otc i mercati *over the counter*. Il grafico di sinistra rappresenta la ripartizione per settore di attività degli emittenti degli scambi azionari relativi ai titoli costituenti l'indice Ftse Mib, mentre il grafico di destra riporta la distribuzione per categoria di *trading venue* degli scambi azionari relativi a emittenti domestici per l'Italia.

Per quanto riguarda gli *exchange traded products* (Etp), nel corso del 2013 il patrimonio gestito (*assets under management* - Aum) rappresentato dagli Etp negoziati nel mercato EtfPlus di Borsa Italiana ha raggiunto un nuovo massimo, portandosi a circa 26,7 miliardi di euro da 20,7 miliardi a fine 2012 (+29 per cento circa; Tav. 2).

Tav. 2 Patrimonio gestito da Etp ammessi alle negoziazioni sul mercato EtfPlus
(valori monetari in miliardi di euro)

	ammontare	variazione percentuale rispetto all'anno precedente
2007	10,3	36
2008	10,5	2
2009	14,6	39
2010	19,8	36
2011	18,6	-6
2012	20,7	11
2013	26,7	29

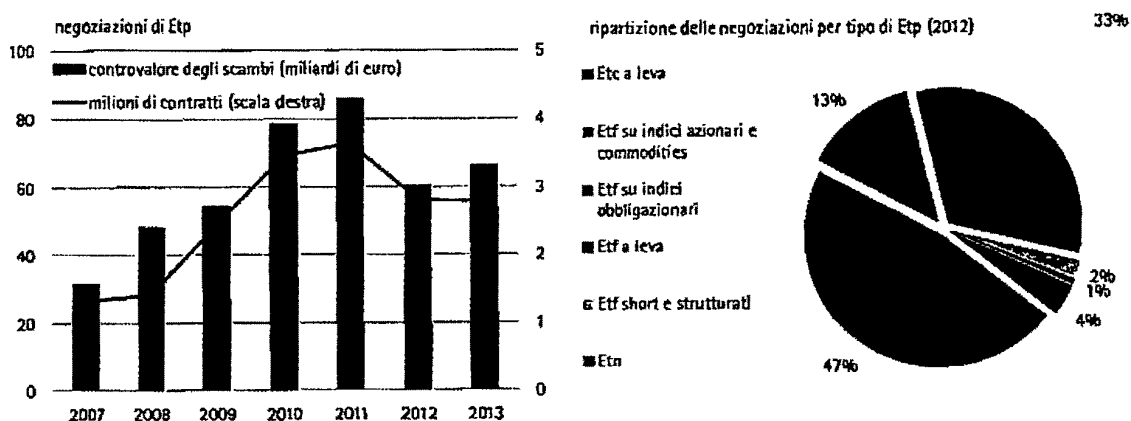
Fonte: Borsa Italiana.

La quota maggiore di tale ammontare è rappresentata da *exchange traded funds* (Etf; 24,8 miliardi circa) e, in misura notevolmente inferiore, da *exchange traded commodities* (Etc; circa 1,9 miliardi).

Anche sul mercato EtfPlus, in misura simile a quanto verificatosi per gli scambi azionari, il controvalore complessivo delle negoziazioni è aumentato, passando a 66,4 miliardi di euro da 60,5 miliardi nel 2012 (+10 per cento circa). Nello stesso periodo, il numero di contratti è diminuito solo marginalmente (da 2,81 a 2,78 milioni; Fig. 97).

Per quanto riguarda la ripartizione del controvalore degli scambi per tipologia di Etp, nel 2013 il 47 per cento circa delle negoziazioni ha riguardato Etf collegati a indici azionari o all'andamento di *commodities*, il 33 per cento Etf con effetto leva, il 13 per cento Etf su indici obbligazionari e, in via residuale, Etf di tipo *short*, Etc e *exchange traded notes* (Etn).

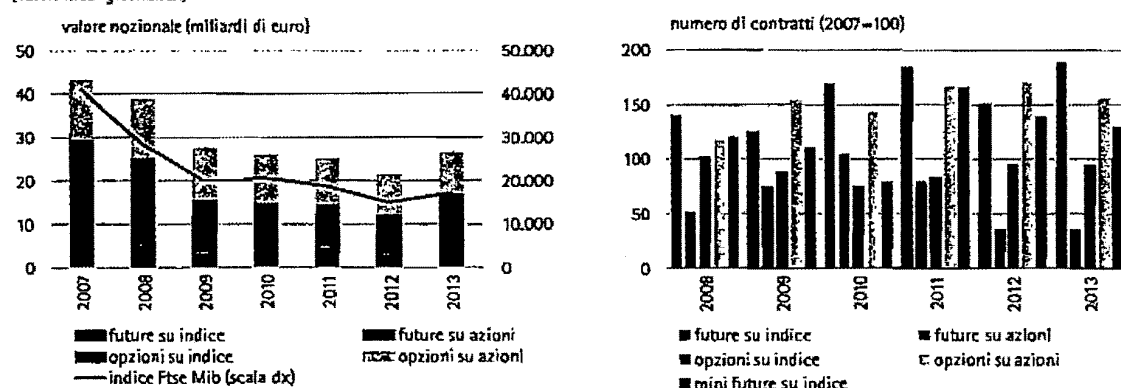
Fig. 97 Exchange traded products quotati su EtfPlus



Fonte: Borsa Italiana.

Con riferimento agli strumenti derivati negoziati sul mercato Idem gestito da Borsa Italiana, la media giornaliera del controvalore nozionale delle posizioni aperte (*open interest*) nel corso del 2013 è aumentata da 21,6 a 26,7 miliardi di euro, con un incremento del 23 per cento circa (Fig. 98).

Fig. 98 Valore nozionale e numero delle posizioni aperte in strumenti finanziari derivati negoziati sull'Idem (valori medi giornalieri)



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana e Thomson Reuters. Nel grafico relativo al valore nozionale delle posizioni aperte la categoria 'future su indice' include i *minifuture* su indice. I valori annuali dell'indice Ftse Mib sono medie dei dati di fine mese.

Sempre in termini di valore nozionale medio, la quota preponderante dell'*open interest* è relativa alle opzioni su indice (con il 47 per cento circa delle posizioni aperte), seguita dalle opzioni su azioni (36 per cento circa) e dai *future* su indice (16 per cento). Del tutto marginale risulta l'*open interest* relativo ai contratti *future* su azioni.

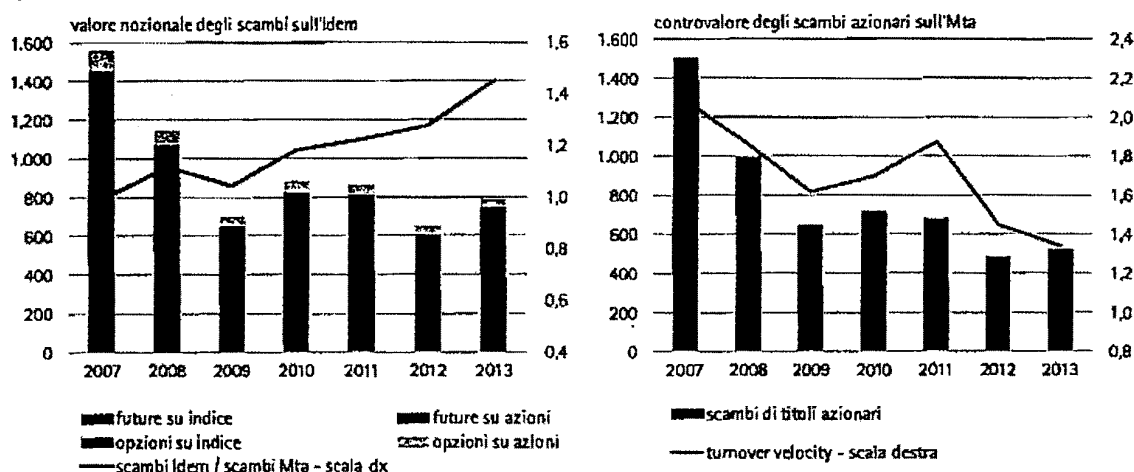
Considerando il numero medio delle posizioni aperte, rispetto al 2012 si rileva un significativo incremento solo per i contratti *future* sull'indice Ftse Mib (+25 per cento circa), mentre risultano sostanzialmente stabili le posizioni aperte in opzioni su indice e *stock future* e in calo quelle in opzioni su azioni e *mini future* sull'indice (rispettivamente, -8 e -6 per cento).

Coerentemente con la ripresa degli scambi sul mercato azionario a pronti nel 2013, anche il controvalore nozionale delle negoziazioni di strumenti derivati azionari negoziati sull'Idem è aumentato significativamente rispetto al 2012, passando da circa 648 a 789 miliardi di euro (+22 per cento circa; Fig. 99).

Anche nel 2013 gli scambi più rilevanti hanno riguardato i *future* e le opzioni su indice che, in linea con gli anni precedenti, si confermano essere gli strumenti derivati maggiormente negoziati.

Il rapporto fra il controvalore nozionale degli scambi su derivati azionari e su azioni è aumentato da circa 1,2 a 1,4, a fronte di una diminuzione della velocità del *turnover* sul mercato *cash* passata da 1,45 a 1,34 (in ulteriore calo dal massimo registrato nell'anno precedente la crisi finanziaria).

Fig. 99 Negoziazioni di strumenti finanziari derivati sull'Idem e di titoli azionari sull'Mta
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. Nella categoria 'future su indice' sono inclusi i *minifuture* su indice.

Passando al mercato SeDeX gestito da Borsa Italiana sul quale vengono negoziati *covered warrant* e *certificates*, il controvalore degli scambi nel corso del 2013 è aumentato del 70 per cento circa, passando da circa 10 a oltre 16 miliardi di euro, con una significativa ripresa dopo due anni negativi e la drastica contrazione conseguente alla crisi finanziaria del 2008 (Tav. 3).

Il numero delle emissioni in essere, invece, è aumentato dell'8 per cento circa, per effetto del saldo fra nuove emissioni ed emissioni scadute.

Tav. 3 *Covered warrant* e *certificates* quotati sul SeDeX
(valori monetari in miliardi di euro)

	numero di emissioni			controvalore degli scambi
	in essere ¹	nuove ²	scadute ³	
2007	4.408	7.609	7.848	88,8
2008	3.192	6.148	7.364	22,8
2009	3.289	4.029	3.625	10,2
2010	3.343	3.506	3.454	12,7
2011	3.880	4.769	4.232	11,3
2012	4.759	4.917	4.038	9,6
2013	5.140	5.425	5.044	16,3

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. ¹ Dati a fine anno. ² Ammesse a quotazione nel corso dell'anno. ³ Emissioni scadute nel corso dell'anno. Il dato include gli strumenti revocati, su richiesta dell'emittente, prima della scadenza naturale.

Anche nel 2013 la categoria più rilevante degli strumenti è costituita dai *covered warrant plain vanilla*, che rappresentano il 70 per cento

circa delle emissioni in essere a fine anno e il 39 per cento degli scambi; seguono gli *investment certificates* (rispettivamente, con il 18 e il 25 per cento circa) e i titoli a leva (con l'11 e il 36 per cento circa), mentre resta marginale la categoria degli strumenti esotici (Tav. 4).

Nel 2013, a fronte di una sostanziale stabilità degli scambi relativi ai titoli *plain vanilla*, si è assistito a un rimarchevole interesse per la categoria degli strumenti *leverage* (con scambi più che quintuplicati rispetto al 2012), in particolare per talune tipologie a leva fissa aventi come sottostante l'indice Ftse Mib e replicanti la *performance* giornaliera dell'indice di riferimento con un effetto leva pari anche a sette volte.

Tav. 4 Tipologie di *covered warrant* e *certificates* quotati sul SeDeX
(situazione al 31 dicembre; valori monetari in miliardi di euro)

segmento e categoria	plain vanilla		investment		leverage		esotici		totale	
	numero di emissioni	controvalore scambi	numero di emissioni	controvalore scambi	numero di emissioni	controvalore scambi	numero di emissioni	controvalore scambi	numero di emissioni	controvalore scambi
2007	2.839	33,2	1.016	53,7	399	1,8	154	0,0	4.408	88,8
2008	1.728	10,2	1.149	11,5	215	1,2	108	0,0	3.200	22,8
2009	1.672	7,1	1.122	2,6	399	0,5	96	0,0	3.289	10,2
2010	1.846	9,7	959	2,4	438	0,6	100	0,0	3.343	12,7
2011	2.176	8,2	1.101	2,2	511	0,9	92	0,0	3.880	11,3
2012	2.935	6,3	1.070	2,3	667	0,9	87	0,0	4.759	9,6
2013	3.575	6,3	941	4,0	546	5,9	78	0,0	5.140	16,3

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. * Valori in percentuale. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

A fronte di tali consistenze, le negoziazioni si concentrano però solo su un numero molto limitato di titoli (Tav. 5).

Al riguardo, nel 2013 gli scambi relativi ai cinque *covered warrant* più negoziati per ciascuna delle tre categorie più rilevanti (*plain vanilla*, *leverage* e *investment*) rappresentano cumulativamente il 54 per cento circa del controvalore negoziato sul mercato Sedex (37 per cento circa nel 2012).

Tav. 5 Concentrazione degli scambi sul SeDeX
(valori percentuali sul totale degli scambi)

categoria	n° titoli più scambiati	percentuale sul controvalore totale negoziato sul SeDeX	
		2012	2013
covered warrant con leverage	5	5,5	31,6
covered warrant plain vanilla	5	29,3	19,8
Investment certificates	5	1,9	2,3
<i>percentuale cumulata degli scambi</i>		<i>36,7</i>	<i>53,8</i>

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana.

Per quanto riguarda i mercati obbligazionari, nel 2013 il volume delle negoziazioni sui mercati regolamentati italiani è ritornato complessivamente ai livelli antecedenti la crisi finanziaria del 2008, con una crescita degli scambi pari al 29 per cento circa nell'ultimo anno (da 1.671 a 2.164 miliardi di euro; Tav. 6).

Tav. 6 Scambi di titoli obbligazionari su mercati italiani¹
(miliardi di euro)

	Mts – mercato all'ingrosso dei titoli di Stato	BondVision – mercato all'ingrosso	Mts – mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative	Mot ²	EuroTlx ³	altri sistemi multilaterali di negoiazione ⁴	totale
2007	1.665	664	9	149	25	—	2.512
2008	874	522	1	177	63	—	1.636
2009	745	549	—	229	95	—	1.618
2010	880	560	—	228	94	—	1.762
2011	868	562	—	204	84	25	1.743
2012	567	645	1	321	104	33	1.671
2013	904	804	0	330	90	36	2.164

Fonte: elaborazioni su dati Mts, Borsa Italiana e EuroTlx. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Sono inclusi gli scambi su obbligazioni precedentemente negoziate sull'EuroMot. ³ Dal 2010 sistema multilaterale di negoziazione EuroTlx. ⁴ Comprende BondVision Corporate, ExtraMot e Hi-Mtf.

In forte ripresa sono risultati gli scambi sul mercato all'ingrosso dei titoli di Stato (Mts), passati da 567 (minimo decennale) a 904 miliardi di euro nel 2013 (+59 per cento).

Con tale incremento Mts è ritornato a essere il mercato *leader* in termini di scambi di titoli di Stato, sebbene ormai affiancato dall'altro mercato all'ingrosso BondVision, i cui volumi sono cresciuti ancora nel 2013 del 25 per cento (da 645 a 804 miliardi di euro).

Per quanto riguarda il mercato *retail* Mot gestito da Borsa Italiana, dopo il forte aumento registrato l'anno precedente, nel 2013 le negoziazioni sono cresciute in misura molto più contenuta (+3 per cento circa), passando da 321 a 330 miliardi di euro.

2 La vigilanza sulle piattaforme di negoziazione

Nel 2013 è stata portata a termine l'attività di vigilanza sul rispetto da parte delle piattaforme di negoziazione e dei soggetti abilitati degli Orientamenti ESMA sui sistemi e controlli in un ambiente di negoziazione automatizzato (nel prosieguo, Orientamenti), entrati in vigore il 1° maggio 2012.