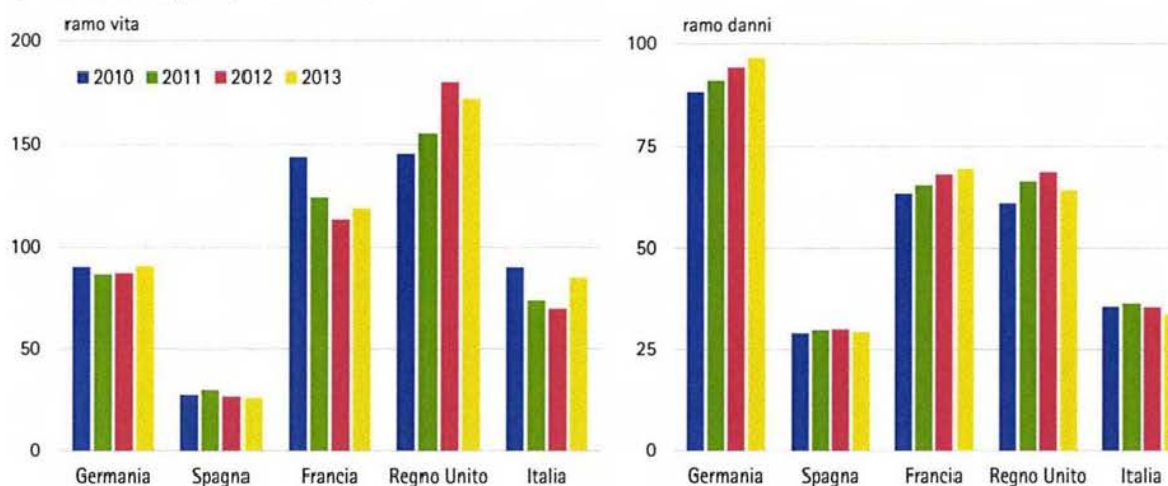


Gli investimenti in titoli pubblici domestici rappresentano uno dei principali canali di trasmissione della crisi del debito sovrano alle banche. In ragione delle elevate esposizioni esibite dalle banche italiane e spagnole l'indicatore di contagio fra rischio sovrano e rischio bancario, basato sulla correlazione fra gli *spreads* dei Cds, si è mantenuto su livelli stabilmente più elevati in Italia e Spagna rispetto a quelli di Francia e Germania (Fig. 66).

6 Le assicurazioni

Nel corso del 2013, la raccolta di premi assicurativi nel ramo vita ha visto un incremento significativo in Italia e più contenuto in Francia e Germania, a fronte di una sostanziale stabilità in Spagna e di un calo nel Regno Unito. Nel ramo danni, invece, non si sono registrate variazioni di rilievo rispetto al 2012 (Fig. 67).

Fig. 67 Raccolta premi nei principali paesi europei
(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)

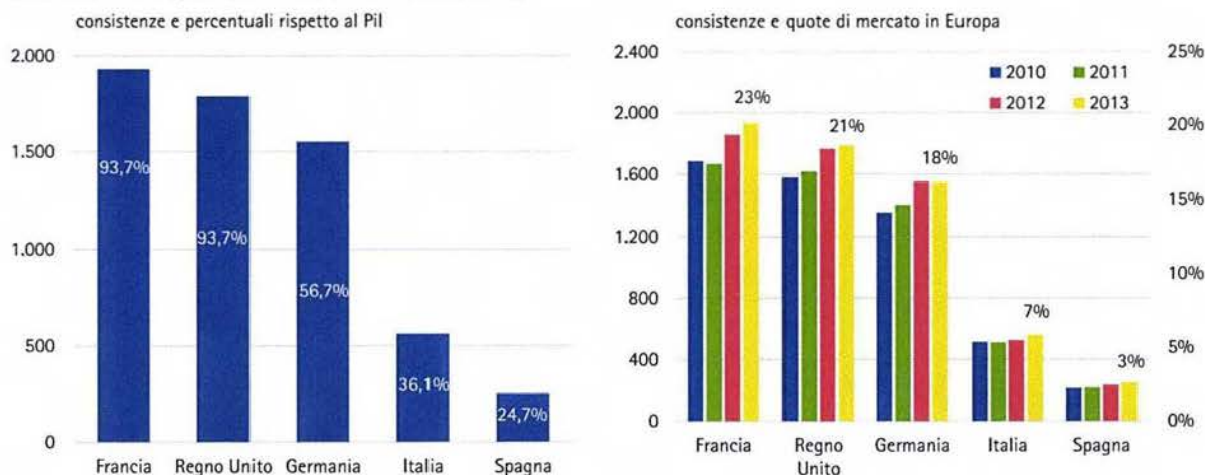


Fonte: elaborazioni su dati Insurance Europe.

I settori assicurativi italiano e spagnolo hanno continuato a esibire dimensioni notevolmente più contenute rispetto a quelle degli altri maggiori paesi europei. Gli investimenti delle compagnie assicurative rappresentano infatti il 25 e il 36 per cento circa del Pil in Spagna e Italia, mentre risultano pari al 56 per cento in Germania e superiori al 90 per cento in Francia e Regno Unito (Fig. 68).

Anche la quota di mercato delle compagnie assicurative italiane e spagnole risulta contenuta e pari, rispettivamente al sette e al tre per cento del mercato europeo. Le compagnie francesi detengono la quota di mercato più elevata (23 per cento) seguite da quelle inglesi (21 per cento) e tedesche (18 per cento).

Fig. 68 Investimenti delle compagnie assicurative dei principali paesi europei
(consistenze di fine periodo; valori monetari in miliardi di euro)

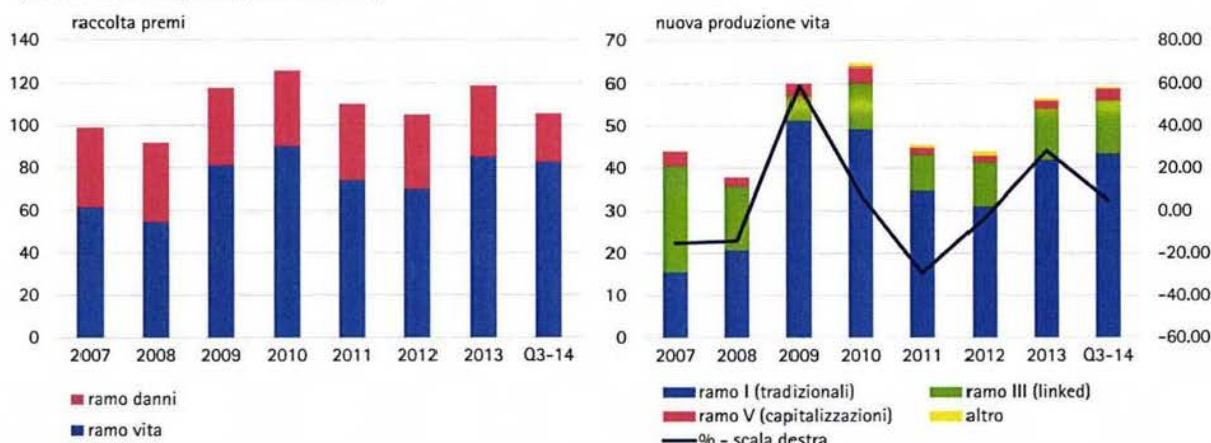


Fonte: elaborazioni su dati Insurance Europe.

Con riferimento all'Italia, al 30 settembre 2014 la raccolta premi delle compagnie assicurative è risultata in calo rispetto al 2013, in particolare nel ramo danni (Fig. 69).

I nuovi premi assicurativi nel ramo vita sono invece cresciuti. L'incremento è stato significativo nel ramo V (operazioni di capitalizzazione) che ha visto una crescita del 44 per cento rispetto al 2013, mentre è stato moderato sia nel ramo I (assicurazioni sulla durata della vita umana, +3 per cento) e nel ramo III (assicurazioni sulla vita connesse a fondi d'investimento e indici, +5 per cento).

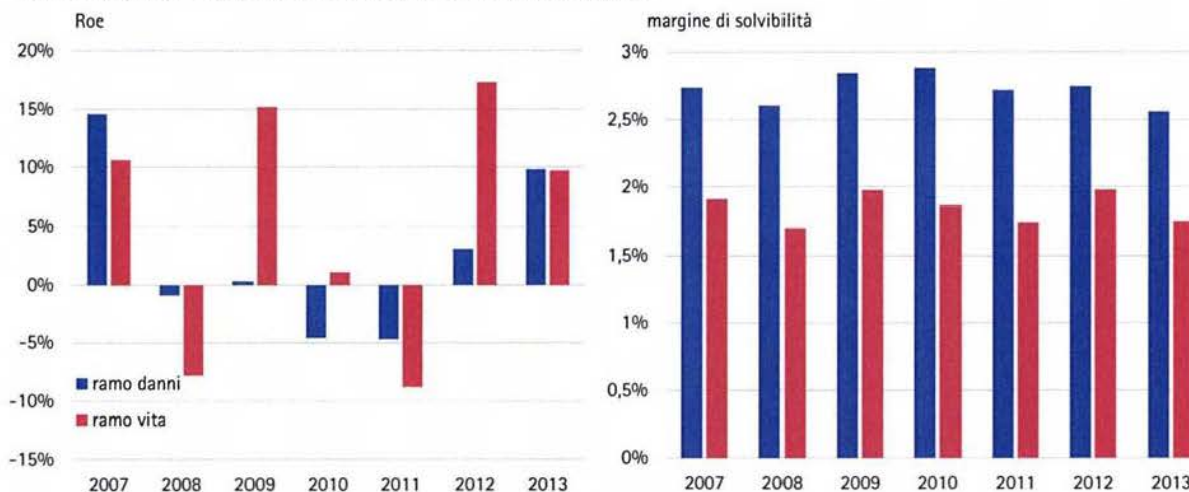
Fig. 69 Andamento della raccolta premi delle assicurazioni italiane
(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Ivass. I dati si riferiscono al lavoro diretto italiano.

La redditività delle compagnie di assicurazione è cresciuta nel 2013 nel ramo danni, mentre nel ramo vita ha visto un calo pur mantenendosi su livelli elevati. Gli indici di solvibilità hanno mostrato una riduzione rispetto all'anno precedente in entrambi i rami di attività (Fig. 70).

Fig. 70 Indici di redditività e solvibilità delle assicurazioni italiane



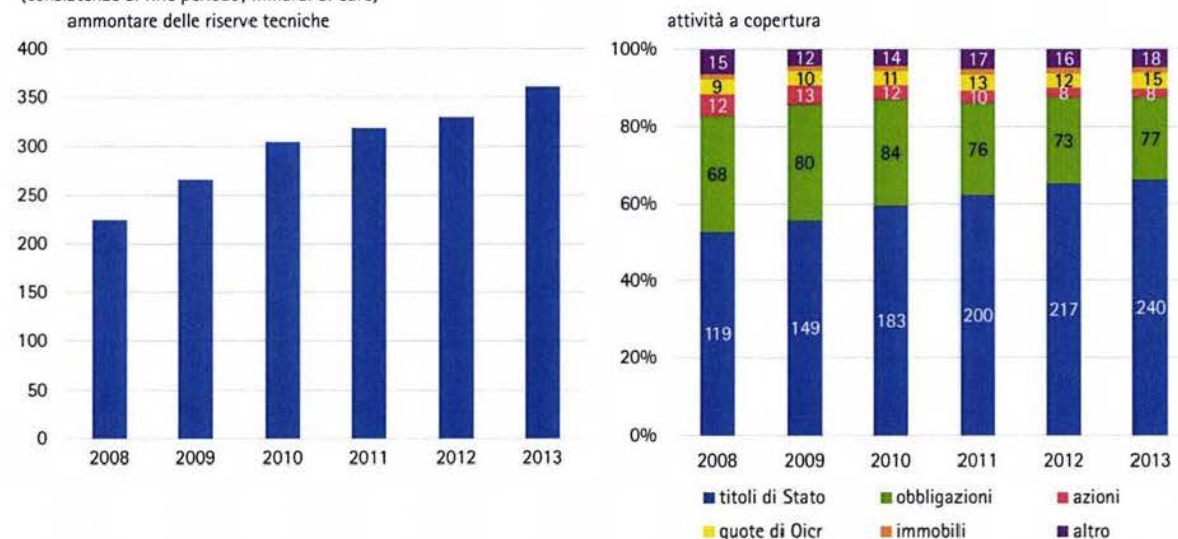
Fonte: elaborazioni su dati Ivass.

A fine 2013 il Roe medio è risultato pari al 10 per cento nel ramo danni (3 per cento nel 2012) e in quello vita (17 per cento circa nel 2012). Il margine di solvibilità si è collocato attorno al 2,5 per cento nel ramo danni e all'1,8 per cento nel ramo vita, a fronte di valori pari, rispettivamente, al 2,7 e al 2 per cento circa registrati nel 2012.

A fine 2013 le riserve tecniche del ramo vita, che rappresentano gli impegni assunti dalle compagnie assicurative nei confronti degli assicurati, si sono collocate attorno ai 360 miliardi di euro (in crescita rispetto ai 330 miliardi del 2012). La quota preponderante di tali riserve risultava investita in titoli di Stato (240 miliardi pari al 66 per cento del totale degli investimenti) e obbligazioni (77 miliardi pari al 21 per cento del totale; Fig. 71).

Fig. 71 Riserve tecniche e investimenti nel ramo vita

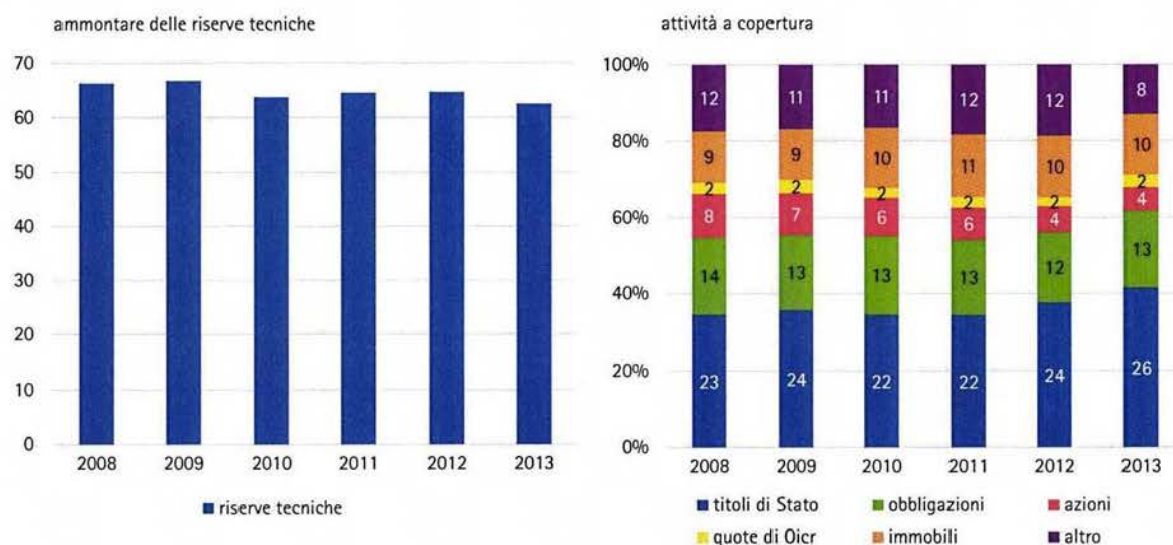
(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Ivass.

Con riferimento al ramo danni, l'ammontare di riserve tecniche si è lievemente ridotto nel 2013 collocandosi a livelli di poco superiori ai 60 miliardi di euro (Fig. 72). Gli investimenti a copertura di tali riserve risultavano maggiormente diversificati rispetto al ramo vita, con la quota relativa ai titoli di Stato pari a poco più del 40 per cento degli investimenti complessivi e quella relativa alle obbligazioni pari al 20 per cento circa.

Fig. 72 Riserve tecniche e investimenti nel ramo danni
(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Ivass.

La composizione degli investimenti delle imprese di assicurazione è destinata tuttavia a modificarsi nei prossimi anni per effetto dell'entrata in vigore del regime di *Solvency II* (che prevede requisiti di capitale specifici a fronte del rischio di concentrazione degli attivi e che pertanto indurrà le imprese a una maggiore diversificazione degli investimenti). Inoltre con l'entrata in vigore del decreto 'competitività' (d.l. 91 del 24 giugno 2014, convertito nella legge 116/2014) sono state ampliate le categorie di intermediari finanziari cui è consentito erogare credito in forma diretta. Per effetto della nuova legge le compagnie di assicurazione possono concedere finanziamenti diretti alle imprese (ad eccezione delle microimprese), a condizione che siano affiancate da un intermediario bancario o che abbiano ottenuto apposita autorizzazione dall'Ivass.

Il quadro normativo e istituzionale V

1 La disciplina in materia di mercati

La revisione della Direttiva MiFID

Nel corso del 2014 sono stati conclusi i negoziati relativi alla revisione della MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*). In particolare, il 15 maggio 2014 il Consiglio UE ha approvato il cosiddetto pacchetto MiFID2, composto dalla Direttiva 2014/65/UE e dal Regolamento (UE) 600/2014; il termine ultimo per il recepimento della Direttiva è fissato al 3 luglio 2016, mentre l'entrata in vigore di entrambi gli atti è stabilita al 3 gennaio 2017.

La revisione si propone di garantire una maggiore trasparenza delle transazioni, rendere più efficace il funzionamento del mercato interno degli strumenti finanziari, tutelare gli investitori, rafforzare la fiducia e assicurare che le autorità di vigilanza dispongano di poteri adeguati per svolgere i loro compiti.

Tra le innovazioni più significative nella materia dei mercati figura l'introduzione di una nuova tipologia di sede di negoziazione, denominata 'sistema organizzato di negoziazione' (*organised trading facility – OTF*) per le obbligazioni, i prodotti finanziari strutturati, le quote di emissione e gli strumenti derivati.

La definizione di OTF si caratterizza per la previsione di regole discrezionali circa l'esecuzione degli ordini, fatta salva l'applicazione dei requisiti di trasparenza *pre* e *post*-negoziazione e dell'obbligo di esecuzione alle migliori condizioni. Con la disciplina in parola si intende ricondurre nell'alveo della regolamentazione anche quei circuiti di negoziazione che prima sfuggivano alla rigida tripartizione fra mercati regolamentati, MTF e internalizzatori sistematici, favorendo un *level playing field* tra le varie sedi che offrono servizi di negoziazione multilaterale e una maggiore trasparenza delle negoziazioni.

L'esigenza di innalzare l'informazione disponibile in merito alle transazioni su strumenti finanziari, resa evidente in occasione della crisi dei mercati finanziari, ha trovato riconoscimento con un sostanziale ampliamento del regime di trasparenza *pre* e *post*-negoziazione e degli obblighi di *transaction reporting*, con riferimento sia ai tipi di strumenti finanziari interessati (anche strumenti *non-equity* o *equity-like*) sia alle sedi

di negoziazione (anche MTF e OTF) sia agli operatori diversi dalle imprese di investimento, secondo un approccio simile, anche se più stringente, a quello già adottato in Italia. Le nuove disposizioni sono introdotte nel Regolamento MiFIR, direttamente applicabile nell'ordinamento degli Stati membri.

In tema di *transaction reporting*, la nuova disciplina comunitaria incide significativamente anche sulla qualità e soprattutto sulla quantità delle informazioni che gli intermediari sono tenuti a segnalare alla propria Autorità competente relativamente a ciascuna transazione conclusa. In particolare, fra le novità di maggior rilievo e impatto si segnala l'obbligo di identificare il cliente per conto del quale è stata conclusa l'operazione.

Con la revisione della MiFID, sono introdotte regole di trasparenza *pre* e *post*-negoziazione anche per le negoziazioni in strumenti *non-equity* trattati su mercati regolamentari, MTF e OTF, con l'imposizione di requisiti identici ma calibrati in base allo strumento oggetto di negoziazione. Le regole di trasparenza *pre-trade* e *post-trade* sono estese anche a strumenti *equity-like* negoziati su mercati regolamentati o sulle altre *trading venue*. È previsto un regime di trasparenza *pre* e *post*-negoziazione anche per l'operatività su strumenti *non-equity* effettuata al di fuori delle piattaforme multilaterali di negoziazione dagli internalizzatori sistematici. Il regime di trasparenza *post-trade* per le imprese di investimento è esteso alle operazioni OTC effettuate su strumenti *non-equity* o *equity-like* negoziati su una sede di negoziazione. Il regime di *transaction reporting* si applica anche alle operazioni su strumenti finanziari negoziati su MTF od OTF e agli strumenti finanziari il cui sottostante è uno strumento finanziario negoziato in una sede di negoziazione.

L'introduzione di un più ampio regime armonizzato di trasparenza si basa sul generale convincimento che la trasparenza rappresenti un fattore fondamentale per migliorare le capacità allocative di un mercato, contribuire a rafforzare la tutela degli investitori e l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e consentire alle autorità di vigilanza di valutare in qualunque momento le condizioni disponibili e verificare a posteriori le condizioni alle quali un'operazione è stata conclusa. Le nuove disposizioni costituiscono un indubbio miglioramento rispetto alla MiFID, che lasciava agli Stati membri la facoltà di estendere i requisiti di trasparenza *pre* e *post*-negoziazione anche a strumenti finanziari diversi dalle azioni ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati. Come noto, la facoltà in parola era stata esercitata a livello nazionale con l'introduzione di un regime di trasparenza *pre* e *post*-negoziazione per le *trading venue* (mercati regolamentati, MTF e internalizzatori sistematici) e *post*-negoziazione per le imprese di investimento su strumenti *non-equity* ammessi a negoziazione nei mercati regolamentati italiani.

Al fine di garantire che la negoziazione avvenga per quanto possibile in sedi organizzate soggette ad adeguata regolamentazione e vigilanza, anziché *over-the-counter*, il Regolamento introduce una '*trading obligation*' con riferimento alle azioni negoziate su una *trading venue* (mercati regolamentati, MTF, OTF) e ai derivati OTC soggetti all'obbligo di *clearing* ai sensi del Regolamento EMIR. Con l'introduzione di una *trading obligation* per

i derivati OTC standardizzati si completa la complessiva riforma europea dei derivati avviata in attuazione degli impegni assunti nel G20 di Pittsburgh a settembre 2009.

La *trading obligation* su azioni si sostanzia nell'obbligo delle imprese di investimento di concludere le transazioni in azioni negoziate in una *trading venue* in mercati regolamentati, MTF, internalizzatori sistematici o in una *trading venue* di un paese terzo riconosciuta ai sensi della MiFID2, a meno che non ricorrano talune 'ragioni legittime' identificate nel Regolamento per lo svolgimento di un'attività di negoziazione al di fuori delle sopra citate sedi di negoziazione/esecuzione. Per i derivati OTC soggetti all'obbligo di *clearing*, la *trading obligation* si sostanzia nell'obbligo di concludere le relative transazioni su una *trading venue* europea (mercati regolamentati, MTF, OTF) o, a condizione di reciprocità, su una *trading venue* di un paese terzo riconosciuta equivalente dalla Commissione europea. Si prevede inoltre che le imprese di investimento che gestiscono un *internal matching system* e che realizzano il *matching* tra gli ordini di clienti, debbano essere autorizzate come MTF.

Tra le misure volte a preservare l'integrità dei mercati figura anche l'introduzione di un'articolata disciplina, arricchita da misure di livello 2 dell'ESMA, con riferimento ai sistemi e controlli che devono essere implementati dalle *trading venue* e dalle imprese di investimento a presidio dei rischi che il *trading* algoritmico può generare per l'equo e ordinato svolgimento delle negoziazioni, per il processo di formazione dei prezzi, e per la prevenzione di fenomeni potenzialmente riconducibili ad abusi di mercato. A completamento dei predetti requisiti, sono introdotti specifici obblighi di *record keeping* e di *reporting* per le imprese di investimento che effettuino *trading* algoritmico, volte ad agevolare l'attività di vigilanza ed *enforcement* da parte dell'autorità competente dello Stato membro d'origine dell'impresa di investimento e della *trading venue* in cui la predetta negoziazione è effettuata.

Con la MiFID2, una serie di profili di natura microstrutturale, ad oggi lasciati all'autoregolamentazione delle *trading venue*, ricevono un' incisiva regolamentazione. È introdotto l'obbligo per le piattaforme di negoziazione di disporre di sistemi, procedure e dispositivi efficaci per garantire che i sistemi algoritmici di negoziazione non possano creare o contribuire a creare condizioni di negoziazione anormali sul mercato e per gestire eventuali condizioni di *disorderly trading* causate da tali sistemi algoritmici di negoziazione. I presidi in parola devono ricomprendere sistemi i) per limitare l'*order-to-trade ratio* dei membri o partecipanti, ovvero il rapporto tra ordini non eseguiti e operazioni inserite nel sistema, ii) per poter rallentare il flusso di ordini in caso di rischio che sia raggiunta la capacità del sistema, e iii) per limitare la dimensione minima dello scostamento di prezzo (*tick size*) che può essere eseguita sul mercato. Le *trading venue* sono tenute a garantire che la struttura delle loro commissioni sia trasparente, equa e non discriminatoria e che non costituisca un incentivo a inserire, modificare o cancellare ordini oppure a eseguire transazioni in modo tale da contribuire a creare condizioni di negoziazione anormali o abusi di mercato.

Alle imprese che effettuano *trading* algoritmico si impone, tra l'altro, di porre in essere misure tali da garantire che i propri sistemi di negoziazione siano resilienti e dispongano di sufficiente capacità, siano soggetti a soglie e limiti di negoziazione appropriati e impediscano l'invio di ordini erronei o comunque un funzionamento dei sistemi tale da creare un mercato disordinato o contribuirvi, nonché di adottare efficaci meccanismi di *business continuity*. Tra gli obblighi di natura informativa imposti a carico delle imprese di investimento figura *i)* l'obbligo di notificare l'autorità competente dello Stato membro di origine e della sede di negoziazione in cui l'impresa, in qualità di membro o partecipante, effettua la negoziazione algoritmica e *ii)* l'obbligo di fornire, su richiesta dell'autorità dello Stato membro di origine, informazioni sulle strategie di negoziazione algoritmica, i parametri o limiti di negoziazione a cui il sistema è soggetto e i controlli attuati.

L'impiego di tecniche di negoziazione algoritmica per perseguire una strategia di *market making* viene esplicitamente regolato, sia in relazione ai *market making scheme* delle *trading venue* sia in relazione ai requisiti operativi e organizzativi delle imprese di investimento, nell'intento di assicurare che sia fornita liquidità in modo regolare e prevedibile. Viene, inoltre, introdotta una disciplina *ad hoc* per l'*high frequency trading*, funzionale all'articolazione di un regime di autorizzazione e vigilanza.

Altra importante novità è l'introduzione di un regime semplificato in favore dei cosiddetti *SME Markets*, una nuova sottocategoria di *MTF*, al fine di agevolare l'accesso delle piccole e medie imprese al mercato dei capitali. In materia di consolidamento delle informazioni, la scelta del legislatore europeo è stata di affidarsi alle forze del mercato e a soluzioni commerciali che eventualmente dovessero emergere. In caso di fallimento si prevede sin da ora l'avvio di una selezione pubblica per il conferimento dell'incarico a un unico operatore del sistema di consolidamento. La MiFID2 detta infine un regime armonizzato per l'autorizzazione e i requisiti organizzativi per la prestazione dei servizi di *data reporting*.

Nel 2014 l'ESMA ha svolto le consultazioni pubbliche volte a completare, per quanto di competenza, i lavori per la predisposizione delle misure di livello 2 di attuazione della MiFID2/MiFIR. In particolare, all'esito di dette consultazioni, il 19 dicembre 2014 l'ESMA ha sottoposto alla Commissione europea pareri tecnici per l'emanazione degli atti delegati in materia di trasparenza del mercato, pubblicazione dei dati, trading algoritmico e HFT, disposizioni applicabili alle *trading venue* e derivati su merci. Si è inoltre conclusa nel marzo 2015 la consultazione pubblica sulle proposte di *regulatory* e *implementing technical standard* da sottoporre all'*endorsement* della Commissione Europea. Le misure dovrebbero essere finalizzate nel corso del 2015.

Nel quadro delle iniziative avviate ai fini del recepimento della MiFID 2, nel luglio 2014, la Consob ha tenuto due *workshop* relativi alle misure di Livello 2 della MiFID II/MiFIR che devono essere emanate al fine di avviare da subito un confronto con l'industria sulle principali novità

introdotte dalla nuova disciplina e affrontare le relative sfide e opportunità offerte dal nuovo quadro regolamentare con una maggiore consapevolezza.

La revisione della Direttiva MAD

La revisione della Direttiva sugli abusi di mercato si è conclusa con la pubblicazione il 16 aprile 2014 del Regolamento 596/2014 (MAR), direttamente applicabile negli Stati membri. Il regime penale è oggetto di una separata disciplina, la Direttiva MAD2 (Direttiva 2014/57/UE), con cui si introducono ulteriori misure afflittive per gli illeciti più gravi. Il Regolamento è entrato in vigore lo scorso 2 luglio 2014 e sarà efficace a partire dal 3 luglio 2016. Entro la medesima data la Direttiva MAD2 dovrà essere recepita nell'ordinamento degli Stati membri.

Rispetto all'attuale disciplina sugli abusi di mercato, le più importanti innovazioni concernono: i) lo strumento giuridico utilizzato, ovvero l'adozione di un regolamento, in luogo dell'attuale direttiva, per le fattispecie sanzionate in via amministrativa, al fine di favorire una maggiore armonizzazione delle discipline nazionali; ii) l'estensione dell'ambito di applicazione della disciplina ai mercati non regolamentati e ai mercati delle merci, specie con riferimento alla manipolazione del mercato; iii) la convergenza delle sanzioni amministrative massime, che dovranno essere superiori a specifici parametri e soglie; iv) una più chiara nozione di informazione privilegiata; v) l'armonizzazione del regime di pubblicazione delle informazioni privilegiate da parte degli emittenti. In considerazione delle variegate applicazioni della precedente disciplina negli Stati membri, il MAR chiarisce che le notizie a formazione progressiva, come ad esempio le operazioni di M&A, e le informazioni di rilievo sistemico meritano regimi diversi da quello generale e introduce una disciplina comune sui *rumour*; vi) la regolamentazione del *market soundings*, attività prope-deutica al collocamento di partecipazioni azionarie o di nuove obbligazioni e condotta da uno o più intermediari incaricati di sondare la disponibilità dei loro clienti, intermediari o investitori istituzionali, ad acquistare gli strumenti finanziari offerti; vii) l'introduzione di un sistema per incentivare la 'segnalazione di violazioni' alle autorità competenti (*whistleblowing*). 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.

Nel 2014 l'ESMA ha svolto le consultazioni pubbliche volte a completare, per quanto di competenza, i lavori per la predisposizione delle misure di livello 2 di attuazione della MAR. All'esito di dette consultazioni, il 3 febbraio 2015 l'ESMA ha sottoposto alla Commissione europea pareri tecnici per l'emanazione degli atti delegati in materia di indicatori di manipolazione del mercato, esenzioni dall'obbligo di pubblicazione delle informazioni privilegiate nel mercato di *emission allowances*, identificazione dell'autorità competente a ricevere le notifiche relative alla posticipazione

della pubblicazione di informazioni privilegiate, transazioni dei manager. Si è inoltre conclusa la consultazione pubblica sulle proposte di *regulatory e implementing technical standard* da sottoporre all'*endorsement* della Commissione europea.

Le misure riguardano le pratiche di mercato accettate che non costituiscono manipolazione, i programmi di *buy back* e le misure di stabilizzazione, le procedure e i requisiti per il *market sounding*, il *reporting* di operazioni e ordini sospetti, misure tecniche per la pubblicazione delle informazioni privilegiate, registro degli *insider*, notifica e pubblicazione delle transazioni dei *manager* e corretta presentazione delle raccomandazioni d'investimento.

Le misure attuative di EMIR

Nel corso del 2014, la Commissione europea ha emanato ulteriori disposizioni attuative del Regolamento sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni (EMIR).

Il Regolamento delegato 285/2014, adottato sulla base del progetto di standard tecnici di regolamentazione dell'ESMA, individua i casi in cui i contratti derivati OTC conclusi tra soggetti stabiliti in uno o più paesi terzi sono considerati comunque sottoposti all'obbligo di *clearing* tramite una controparte centrale o, nel caso di derivati non compensati tramite una CPP, alle tecniche di mitigazione del rischio previste dal Regolamento, poiché hanno un '*effetto diretto, rilevante e prevedibile nell'Unione*' ovvero lo scopo principale di eludere l'applicazione delle disposizioni del Regolamento EMIR.

Il Regolamento delegato 667/2014 detta norme procedurali relative all'imposizione, da parte dell'ESMA, di sanzioni nei confronti dei repertori di dati sulle negoziazioni o di altri soggetti sottoposti a un procedimento di indagine o sanzione da parte dell'Autorità.

Sono state adottate anche le prime decisioni di equivalenza della Commissione europea nell'ambito della procedura di riconoscimento di controparti centrali di paesi terzi prevista da EMIR.

La procedura di riconoscimento è volta a consentire alle controparti centrali di paesi terzi riconosciute dall'ESMA di prestare servizi di compensazione ai partecipanti diretti o alle sedi di negoziazione stabiliti nell'Unione, subordinatamente all'adozione di una decisione di equivalenza da parte della Commissione europea e al rispetto delle altre condizioni previste nel Regolamento.

Le decisioni in parola hanno riguardato quattro giurisdizioni: Australia, Giappone, Hong Kong e Singapore, il cui quadro giuridico e di vigilanza è ritenuto tale da soddisfare obiettivi sostanzialmente equivalenti rispetto a quelli perseguiti dal Regolamento EMIR con riguardo al contenimento del rischio sistemico, mentre è ancora attesa la decisione della Commissione europea in merito agli Stati Uniti d'America.

Il Regolamento europeo in materia di depositari centrali

Il 17 settembre 2014 è entrato in vigore il Regolamento UE 909/2014 (CSDR - *Central Securities Depository Regulation*) del Parlamento europeo e del Consiglio, relativo al miglioramento dell'attività di regolamento dei titoli nell'Unione Europea e all'attività dei depositari centrali. Il Regolamento completa il quadro delle iniziative comunitarie in materia di infrastrutture di mercato, affiancandosi ai provvedimenti che disciplinano le altre fasi delle operazioni in titoli (negoiazione e compensazione, disciplinate rispettivamente da MiFID2/MiFIR e EMIR).

Il Regolamento UE 909/2014, entrato in vigore il 17 settembre 2014, contiene disposizioni in materia di autorizzazione e vigilanza dei depositari centrali che operano sistemi di regolamento titoli, in considerazione della loro rilevanza sistemica per il funzionamento dei mercati, nonché una serie di obblighi a carico dei partecipanti al mercato.

Le disposizioni relative ai CSD, depositari centrali di titoli, prevedono requisiti di natura organizzativa e prudenziali e regole di condotta comuni, incluso l'obbligo di adottare misure per incoraggiare e incentivare il regolamento tempestivo delle operazioni da parte dei partecipanti e procedure per facilitare il *settlement* delle operazioni non regolate alla data fissata. Fra le norme relative agli operatori di mercato, si evidenzia l'obbligo di regolare le transazioni entro il secondo giorno lavorativo dopo la negoziazione e di registrare tramite scrittura contabile presso un CSD tutti i valori mobiliari negoziati in una delle sedi di negoziazione disciplinate da MiFID2/MiFIR o trasferiti per effetto di un contratto di garanzia finanziaria, prima della data prevista per il regolamento. Sono previste anche disposizioni in materia di accesso ai CSD, interoperabilità e operatività transfrontaliera, allo scopo di rimuovere i vigenti ostacoli ai regolamenti transfrontalieri giudicati causa di costi e rischi ulteriori.

Per poter essere concretamente applicabile il Regolamento richiede l'adozione da parte della Commissione di *Regulatory Technical Standard* (RTS) e *Implementing Technical Standard* (ITS), sulla base di progetti elaborati dall'ESMA in cooperazione con i membri del Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC), e di atti delegati, in relazione ai quali l'ESMA elabora dei *Technical Advice*. Gli RTS, gli ITS e i *Technical Advice* dell'ESMA sono in corso di elaborazione e dovranno essere presentati alla Commissione europea entro il prossimo 18 giugno, per essere presumibilmente pubblicati entro dicembre del 2015.

Una prima categoria di norme introduce una serie di novità in materia di attività di regolamento titoli. Una seconda categoria di norme introduce l'obbligo di requisiti uniformi quanto ad autorizzazione, vigilanza, organizzazione e gestione dei rischi dei CSD e svolgimento di servizi bancari.

Per quanto concerne l'attività di regolamento titoli, il CSDR rende obbligatoria, in via generale, a partire dal 1° gennaio 2015, l'adozione di un ciclo di regolamento non superiore a due giorni per tutte le transazioni relative a valori

mobiliari eseguite su una sede di negoziazione, con limitate eccezioni. In Italia e nei principali Paesi europei, le sedi di negoziazione hanno compiuto anticipatamente la migrazione al nuovo ciclo di regolamento a partire dallo scorso 6 ottobre 2014. L'aspetto forse più rilevante però è la previsione di un regime armonizzato di *settlement discipline*, consistente in misure finalizzate a prevenire i mancati regolamenti (*fail*) e misure finalizzate alla gestione dei *fail*. Con riguardo alle misure finalizzate a prevenire i *fail*, il CSDR introduce obblighi sia in capo alle imprese di investimento, sia in capo ai depositari centrali. Con riguardo, invece, alle misure per la gestione dei *fail*, il CSDR obbliga i CSD a istituire un sistema per il monitoraggio dei mancati regolamenti, e introduce un meccanismo di calcolo delle penali sufficientemente dissuasivo a carico dei partecipanti in *fail*. In caso di *fail*, che perdurano un certo numero di giorni successivamente alla data prevista per i regolamenti, il CSDR prevede anche una procedura di acquisto "forzoso" degli strumenti finanziari (*buy-in*) che sarà applicata a tutte le operazioni, anche a quelle non compensate da una controparte centrale.

Il CSDR prevede anche un obbligo di segnalazione su base trimestrale alle autorità competenti in capo agli intermediari che effettuano il regolamento titoli al di fuori di un sistema di regolamento (cosiddetti internalizzatori di regolamento).

Con riguardo alle norme in materia di autorizzazione di un depositario centrale, il CSDR prevede che i CSD, già operanti ai sensi degli ordinamenti nazionali, siano ri-autorizzati dall'autorità competente entro sei mesi dalla presentazione di apposita domanda all'autorità stessa. Una disciplina specifica si applicherà ai collegamenti tra CSD, nonché all'accesso presso un CSD di un intermediario, un emittente, un altro CSD, una controparte centrale o una *trading venue*, e infine all'accesso di un CSD a una controparte centrale o a una *trading venue*.

Il Regolamento offre, inoltre, ai CSD la possibilità di offrire servizi accessori di tipo bancario. Questi servizi possono essere svolti in modo diretto o indiretto, ossia mediante la designazione di un ente creditizio. In entrambi i casi, i CSD devono essere appositamente autorizzati dall'autorità competente e, se svolgono servizi bancari in modo diretto, devono essere in possesso di licenza bancaria.

Le misure attuative del Regolamento sulle agenzie di rating

Nel corso del 2014 si sono conclusi i lavori concernenti l'elaborazione, da parte dell'ESMA, delle norme tecniche di regolamentazione (RTS) previste dal Regolamento (CE) 1060/2009, come modificato dal Regolamento (UE) 462/2013, in materie di agenzie di rating. Dette norme tecniche sono state successivamente adottate dalla Commissione europea e pubblicate, sotto forma di Regolamenti Delegati della stessa Commissione, nel gennaio 2015, e riguardano tre ambiti regolamentari.

I tre Regolamenti delegati della Commissione europea (1/2015, 2/2015, 3/2015), adottati il 30 settembre 2014 e pubblicati nella Gazzetta ufficiale

dell'Unione Europea il 6 gennaio 2015, definiscono misure di dettaglio per l'assolvimento degli obblighi di comunicazione all'ESMA di dati concernenti, rispettivamente: i) le politiche tariffarie e le commissioni applicate dalle agenzie di rating; ii) gli strumenti finanziari strutturati il cui emittente, *originator* o *sponsor* sia stabilito nell'Unione, in vista della pubblicazione sul sito *web* dell'Autorità europea; iii) i rating e le prospettive di rating, ai fini della pubblicazione sulla *European Trading Platform* di informazioni relative alla *performance* storica nel registro centrale dell'ESMA e della vigilanza su base continuativa.

Tra le misure attuative del Regolamento sulle agenzie di rating si segnalano, altresì, cinque nuove decisioni della Commissione europea, con cui è stato riconosciuto come equivalente ai requisiti del succitato Regolamento (sotto il profilo degli interessi sostanziali conseguiti) il quadro normativo e di vigilanza di Argentina, Brasile, Hong Kong, Messico e Singapore. Giunge così a nove il numero delle giurisdizioni dei paesi terzi giudicate equivalenti.

Le precedenti decisioni hanno riguardato il Giappone, gli Stati Uniti d'America, il Canada e l'Australia. La Commissione europea ha presentato anche i propri rapporti alle Istituzioni dell'Unione in merito all'esercizio dei poteri di emanare atti delegati attribuiti dal Regolamento sulle agenzie di rating e alla fattibilità di una rete di agenzie di rating di piccole dimensioni nell'Unione.

Nel settembre 2014, è stato altresì pubblicato un *Technical Advice* da parte dell'ESMA, avente ad oggetto considerazioni in merito all'opportunità di sviluppare, a livello europeo, un meccanismo di valutazione del merito creditizio per il debito sovrano, in conformità a quanto previsto dal nuovo art. 39-ter, comma 2, del Regolamento (CE) 1060/2009.

Il 23 dicembre 2014 è stato, infine, pubblicato un *Discussion Paper* congiunto da parte dell'ESMA, dell'EIOPA e dell'EBA, concernente l'uso dei rating da parte degli intermediari finanziari, con l'obiettivo di ridurre l'affidamento esclusivo e meccanicistico da parte di tali soggetti nei confronti dei giudizi di rating.

2 La disciplina in materia di emittenti

La Direttiva Prospetto: misure attuative

Nel mese di marzo 2014, è stato pubblicato il Regolamento delegato (UE) 382/2014, che identifica talune situazioni che impongono la pubblicazione di un supplemento ai sensi della Direttiva Prospetto, al fine di garantire una maggiore armonizzazione tra gli Stati membri.

Tali situazioni includono, per i prospetti su azioni e titoli equivalenti, la pubblicazione di un nuovo bilancio di esercizio corredato del giudizio di revisione, la pubblicazione di una nuova stima di utili, l'assunzione di un nuovo impegno finanziario significativo, variazioni nell'assetto di controllo dell'emittente, il lancio di un'offerta pubblica di acquisto e la pubblicazione dei risultati relativi all'adesione all'offerta. Il Regolamento prescrive, inoltre, che, per tutti i prospetti, sia pubblicato

un supplemento qualora sia aumentato l'importo nominale aggregato del programma di offerta o l'emittente richieda l'ammissione alla negoziazione o intenda presentare un'offerta al pubblico in uno Stato membro non indicato nel prospetto. Le situazioni elencate nel Regolamento costituiscono una lista non esaustiva, poiché la necessità di pubblicazione può dipendere dall'emittente e dallo strumento finanziario interessato.

Il Regolamento, direttamente applicabile negli Stati membri a decorrere dal 5 maggio 2014, si basa sul progetto di standard tecnici di regolamentazione presentati dall'ESMA alla Commissione europea a dicembre 2013.

Tra le novità in materia di prospetto è da annoverare anche la pubblicazione della Direttiva cosiddetta Omnibus 2 (Direttiva 2014/51/UE), che tra l'altro attribuisce il compito di preparare progetti di standard tecnici di regolamentazione in una serie importante di aspetti concernenti la disciplina in parola all'ESMA (che ha concluso la consultazione nel dicembre 2014).

Entro il 1° luglio 2015 l'ESMA presenterà alla Commissione europea tali progetti di norme tecniche di regolamentazione riguardanti, in particolare, l'approvazione del prospetto, l'*incorporation by reference*, la pubblicazione del prospetto e la diffusione degli annunci pubblicitari.

Con riguardo all'approvazione del prospetto, il testo del mandato legislativo all'ESMA non menziona lo scrutinio del prospetto, per cui lo standard concernente l'approvazione sarà incentrato sul metodo e sui contenuti delle comunicazioni tra le autorità e le persone responsabili del prospetto (emittente, offerente, o persona che domanda l'ammissione a quotazione). Con riguardo all'*incorporation by reference*, considerato l'esito negativo della consultazione sull'interpretazione restrittiva fornita dall'ESMA nel Documento di consultazione ESMA/2014/1186 pubblicato il 25 settembre 2014 (*Draft Regulatory Technical Standards on prospectus related issues under the Omnibus II Directive*), e l'attuale progetto della Commissione europea in materia di *Capital Market Union*, l'ESMA non proporrà alcuno standard e invece suggerirà alla medesima Commissione di considerare questa tematica nella prossima revisione della Direttiva Prospetto. Per quanto attiene alla pubblicazione del prospetto, i nuovi standard dovrebbero intervenire su una serie di aspetti tra i quali, si menzionano, nel caso di un prospetto di base, l'obbligo di pubblicazione in forma elettronica dei *final terms* e della nota di sintesi riguardanti la specifica emissione, il divieto di pretendere dall'investitore il pagamento di una commissione per l'accesso al prospetto e dell'uso di *disclaimer* che possano limitare la responsabilità da prospetto. Questi ultimi due profili hanno anche costituito recentemente oggetto di pronuncia da parte della Corte di Giustizia Europea. In merito agli annunci pubblicitari, le proposte dell'ESMA prevedono l'introduzione di una disciplina concernente il ritiro o la revisione di annunci pubblicitari che si rivelino errati o fuorvianti. Allo scopo di definire le norme tecniche di regolamentazione, le autorità di vigilanza nazionali sono state coinvolte in un'articolata attività di analisi e confronto,

ad esito della quale sono state individuate alcune proposte pubblicate nel citato Documento di consultazione.

L'ESMA sta poi esaminando le modalità di controllo delle informazioni finanziarie contenute nei prospetti da parte delle diverse autorità della UE al fine di valutare le azioni più opportune per favorire una maggiore convergenza in materia.

La Commissione europea ha pubblicato, a febbraio 2015, un documento di consultazione sulla revisione della Direttiva Prospetto.

I quesiti posti attengono alle possibili modifiche da apportare alla Direttiva Prospetto con riferimento i) ai casi in cui sorge l'obbligo di pubblicazione di un prospetto, ii) ai contenuti di detto documento e al regime in materia di responsabilità e sanzioni, iii) al ruolo delle autorità competenti nell'approvazione dei prospetti.

La revisione della Direttiva dovrebbe consentire di superare le difficoltà emerse in relazione al funzionamento del quadro normativo vigente, assicurando un più efficiente bilanciamento tra gli obiettivi di tutela degli investitori e le esigenze di agevolare la raccolta di capitali nell'Unione a sostegno della crescita e della competitività delle imprese europee. Al contempo, la riforma dovrebbe tener conto dell'evoluzione intervenuta nell'architettura e nella regolamentazione dei mercati finanziari a livello europeo, incluso lo sviluppo degli MTF, la nuova disciplina degli SME *growth markets* e delle OTF e gli obblighi di trasparenza introdotti dal Regolamento PRIIPs. La consultazione si affianca alle altre iniziative contemplate nel Libro Verde pubblicato, in pari data, dalla Commissione europea per la realizzazione di una *Capital Markets Union* a sostegno dell'economia, della crescita e dell'occupazione nel lungo termine.

Nella prospettiva di un coinvolgimento dell'ESMA nei lavori relativi a tale revisione, l'ESMA stessa ha invitato i rappresentanti delle Autorità nazionali competenti partecipanti al *Corporate Finance Standing Committee* (CFSC), istituito nell'ambito dell'Autorità europea, a fornire contributi in merito a possibili interventi di modifica della Direttiva Prospetto.

La Consob, sulla base di un'attenta analisi dell'attuale sistema normativo e dell'esperienza applicativa, ha individuato alcune aree prioritarie d'intervento da proporre all'ESMA in un'ottica di rafforzamento della tutela degli investitori e di riduzione degli oneri amministrativi a carico dell'industria.

La riforma della Direttiva Transparency

Nel mese di ottobre 2014 è stato avviato inoltre l'*iter* legislativo volto al recepimento delle modifiche alla Direttiva *Transparency* con l'obiettivo di ridurre gli oneri amministrativi per gli emittenti quotati e favorire le strategie d'investimento a lungo termine.

Una delle principali novità consiste nell'eliminazione dell'obbligo di pubblicazione della relazione trimestrale, fatta salva la facoltà per le diverse

autorità nazionali di richiederne la pubblicazione qualora ciò non comporti un onere eccessivo per le imprese (in particolare per le PMI) e purché il contenuto delle informazioni finanziarie richieste sia proporzionato al beneficio che l'investitore ne trae ai fini delle decisioni di investimento.

L'eliminazione dell'obbligo di pubblicare la trimestrale fa seguito alle critiche sollevate dopo la crisi finanziaria del 2008, secondo le quali l'eccessiva pressione esercitata dagli investitori sugli emittenti per conseguire risultati superiori alle aspettative nel breve periodo (*short-termism*) avrebbe determinato una maggiore volatilità di mercato.

In materia di partecipazioni rilevanti nelle società quotate, il 17 dicembre 2014 la Commissione europea ha trasmesso al Parlamento europeo e al Consiglio il progetto di regolamento delegato, predisposto sulla base dei *draft regulatory technical standards* dell'ESMA.

Gli standard tecnici di regolamentazione sono volti ad assicurare un approccio armonizzato per quanto concerne: i) il metodo di calcolo della soglia del 5 per cento per l'esenzione dagli obblighi di notifica applicabile ai *market makers* e ai diritti di voto detenuti nel portafoglio di negoziazione, anche nel caso di gruppi di società; ii) il metodo di calcolo delle soglie di notifica applicabili agli strumenti finanziari collegati a un paniere di azioni o a un indice; iii) il metodo per determinare il coefficiente delta ai fini del calcolo dei diritti di voto associati agli strumenti finanziari che prevedono esclusivamente il regolamento in contanti; iv) i casi in cui l'esenzione relativa ai diritti di voto detenuti nel portafoglio di negoziazione si applica alle operazioni per conto della clientela.

La data di applicazione del regolamento delegato è allineata alla data prevista per il recepimento nel diritto nazionale delle disposizioni della direttiva 2013/50/CE (26 novembre 2015).

A seguito dell'entrata in vigore delle revisioni alla Direttiva *Transparency*, l'ESMA ha raccolto dalle autorità competenti della UE informazioni per verificare su quali aspetti sia eventualmente necessario fornire chiarimenti ovvero un intervento di coordinamento dell'ESMA volto a rendere più efficace l'applicazione della Direttiva.

Uno degli aspetti meritevole di nota riguarda la nuova definizione di Stato membro di origine e l'obbligo dell'emittente di *disclosure* del proprio Stato membro di origine. La corretta individuazione di quest'ultimo, come anche dello Stato membro ospitante, è infatti fondamentale per assicurare sia la conformità degli obblighi informativi dell'emittente alla Direttiva sia l'effettiva vigilanza dell'autorità competente. Ad esito delle informazioni raccolte, l'ESMA valuterà, tra l'altro, se l'istituzione di un elenco europeo degli emittenti quotati, con indicazione del relativo Stato membro di origine, sia realizzabile e possa favorire un più efficace coordinamento dell'attività di vigilanza svolta dall'autorità dello Stato membro di origine e da quella dello Stato membro ospitante, in particolare quando questo è l'unico dove gli strumenti finanziari di un emittente sono ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato.