

Al riguardo, nel 2012 con comunicazione 120270714 del 4 aprile 2012 sono stati recepiti gli Orientamenti per le piattaforme di negoziazione soggette alla vigilanza della Consob (mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione diversi da quelli all'ingrosso di titoli di Stato) e con specifica comunicazione è stata richiamata l'attenzione sugli adempimenti necessari a dare attuazione a tali Orientamenti. Con comunicazione congiunta Consob-Banca d'Italia del 30 aprile 2012 sono stati, poi, recepiti gli Orientamenti ESMA sui sistemi e controlli per le imprese di investimento in un ambiente automatizzato.

In adempimento alle Comunicazioni sul recepimento degli Orientamenti ESMA, i gestori di mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione (Mtf) diversi da quelli all'ingrosso di titoli di Stato e 74 intermediari (banche e Sim) hanno provveduto a trasmettere alla Consob un'autovalutazione del rispetto degli Orientamenti, indicando sia le aree per le quali era già in corso una rivisitazione organizzativa e operativa sia le misure necessarie per far fronte a ulteriori criticità o debolezze e i relativi tempi di realizzazione.

L'analisi della documentazione pervenuta all'Istituto ha fatto emergere una significativa attenzione da parte dei soggetti vigilati verso la predisposizione di misure organizzative, funzionali e operative tese a mitigare i rischi posti da ambienti di negoziazione fortemente automatizzati.

L'attività si è ulteriormente arricchita delle risultanze emerse in sede di accertamenti ispettivi, nell'ambito dei quali sono stati analizzati specifici presidi per verificarne la rispondenza alla *ratio* e al dettato degli Orientamenti, con particolare riferimento ai sistemi e ai controlli predisposti dalle *trading venues* e dai soggetti abilitati nelle aree della *resiliency* dei sistemi di negoziazione, dell'accesso ai mercati, dei controlli pre e post-negoziazione e degli abusi di mercato.

Nel corso del 2013 sono state inoltre effettuate due indagini conoscitive. La prima ha avuto ad oggetto i profili microstrutturali delle piattaforme di negoziazione (mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici) ed è stata funzionale, da un lato, a guidare l'attività di vigilanza e, dall'altro, a effettuare una prima valutazione dell'impatto, a livello domestico, delle disposizioni contenute nella revisione della MiFID (Riquadro 4).

La seconda indagine, invece ha riguardato l'esame delle *execution policy* di un campione di intermediari con particolare riguardo ai sistemi di *best execution* dinamica (*smart order routing*), e ha consentito di acquisire elementi informativi utili sia per la vigilanza sugli intermediari sia per la vigilanza sui mercati.

## Riquadro 4

### La ricognizione della microstruttura delle infrastrutture di negoziazione in Italia

L'analisi della microstruttura delle infrastrutture di negoziazione operanti in Italia realizzata dalla Consob nel 2013 ha preso in considerazione le seguenti aree: a) accesso ai mercati; b) modalità di negoziazione adottate; c) regime di trasparenza delle negoziazioni; d) sistemi di controllo delle negoziazioni; e) strutture commissionali (*fee structure*).

In relazione al punto a), i partecipanti alle negoziazioni risultano generalmente appartenere alle seguenti tipologie: banche e SIM italiane; banche e imprese di investimento estere con succursale in Italia (ovvero operanti come *remote member*); operatori diversi ammessi alle negoziazioni ai sensi dell'art. 25, comma 2, del Tuf. In particolare, l'analisi ha evidenziato una significativa presenza di banche e imprese di investimento estere *remote member* nei segmenti Mta, EtfPlus, Idem equity e Miv (gestiti da Borsa Italiana), una rilevante presenza di operatori ammessi alle negoziazioni ai sensi dell'art. 25, comma 2, del Tuf nel sistema multilaterale di negoziazione (Mtf) BondVision Corporate (gestito da Mts) e nel segmento di mercato regolamentato Idex (gestito da Borsa Italiana). I sistemi di internalizzazione sistematica (IS), risultano prevalentemente accessibili ai soli clienti dell'intermediario, e solo in pochi casi ad altri intermediari. Complessivamente, si è inoltre rilevata una sostanziale omogeneità dei requisiti di ammissione e permanenza e delle regole di condotta richiesti ai partecipanti alle negoziazioni dai gestori di mercati regolamentati e Mtf.

Con riferimento al punto b), nei mercati regolamentati e negli Mtf le negoziazioni si svolgono, in generale, secondo le modalità di asta e/o di negoziazione continua. Per quanto riguarda gli IS su azioni, attualmente l'unico gestore utilizza le modalità di asta e negoziazione in continua. Per gli IS su strumenti finanziari diversi dalle azioni (17 gestori), normalmente è prevista l'applicazione diretta delle quotazioni esposte, con prezzi denaro-lettera fermi per tutta la giornata di negoziazione. Gli ordini per quantitativi inferiori al lotto minimo non sono inseribili in procedura, mentre quelli conferiti (limitati o al meglio - *limit* o *market order*) sono incrociati dal sistema ed eseguiti se compatibili con le quantità disponibili. È risultata significativa la presenza di operatori che ponendosi come controparti in acquisto o in vendita garantiscono la liquidità dei titoli negoziati. Le qualifiche assegnate (*market maker*, *specialist*, *liquidity provider*) implicano differenti obblighi di quotazione: in alcuni casi è prevista la compresenza di più tipologie di tali soggetti; in altri, la presenza obbligatoria di almeno una di esse.

In relazione al punto c), ai fini della trasparenza *pre-negoziazione* si prevede che, per ogni strumento finanziario, i gestori forniscano ai partecipanti: i) durante la fase di *pre-asta* di apertura, informazioni aggiornate in tempo reale su prezzi teorici di apertura e quantitativi negoziabili a tali prezzi, oltre alla tempestiva diffusione di

prezzi e quantità delle cinque migliori proposte in acquisto e in vendita e delle quantità presenti in acquisto e in vendita per almeno i cinque migliori livelli di prezzo; ii) durante la fase di negoziazione continua, informazioni in tempo reale relative al *book* di negoziazione. Le informazioni relative al *book* sono diffuse al pubblico in alcuni casi limitatamente ai primi cinque livelli di prezzo e, in altri, con un determinato ritardo rispetto alla conclusione dell'operazione (15 minuti). Un regime particolare è previsto per gli IS: generalmente le informazioni relative al miglior prezzo in acquisto e in vendita con le relative quantità nominali e il dettaglio dell'ultimo contratto concluso sono fornite a richiesta della clientela, mentre le informazioni al pubblico sono, di norma, consultabili in apposite sezioni dei siti internet di ciascun intermediario. Ai fini della trasparenza *post-negoziazione*, ai partecipanti generalmente si garantisce la disponibilità delle informazioni relative all'ultimo contratto negoziato, al volume cumulato degli scambi e il riepilogo dei contratti conclusi per ogni strumento finanziario. Le informazioni al pubblico, di analogo contenuto, sono fornite in genere al termine della giornata di negoziazione e, in ogni caso, prima dell'apertura della giornata successiva; alcuni mercati regolamentati e Mtf prevedono, inoltre, la diffusione di dati mensili aggregati. La maggioranza degli IS provvede a fornire alla clientela, entro l'inizio della giornata successiva di negoziazione, le informazioni relative alle negoziazioni per ogni strumento finanziario avvenute il giorno precedente, mentre di norma i dati relativi al mese precedente sono forniti entro il terzo giorno lavorativo di ogni mese. Per la trasparenza *post-negoziazione* verso il pubblico, le informazioni sono consultabili in apposite sezioni dei siti internet degli intermediari ovvero presso le loro filiali.

Per quanto al punto d), l'analisi ha riguardato in particolare i meccanismi di gestione degli errori (*error trade policies*) e di sospensione automatica delle negoziazioni (*trading halts*) e ha evidenziato una significativa omogeneità negli approcci adottati, pur con taluni elementi specifici legati alla diversa microstruttura dei mercati. Per la gestione degli errori è in genere prevista sia la possibilità di cancellare i contratti conclusi su concorde richiesta motivata dei contraenti sia la cancellazione di operazioni inserite erroneamente. Tutte le *trading venues* prevedono, inoltre, procedure per la sospensione automatica delle negoziazioni al superamento di limiti di variazione dei prezzi, sebbene con caratteristiche calibrate differentemente in relazione alle peculiarità dei singoli mercati.

Infine, in relazione al punto e), nell'ambito degli Mtf si è rilevato che: i) le commissioni di quotazione/ammissione (*listing fee*) includono una componente *uno tantum* e in genere anche dei corrispettivi periodici; ii) le commissioni per l'accesso ai sistemi di negoziazione (*membership fee*) non sono omogenee, ma proporzionate alla complessità del mercato, pur con alcune caratteristiche comuni quali il trattamento diversificato per gli operatori che forniscono liquidità al mercato e per quelli che utilizzano collegamenti più veloci; iii) le commissioni per l'attività di trading (*trading fees*) sono molto articolate, essendo in genere collegate a un corrispettivo annuale di adesione e/o di abbonamento ai singoli mercati, a uno unitario per transazione e a un canone per la fornitura e l'utilizzo dell'infrastruttura di accesso ai mercati.

Per quanto riguarda l'attività di vigilanza regolamentare, nel mese di aprile 2013 la Consob con delibera 18514/2013 ha riconosciuto, ai sensi dell'art. 67, comma 2, del Tuf il mercato di strumenti finanziari derivati 'ICE Futures US', gestito dalla società ICE Futures US Inc, con sede a New York.

L'art. 67, comma 2, del Tuf prevede che la Consob, previa stipula di accordi con le corrispondenti autorità di vigilanza, possa riconoscere mercati esteri di strumenti finanziari, diversi da quelli riconosciuti ai sensi dell'ordinamento comunitario, al fine di estenderne l'operatività sul territorio italiano.

L'autorità competente a vigilare sul mercato ICE Future US è la Commodity Futures Trading Commission (CFTC), autorità di controllo dei mercati derivati degli Stati Uniti, con la quale la Consob ha stipulato, l'11 settembre 2000, un accordo di cooperazione, a integrazione di un precedente accordo del 22 giugno 1995, per le specifiche finalità del reciproco riconoscimento di mercati di strumenti finanziari derivati. Il mercato ICE Future US è riconosciuto dalla CFTC come 'Designated Contract Market', che rappresenta la tipologia di mercato di strumenti finanziari soggetta al più elevato regime di regolamentazione ai sensi del Commodity Exchange Act (CEA).

Nel mese di maggio 2013 la società di gestione del mercato estero 'e-cbot', già riconosciuto ai sensi dell'art. 67, comma 2, del Tuf con delibera 14648 del 15 luglio 2004, ha comunicato alla Consob di aver modificato la denominazione del mercato stesso in 'CBOT'. La Consob ne ha preso atto e ha provveduto, con delibera 18621/2013, ad aggiornare l'elenco dei mercati esteri riconosciuti ai sensi dell'art. 67, comma 2, del Tuf.

Nel 2013 la Commissione ha svolto un'intensa attività di vigilanza sulle modifiche apportate da Borsa Italiana Spa al Regolamento dei mercati gestiti e organizzati dalla stessa società di gestione e alle relative Istruzioni.

Nel febbraio 2013 la Commissione ha espresso il proprio assenso alle modifiche alle Istruzioni al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana Spa riguardanti il mercato Idem, approvate dal consiglio di amministrazione della società in data 31 gennaio 2013.

Nel mese di aprile 2013, in occasione dell'approvazione di un significativo corpus di modifiche statutarie e regolamentari, la Commissione ha assentito alle altre modifiche alle Istruzioni al Regolamento riguardanti il Mercato Idem, riguardanti: l'introduzione nel segmento Idex dei contratti *future* sull'energia elettrica di profilo *peakload* e di una nuova scadenza dei contratti *future* sull'energia di profilo *baseload* (contratti *future* su energia già in negoziazione) e la definizione degli obblighi degli operatori *market maker* sui contratti *future* su energia elettrica; l'introduzione dei contratti *future* su dividendi (*dividend futures* su azioni) e la definizione degli obblighi di quotazione degli operatori *market maker* e specialisti sul nuovo contratto.

Con decisione del 17 aprile 2013 la Commissione ha approvato un ampio pacchetto di modifiche deliberate dall'assemblea ordinaria di Borsa Italiana Spa in data 6 marzo 2013 concernenti lo Statuto e il Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana, rispettivamente ai sensi dell'art. 73, comma 3, e 63, comma 2, del Tuf.

Tali modifiche hanno avuto ad oggetto, in particolare, le modalità di approvazione e modifica del Regolamento disciplinante l'organizzazione e la gestione del mercato e delle Istruzioni. La competenza primaria in materia di Regolamento è stata attribuita al consiglio di amministrazione, riconoscendo in ogni caso in capo all'assemblea una competenza residuale, attivabile ove ritenuto opportuno dal consiglio di amministrazione, nei casi necessari. Per le Istruzioni, il potere di adottare le modifiche è stato attribuito all'amministratore delegato, con la previsione dell'obbligo di darne informativa al consiglio di amministrazione alla prima riunione utile.

Tra le ulteriori modifiche apportate al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana, si segnala l'introduzione di una nuova modalità di accesso al mercato (cosiddetto 'accesso sponsorizzato'), che consente agli operatori di inoltrare direttamente al mercato gli ordini dei propri clienti senza che questi siano validati dalla struttura tecnologica interna utilizzata dell'operatore stesso (ma sempre tramite il suo identificativo di negoziazione); la semplificazione dell'iter di quotazione sul Mercato Mta per gli emittenti che partecipano al progetto 'Elite' (programma di formazione per le Pmi, avviato da Borsa Italiana nel 2011 in collaborazione con Ministero dell'Economia e delle Finanze, Confindustria, Università Bocconi e Fondo Italiano d'Investimento) con la previsione di deroghe in materia di competenze di Borsa Italiana in materia di ammissione, del ruolo e delle responsabilità dello *sponsor* nella quotazione di azioni e di riduzione dei tempi della procedura di ammissione a quotazione; la previsione di alcune modifiche nel segmento Star al fine di rafforzare ulteriormente gli standard di trasparenza societaria delle società appartenenti al citato segmento; la modifica della procedura di accertamento delle violazioni da parte di Borsa Italiana. Tra le altre cose si è provveduto a configurare l'invito al rispetto delle regole come un provvedimento disciplinare e a prevedere una comunicazione periodica e riepilogativa alla Consob in merito a tali provvedimenti; a innalzare la soglia dell'importo massimo delle pene pecuniarie da 100 mila euro a 500 mila euro e, infine, a modificare la disciplina della pubblicità della pena, collegandola a una valutazione da parte di Borsa Italiana della ricorrenza di finalità di tutela del mercato.

Nei mesi di luglio e settembre 2013 la Commissione ha espresso l'assenso ad alcune ulteriori modifiche alle Istruzioni al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana Spa aventi a riferimento i mercati Mot e Idem approvate, rispettivamente, in data 14 giugno 2013 e 22 luglio 2013.

Per il Mot, le modifiche hanno ad oggetto l'estensione al segmento EuroMot del servizio di compensazione e garanzia, incluse le modalità di rettifica e le procedure di esecuzione coattiva dei contratti. Per il Mercato Idem, le novità hanno riguardato l'ammissione a negoziazione di contratti *future* su azioni negoziate in mercati regolamentati italiani con liquidazione per differenziale (contratti *future* aventi ad oggetto singole azioni ammesse a negoziazione in mercati regolamentati europei e appartenenti ai primari indici finanziari); la definizione di nuovi obblighi dei *market maker* per i contratti di opzione su azioni e *future* su azioni; l'estensione della disciplina di esclusione dalle negoziazioni applicabile ai contratti per i quali non sia più garantita la regolare formazione dei prezzi ai contratti *dividend future* su azioni; la revisione della disciplina della conclusione dei contratti *block trades* per i contratti *future* e di opzione sull'indice Ftse Mib.

Con decisione del 25 settembre 2013 la Commissione ha rilasciato, inoltre, l'assenso alle modifiche alle Istruzioni approvate dal consiglio di amministrazione di Borsa Italiana Spa il 25 luglio 2013 le quali, da un lato, hanno specificato le modalità di funzionamento della fase di negoziazione al prezzo di asta di chiusura (oggetto di approvazione nel mese di aprile 2013) e, dall'altro, hanno riguardato il mercato EtfPlus.

In particolare tali modifiche hanno specificato il funzionamento della fase di negoziazione al prezzo di asta di chiusura, la quale inizia al termine della fase di asta di chiusura: mentre per i primi quattro minuti è possibile immettere, modificare e cancellare le proposte con un limite di prezzo qualunque (anche non compatibile con il prezzo di asta di chiusura), nella successiva fase dell'esecuzione dei contratti possono essere immessi soltanto ordini con limite di prezzo pari al prezzo di asta di chiusura. Nella stessa occasione, inoltre, è stata approvata l'ammissione alle negoziazioni nel mercato EtfPlus degli Oicr aperti conformi alla Direttiva UCITS, con la previsione di specifiche modalità di negoziazione.

Nel mese di marzo del 2013 la Consob ha proceduto all'approvazione delle modifiche al Regolamento del Mercato telematico delle obbligazioni non governative e dei titoli emessi da organismi internazionali partecipati da Stati (*Mts Corporate*) previo parere favorevole rilasciato dalla Banca d'Italia ai sensi dell'art. 63, comma 3, del Tuf.

Dette modifiche, approvate dall'assemblea di Mts Spa il 14 dicembre 2012, hanno avuto ad oggetto l'integrazione dei requisiti di ammissione di alcuni operatori al fine di tener conto del recepimento degli Orientamenti ESMA in materia di trading automatizzato.

Analoghe modifiche sono state approvate dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, previo parere della Consob e della Banca d'Italia ai sensi dell'art. 66, comma 1, del Tuf e dell'art. 7, comma 3, del d.m. 216/2009, al Regolamento del mercato all'ingrosso di titoli di Stato gestito da Mts Spa e quello del Mercato BondVision per la negoziazione via internet all'ingrosso di Titoli di Stato.

Nel mese di settembre 2013, si è perfezionata l'operazione di acquisizione da parte di Borsa Italiana del 70 per cento del capitale sociale di EuroTlx Sim Spa.

Nel corso del 2013, inoltre, Borsa Italiana ha istituito un nuovo segmento nell'ambito del sistema ExtraMot, per offrire alle società italiane un mercato nazionale in cui cogliere le opportunità e i benefici fiscali derivanti dal nuovo quadro normativo introdotto dal decreto legge 83/2012. Nel nuovo segmento, denominato ExtraMot Pro, riservato agli Investitori Professionali, sono negoziate cambiali finanziarie, obbligazioni *corporate*, strumenti partecipativi, *project bonds* e strumenti del mercato monetario.

Nel corso dell'anno la Consob ha condotto 22 istruttorie per le modifiche intervenute nelle regole di funzionamento degli Mtf e 5 istruttorie per quelle intervenute nelle regole di funzionamento degli internalizzatori sistematici, finalizzate alla verifica di conformità delle stesse agli indirizzi comunitari.

A fine 2013 i sistemi di internalizzazione attivi risultano pari a 18 (di cui 17 relativi a strumenti diversi dalle azioni ammesse a negoziazione in un mercato regolamentato comunitario e uno relativo ad azioni e contratti finanziari differenziali). Nel corso dell'anno la Consob ha ricevuto la comunicazione della cessazione dell'attività di internalizzazione sistematica in azioni quotate sia italiane sia estere da parte del rispettivo gestore.

Nei 17 sistemi di internalizzazione attivi nel settore degli strumenti finanziari diversi dalle azioni risultano ammessi alla negoziazione circa 2.500 strumenti finanziari, la maggior parte dei quali rappresentata da titoli di Stato e obbligazioni proprie o emesse da società del gruppo; circa il 91 per cento dei suddetti strumenti finanziari fa capo a sei sistemi di internalizzazione. Nel listino dell'unico internalizzatore sistematico attivo su azioni e contratti finanziari differenziali risultano negoziate 41 azioni, ammesse a negoziazione nei mercati regolamentati, e 428 contratti finanziari differenziali.

Nel 2013 è proseguita l'attività di vigilanza sull'adempimento degli obblighi di trasparenza *pre* e *post*-negoziazione. È altresì proseguita l'attività di verifica della correttezza delle informazioni trasmesse in osservanza degli obblighi di *transaction reporting*, con particolare riferimento al monitoraggio della tempestività e della correttezza delle segnalazioni pervenute all'Istituto. I controlli hanno fatto emergere casi di omessa o non corretta segnalazione, a fronte dei quali si è dato impulso a procedimenti sanzionatori nei confronti dei soggetti ritenuti responsabili (si veda il Capitolo V '*L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori*').

### 3 La vigilanza sulla trasparenza delle negoziazioni

L'attività di vigilanza si è basata, come di consueto, sulla verifica costante di potenziali anomalie informative suscettibili di alterare il regolare andamento delle negoziazioni. Numerosi interventi sono stati adottati nei confronti degli emittenti per ripristinare l'integrità informativa del mercato, soprattutto in corrispondenza di vicende societarie particolarmente complesse o relative a situazioni di difficoltà finanziaria.

In particolare, nel 2013 sono stati effettuati 63 interventi, ai sensi degli articoli 114, comma 5, e 115, commi 1 e 2, del Tuf, relativi a 33 emittenti. Per un puntuale resoconto dell'attività di vigilanza in materia si veda il Capitolo II *'La vigilanza sugli emittenti e le società di revisione'*.

Le richieste ai sensi dell'art. 114, comma 5, del Tuf, complessivamente pari a 26, hanno riguardato 17 emittenti quotati e sono state motivate sia dalla necessità di rendere più completa l'informazione a disposizione del pubblico sia, in taluni casi, dall'andamento anomalo dei titoli. In particolare, in alcuni casi è stata richiesta la diffusione di ulteriori informazioni rispetto a quelle contenute nei comunicati stampa degli stessi emittenti e in altri l'integrazione e il commento di notizie pubblicate da organi di stampa (quotidiani, agenzie di stampa e siti internet).

Le richieste ai sensi dell'articolo 115, commi 1 e 2, del Tuf, complessivamente pari a 37, hanno riguardato 21 emittenti (di cui tre con strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante). In particolare, in 4 casi è stata disposta la convocazione di un rappresentante legale della società, in 31 casi sono stati richiesti ulteriori dati e informazioni e in due casi sono state chieste informazioni finalizzate all'individuazione dei responsabili degli obblighi informativi per l'eventuale avvio di un procedimento sanzionatorio.

Nel corso del 2013 la Commissione ha accolto solo uno dei due reclami motivati, trasmessi ai sensi dell'art. 114, comma 6, del Tuf, con i quali era stata chiesta la sospensione temporanea degli obblighi di comunicazione. L'Istituto ha, inoltre, ricevuto 7 comunicazioni di ritardo di diffusione di informazioni da parte di emittenti quotati, intenzionati ad avvalersi della facoltà prevista dall'art. 114, comma 3, del Tuf.

La vigilanza si è avvalsa del costante monitoraggio dei comunicati diffusi al pubblico, del relativo impatto sulle quotazioni e della coerenza con le notizie diffuse da organi di informazione. È stato svolto, inoltre, un costante monitoraggio delle informazioni veicolate attraverso internet (siti specializzati, *blog*, *forum* e *social network*) concernenti gli emittenti strumenti finanziari quotati o diffusi.

Tale attività è stata intensificata in occasione di andamenti anomali delle quotazioni, in prossimità di eventi societari di rilievo e nell'ambito di istruttorie



preliminari per ipotesi di abusi di mercato. L'analisi delle notizie e delle discussioni presenti nella rete consente di individuare in modo più integrato il contesto informativo relativo agli emittenti e di esaminarne la correttezza e completezza rispetto alle notizie diffuse al pubblico. Anche su tale aspetto della vigilanza per una più dettagliata esposizione delle iniziative poste in essere dalla Consob si veda il Capitolo V 'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori'.

#### 4 La vigilanza sul *post trading* e sui derivati Otc

Nel mese di agosto 2013 la Consob ha rilasciato l'intesa alla Banca d'Italia per l'approvazione delle modifiche al Regolamento della Cassa di Compensazione e Garanzia volte a estendere il servizio di controparte centrale ai mercati sui quali è previsto il regolamento presso i depositari centrali internazionali Euroclear Bank e Clearstream Banking Luxembourg. Tale servizio - che ha previsto l'istituzione, da parte della Cassa, di un comparto *ad hoc* - è stato attivato negli ultimi mesi del 2013 per EuroMot, ExtraMot, Hi-Mtf ed EuroTlx su titoli obbligazionari che regolano in Euro presso i citati sistemi esteri.

A fine 2013 la Consob è stata chiamata a partecipare al collegio di autorità istituito per l'autorizzazione, ai sensi di EMIR, della Cassa di Compensazione e Garanzia, in quanto autorità nazionale competente, insieme alla Banca d'Italia, per l'autorizzazione e la vigilanza sulle controparti centrali italiane. La Consob partecipa altresì a quattro collegi per l'autorizzazione di altrettante Ccp europee (la tedesca Eurex Clearing AG, la francese LCH.Clearnet SA, l'inglese LCH.Clearnet Ltd, l'olandese EuroCCP NV).

EMIR prevede che la prestazione di servizi di *clearing* da parte di una controparte centrale possa essere effettuata solo previo ottenimento di una specifica autorizzazione. Tale autorizzazione viene rilasciata dalle autorità nazionali competenti dello Stato membro in cui la controparte centrale è stabilita. Le norme EMIR in materia di autorizzazione si applicano altresì alle CCP già operanti al livello europeo, alle quali è stato richiesto di presentare domanda entro il 15 settembre 2013 (6 mesi dalla data di entrata in vigore degli standard tecnici).

Nel corso del 2013 la Consob e la Banca d'Italia hanno completato l'attività di verifica sulla conformità di Monte Titoli alle 19 raccomandazioni per i sistemi di regolamento emanate dal Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC) e dal *Committee of European Securities Regulators* (CESR). Una sintesi dell'*assessment*, dal quale emerge una piena conformità per ciascuna delle suddette raccomandazioni, è pubblicata sui siti internet della Consob e della Banca d'Italia.

Il testo emanato dal SEBC/CESR (*Recommendations for securities settlement systems and recommendations for central counterparties in the European Union*) è composto da 19 raccomandazioni specifiche per i sistemi di regolamento (compresi i depositari centrali), e da 15 raccomandazioni indirizzate alle controparti centrali. Le raccomandazioni si rivolgono alle autorità pubbliche europee e intendono promuovere sistemi di regolamento e controparti centrali che siano efficienti, competitivi, affidabili e sicuri, in un contesto armonizzato a livello europeo, seppure sulla base di raccomandazioni aventi natura non vincolante.

Nel 2012, in risposta alla crisi finanziaria globale, il *Committee on Payment and Settlement Systems* (CPSS) della Banca per i Regolamenti Internazionali e il Comitato Tecnico dell'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) hanno pubblicato i Principi per le infrastrutture dei mercati finanziari quali standard internazionali per la supervisione dei sistemi di pagamento di rilevanza sistemica, dei depositari centrali e sistemi di regolamento titoli, delle controparti centrali e dei repertori di dati.

Nel secondo trimestre del 2013 il CPSS-IOSCO ha avviato un'attività di monitoraggio dello stato di implementazione dei Principi nei diversi paesi. In tale contesto, l'Italia risulta allineata con gli altri paesi dell'Eurosistema.

I principi si pongono l'obiettivo di rafforzare la resilienza delle infrastrutture di mercato in caso di crisi di ampia portata. Essi sono raggruppati per macro-categorie di rischi o aspetti relativi all'operatività delle infrastrutture cui si rivolgono: aspetti organizzativi, gestione del rischio di credito e di liquidità, regolamento, depositari centrali e sistemi di regolamento, gestione del *default* di un partecipante, rischio di impresa e operativo, accesso, efficienza, trasparenza.

I principi innalzano i requisiti per la gestione dei rischi e per la trasparenza nei confronti degli utenti, oltre a prestare specifica attenzione alle condizioni di accesso dei partecipanti, anche di quelli indiretti. Essi sono completati da cinque responsabilità assegnate alle autorità finanziarie, al fine di assicurare una disciplina e una supervisione efficace delle infrastrutture di mercato.

La verifica nei confronti di Monte Titoli è stata l'ultima effettuata sulla base delle Raccomandazioni ESCB/CESR. Dal 2014, infatti, i Principi per le infrastrutture dei mercati finanziari e la connessa metodologia di valutazione sono adottati quali standard di riferimento dalla Banca d'Italia e dalla Consob nell'esercizio delle rispettive funzioni. Essi sono complementari alla normativa europea e nazionale applicabile ai soggetti vigilati.

Il 4 settembre 2013 è entrata in vigore la legge 97/2013, recante disposizioni per l'adempimento degli obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia all'Unione Europea, che è intervenuta sul Tuf, introducendo tra

l'altro un articolo 4-*quater*, rubricato "Individuazione delle autorità nazionali competenti ai sensi del Regolamento (UE) 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 luglio 2012" (EMIR) e un articolo 193-*quater*, rubricato "Sanzioni amministrative pecuniarie relative alla violazione delle disposizioni previste dal Regolamento (UE) 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 luglio 2012". Ai sensi dell'attuale articolo 4-*quater* del Tuf, la Consob è l'autorità competente sulle 'controparti non finanziarie' (Cnf) (che sono definite da EMIR come tutte le imprese 'diverse dalle controparti finanziarie e dalle controparti centrali').

Per quanto riguarda l'individuazione delle autorità competenti sulle controparti finanziarie – tra cui ricadono Sim, Oicr armonizzati e le Sgr che li gestiscono e fondi gestiti da gestori di fondi alternativi (GEFIA) – EMIR non richiede una designazione espressa da parte degli Stati membri ma procede a una identificazione *per relationem* facendo riferimento alle autorità competenti ai sensi della disciplina comunitaria di settore relativa a ciascuna categoria.

Con EMIR la vigilanza della Consob viene così non solo ad abbracciare una diversa sfera di operatività di soggetti già vigilati, ma vede soprattutto accrescersi il numero di questi ultimi e diversificarsi la loro natura, dal momento che ricade nella definizione di controparte non finanziaria qualsiasi impresa diversa da una controparte finanziaria e da una controparte centrale.

Nel corso del 2013 la Consob ha sviluppato diverse iniziative di natura divulgativa e di sensibilizzazione dei soggetti interessati alle nuove tematiche regolatorie.

Con l'entrata in vigore di un numero già significativo degli obblighi previsti da EMIR è stata anche avviata l'attività di vigilanza. Con riferimento all'obbligo di *reporting*, il Regolamento prevede che le controparti di un contratto derivato siano identificate con un unico codice. Il codice utilizzato a livello internazionale e anche da EMIR è il *legal entity identifier* (LEI). L'attribuzione di tale identificativo a ciascun soggetto intende promuovere la trasparenza delle controparti nelle transazioni e migliorare la gestione del rischio sia a livello di impresa sia a livello di sistema (Riquadro 5).

Al riguardo, nel 2013 Consob e Banca d'Italia hanno indicato Unioncamere quale ente incaricato del rilascio dei codici identificativi LEI e, nel mese di febbraio 2014, si è conclusa positivamente la procedura di omologazione (*endorsement*) dell'ente italiano quale *pre-LOU* (*local operating unit*) del sistema LEI. L'avvenuta omologazione di Unioncamere comporta che i codici rilasciati dalla medesima possono essere utilizzati ai fini degli obblighi di *reporting* ai sensi della normativa EMIR.

## Riquadro 5

### Il codice identificativo LEI (*legal entity identifier*)

I lavori per la creazione del Sistema di identificazione LEI sono stati avviati nel gennaio 2012 attraverso la costituzione di un Gruppo di lavoro coordinato dal *Financial Stability Board*, su mandato dei Capi di Stato e di Governo del G20, e costituito da esperti provenienti dalle Autorità di regolamentazione di circa 30 paesi. Per l'Italia partecipano ai lavori Consob e Banca d'Italia.

Il sistema LEI consente di identificare in maniera univoca, su scala mondiale, i partecipanti (*entities*) a una transazione finanziaria attraverso l'assegnazione di un codice. Al codice sono associati i dati anagrafici (ragione sociale, sede legale, sede operativa, numero di iscrizione al registro, etc.) utili per l'identificazione univoca dei soggetti.

I profili che qualificano il LEI sono l'unicità (ciascuna entità avrà uno e un solo codice); l'esclusività (ciascun codice dovrà riferirsi a una e una sola entità); l'economicità (il corrispettivo per l'ottenimento dell'identificativo è fissato a un livello modesto e non può rappresentare una barriera all'acquisizione di un LEI); l'accessibilità (i codici LEI e le informazioni a essi associate sono accessibili a tutti, senza spese e senza restrizioni); l'apertura (possono partecipare le Autorità di regolamentazione che ne condividono la missione e gli obiettivi); la flessibilità (in grado di adattarsi alle specificità delle singole giurisdizioni e alla evoluzione dei mercati finanziari); l'espandibilità (per incorporare ulteriori informazioni sulle singole entità, in particolare sulla struttura proprietaria e sull'appartenenza a gruppi societari).

Il modello di *governance* del sistema LEI opera su tre livelli, che includono: un organo di regolazione e supervisione del sistema (*Regulatory Oversight Committee*), cui partecipano Autorità di regolamentazione di oltre 30 paesi, tra cui Consob e Banca d'Italia; una struttura operativa centrale (*Central Operating Unit*) per la direzione uniforme del sistema e per la gestione del database centrale di tutti i LEI assegnati e i corrispondenti dati anagrafici; unità operative locali (*Local Operating Units*), che a livello territoriale possono assegnare i codici LEI alle entità che ne fanno richiesta.

I codici LEI rilasciati dagli enti operativi locali riconosciuti dal *Regulatory Oversight Committee* possono essere utilizzati come codici identificativi delle controparti nell'ambito degli obblighi di *reporting* in vigore nei paesi che aderiscono al sistema LEI. Il codice LEI è già indicato, in molte giurisdizioni, come codice da utilizzare per le segnalazioni dei contratti derivati conclusi ai cosiddetti repertori di dati.

## 5 La vigilanza sulle vendite allo scoperto

Dal 1° novembre 2012 ha trovato applicazione il Regolamento UE 236/2012 in materia di vendite allo scoperto, che ha introdotto in maniera uniforme a livello UE l'obbligo di *reporting* delle posizioni nette corte su azioni e titoli di Stato e il divieto di effettuare vendite allo scoperto su tali strumenti senza provvista di titoli garantita (cosiddette vendite allo scoperto *naked* o *nude*).

Il Regolamento prevede, inoltre, la possibilità di adottare divieti eccezionali alle vendite allo scoperto e/o alle posizioni nette corte al verificarsi di determinate condizioni di stress del mercato. Sono altresì previste esenzioni per le attività di *market making* su azioni e titoli di Stato e di *primary dealers* su titoli di Stato.

In ambito nazionale, è stata prevista una ripartizione delle competenze fra Consob, Banca d'Italia e Ministero dell'Economia. In particolare, Consob è l'unica autorità competente con riferimento alle azioni e per i rapporti con le altre autorità dell'UE; Consob e Banca d'Italia sono le autorità competenti per la vigilanza sulle vendite allo scoperto su titoli di Stato; il Ministero, su proposta della Banca d'Italia, sentita la Consob, è l'autorità responsabile dell'esercizio dei poteri eccezionali previsti dal Regolamento per i titoli di Stato. Al fine di coordinare l'attività su titoli di Stato fra le tre Autorità italiane, il 13 aprile 2013 è stato sottoscritto un protocollo d'intesa.

Con riguardo al regime delle esenzioni, risultano autorizzati dalle autorità italiane a beneficiare delle esenzioni per le attività di *market making* 17 intermediari nazionali. Sono invece esentati in qualità di *primary dealer* su titoli di Stato italiani 20 intermediari, in maggioranza esteri.

Nel corso del 2013, la Commissione ha deciso in nove occasioni di vietare in via eccezionale le vendite allo scoperto su singoli titoli azionari italiani, ai sensi dell'art. 23 del citato Regolamento, a causa delle rilevanti diminuzioni di prezzo verificatesi. Tali divieti hanno avuto una durata limitata a pochi giorni.

A livello europeo, solo l'autorità portoghese ha adottato, in una occasione, un analogo divieto su singoli titoli. Nel corso del 2013 Spagna e Grecia hanno ritirato i divieti eccezionali di lunga durata sui titoli del settore finanziario adottati durante le fasi più acute della crisi del debito sovrano; la Consob ha già provveduto al ritiro nel 2012 a fronte del miglioramento delle condizioni di mercato.

Per quanto concerne le posizioni nette corte, nel corso del 2013 sono state ricevute circa 3.000 notifiche su azioni. Le posizioni nette corte su azioni italiane hanno rappresentato, in media, l'1,3 per cento della capitalizzazione dell'indice Ftse Mib.

## 6 La vigilanza sulle società di rating

Nel corso del 2013 l'Istituto ha proseguito l'attività di vigilanza sulla diffusione dei giudizi di rating, monitorandone gli effetti sul mercato.

I controlli hanno riguardato modalità e tempistica di diffusione dei rating e degli *outlook*, coerenza e trasparenza dei criteri valutativi utilizzati e degli elementi alla base di giudizi e *outlook*, nonché prevenzione e trasparenza dei possibili conflitti di interessi.

Sono stati segnalati all'ESMA, ai sensi dell'art. 31 del Regolamento 1060/2009, come successivamente modificato, alcuni casi per i quali sono stati rilevati elementi che possono configurare un'eventuale violazione della normativa europea e che concernono l'elaborazione e la diffusione di giudizi di rating e di *outlook* sia sul debito sovrano italiano sia su un emittente quotato.

In particolare, con riferimento a un *credit watch* negativo emesso da una primaria agenzia di rating su un emittente quotato, si è provveduto a segnalare all'ESMA, ai fini dell'adozione di eventuali ulteriori azioni di vigilanza e di *enforcement*, alcuni profili di criticità relativi ai seguenti aspetti: i) indicazione dei fattori fondamentali alla base del *credit watch*; ii) coerenza nell'applicazione delle metodologie di valutazione; iii) accuratezza nell'analisi di tutte le informazioni disponibili e rilevanti.

Inoltre, con riferimento ad alcuni casi di possibili violazioni, tra cui quello menzionato, è stata verificata la correttezza del quadro informativo e dell'operatività posta in essere sul mercato in corrispondenza della diffusione dei relativi giudizi di rating o di *outlook*, al fine di individuare comportamenti che potessero integrare eventuali ipotesi di abuso di mercato.

La Consob ha anche intensificato la vigilanza sulla produzione e diffusione di raccomandazioni di investimento, anche attraverso l'individuazione e l'utilizzo di parametri e criteri di significatività, con riferimento sia all'informativa sia agli effetti sul mercato e sull'operatività sui titoli coinvolti, allo scopo di individuare segnali di condotte manipolative o di sfruttamento dell'informazione privilegiata collegate alla diffusione di tali raccomandazioni. Il monitoraggio è stato finalizzato anche alla verifica della correttezza delle informazioni presenti nelle raccomandazioni di investimento e dell'indicazione di eventuali conflitti di interessi.

Inoltre, allo scopo di ridurre le asimmetrie informative presenti sul mercato in corrispondenza di notizie sui contenuti di una raccomandazione già diffusa a investitori qualificati e di sensibili variazioni del prezzo degli strumenti finanziari oggetto della ricerca, la Consob ha esercitato, in otto casi, i poteri di cui al comma 2 dell'art. 69-*novies* del Regolamento Emittenti richiedendo ai soggetti abilitati la pubblicazione della raccomandazione di investimento.

## 7 La prevenzione e la repressione degli abusi di mercato

Nel corso del 2013, nell'ambito delle attività di vigilanza tese alla prevenzione degli abusi di mercato, la Consob ha ultimato una ricognizione sulle procedure interne adottate dagli emittenti quotati per la tenuta della confidenzialità delle informazioni privilegiate, con particolare riferimento alla gestione delle informazioni privilegiate, comunicazione delle operazioni poste in essere da soggetti rilevanti (*internal dealing*) e tenuta del registro delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate.

L'analisi ha evidenziato che gli emittenti quotati italiani sono consapevoli della rilevanza di tali misure per la prevenzione di abusi di mercato e della necessità di dotarsi di adeguate procedure; sussistono, tuttavia, alcune aree di miglioramento (Riquadro 6).

Ad esito della ricognizione svolta, al fine di sollecitare gli emittenti alla cura delle aree procedurali più deboli, la Consob procederà a rivisitare la comunicazione 6027054 del 28 marzo 2006, tenendo conto anche delle revisioni in corso della normativa europea sugli abusi di mercato, che dovrebbero tuttavia lasciare sostanzialmente invariato l'impianto delle misure di prevenzione.

Inoltre, anche la società di gestione del mercato e le associazioni di categoria interessate hanno condiviso l'utilità dell'iniziativa e si sono impegnate a realizzare attività di *moral suasion*.

La prevenzione di fenomeni di abuso di mercato si è avvalsa anche dei flussi informativi riguardanti l'operatività degli emittenti sui propri titoli (*buy back*) e l'*internal dealing*, in quanto tale operatività può contribuire a creare le condizioni per la messa in opera di condotte illecite e la determinazione artificiale del prezzo di un titolo.

Con riferimento alle operazioni di *buy back*, nel 2013 gli emittenti azioni quotate hanno trasmesso alla Consob 371 comunicazioni (484 nel 2012) in merito a operazioni di compravendita sui propri titoli. La diminuzione nel numero delle comunicazioni inviate è conseguente a quanto disposto dalla delibera Consob 18214 del 9 maggio 2012, che ha esentato gli emittenti dal comunicare l'operatività su propri titoli per controvalori mensili inferiori a euro 100 mila.

Nel 2013 l'accertamento degli abusi di mercato è ricorso, come di consueto, allo strumento delle indagini preliminari, al fine di giungere a una più efficace e rapida selezione delle ipotesi di abuso da approfondire in una successiva fase istruttoria.

In particolare, l'Istituto ha ricevuto 231 segnalazioni di operazioni sospette (a fronte di 208 nel 2012), di cui 184 provenienti da soggetti vigilati italiani (intermediari e società di gestione di mercati ed Mtf).

## Riquadro 6

### L'esame delle misure di prevenzione degli abusi di mercato adottate dagli emittenti italiani

Nel dicembre 2013 la Consob ha terminato l'attività di ricognizione effettuata nel biennio 2012-2013 sulle procedure interne adottate da un campione di emittenti quotati per i) la gestione delle informazioni privilegiate, ii) la comunicazione delle operazioni poste in essere da soggetti rilevanti (*internal dealing*) e iii) la tenuta del registro delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate.

Nel corso di tali iniziative sono intercorsi frequenti contatti informali con Borsa Italiana Spa, Assonime, Assosim e gli emittenti stessi, che hanno contribuito a migliorare le procedure da questi adottate. Tra i principali elementi di interesse, le modalità di attuazione da parte degli emittenti delle disposizioni previste nell'art. 114 del Tuf in materia di gestione delle informazioni privilegiate presentano sensibili aree di miglioramento. Inoltre, non tutte le procedure sono risultate aggiornate alle più recenti novità regolamentari sulla materia, specie con riferimento all'eliminazione dell'obbligo di commento ai *rumours* (delibera Consob 18214 del 9 maggio 2012) e al diverso computo della soglia di controvalore (5.000 euro) oltre la quale sorgono gli obblighi in materia di *internal dealing* (delibera Consob 18079 del 20 gennaio 2012). Tali aspetti non hanno presentato peraltro rilevanti profili di criticità.

Per quanto riguarda la tenuta del registro delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate, è emerso che le procedure esaminate dovrebbero specificare meglio le categorie di persone da iscrivere nel registro, con riferimento ai soggetti diversi dai membri degli organi di amministrazione e controllo di un emittente e, in particolare, ai soggetti che dovrebbero essere iscritti nel registro degli insider in via occasionale. I compiti assegnati al soggetto (o alla funzione) preposti alla gestione del registro dovrebbero essere indicati in maniera più analitica, per il miglior aggiornamento del registro stesso. Il meccanismo di 'autodenuncia', ai fini dell'iscrizione nel registro dei soggetti che hanno accesso a informazioni privilegiate, dovrebbe essere accompagnato da ulteriori criteri per l'individuazione e selezione dei soggetti da inserire nel registro. Le anomalie riscontrate, sebbene aumentino i rischi di un non corretto adempimento delle prescrizioni normative, non prefigurano, singolarmente, violazioni della disciplina.