

quali ha poteri di vigilanza diretta sui partecipanti ai mercati finanziari (ad esempio, agenzie di rating). L'ESMA avrà, altresì, il compito di risolvere eventuali dispute che riguardano la cooperazione prestata ai sensi del diritto dell'Unione che ricade nell'ambito del MMoU. Tra le altre principali novità rispetto all'accordo CESR, si segnala una descrizione maggiormente dettagliata delle forme di cooperazione da prestare. Viene introdotta, inoltre, una procedura per lo scambio di informazioni volta a rendere più tempestiva la prestazione della cooperazione e lo svolgimento di audizioni, ispezioni o indagini.

L'ESMA ha pubblicato in giugno, congiuntamente con l'EBA, le Linee-guida relative alla gestione dei reclami da parte degli intermediari del settore bancario e dei mercati degli strumenti finanziari (*Guidelines for complaints-handling for the securities (ESMA) and banking (EBA) sectors*). Gli orientamenti sono stati sviluppati sulla base delle linee-guida già emanate dall'EIOPA in materia per quanto concerne il settore assicurativo e mirano ad assicurare una più piena convergenza nei tre settori.

In agosto l'ESMA ha inoltre aggiornato le linee-guida su questioni relative agli ETF e altri UCITS (*Guidelines on ETFs and other UCITS issues*) emanate nel dicembre 2012. Gli orientamenti in parola dettano linee di indirizzo in punto di trasparenza della documentazione d'offerta degli ETF e di alcuni OICR, oltreché indicazioni sulle modalità di gestione e diversificazione del rischio, limiti di investimento e contenuto dei regolamenti e dei documenti contabili dei richiamati OICR.

Sempre in agosto l'ESMA ha adottato le Linee-guida in materia di reportistica alle autorità di vigilanza ai sensi dell'AIFMD (*Guidelines on reporting obligations under Articles 3(3)(d) and 24(1),(2) and (4) of the AIFMD*), con cui si armonizzano le definizioni, le modalità di calcolo dei dati e le modalità di rappresentazione delle informazioni da trasmettere alle autorità di vigilanza secondo la Direttiva sui gestori di fondi alternativi.

Per quanto riguarda le informazioni da produrre, a titolo meramente esemplificativo, si rileva che è stato definito: i) con riferimento al *breakdown* del portafoglio gestito tra le varie strategie di gestione, un elenco standardizzato delle tipologie di strategie tra cui il gestore può scegliere; ii) con riguardo al valore detenuto nelle singole aree geografiche, una classificazione delle macroaree geografiche rilevanti; iii) in relazione alle prime 10 attività in cui il fondo risulta investito, una classificazione standardizzata degli *assets* e *macroassets* oggetto di investimento da parte dei fondi alternativi. Per quanto concerne le modalità di calcolo, in relazione a ogni informazione è stato chiarito quando il dato rileva in termini assoluti e/o quando in termini percentuali. È stato anche stabilito il periodo temporale di riferimento per il computo delle informazioni relative ai dati di *stock* (ad esempio, il valore totale delle attività gestite dal GEFIA, l'incidenza dei singoli strumenti finanziari sul patrimonio dei fondi).

Il 4 settembre 2014 l'ESMA ha pubblicato le Linee-guida relative all'attuazione dei Principi CPSS-IOSCO per le infrastrutture del mercato

finanziario in relazione alle controparti centrali, che evidenziano la coerenza dei requisiti stabiliti in materia dalla disciplina europea con gli standard internazionali.

Nell'aprile del 2012, il *Committee on Payment and Settlement Systems* (CPSS1) della BRI e il Comitato Tecnico dell'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) hanno emanato i '*Principles for Financial Market Infrastructures*' (PFMIs). Tali Principi, che rappresentano il nuovo standard internazionale per la vigilanza sulle infrastrutture di mercato, si pongono l'obiettivo di rafforzare la capacità di tali soggetti di affrontare situazioni di crisi di ampia portata, innalzando a monte i presidi per la gestione dei rischi e per la trasparenza nei confronti degli operatori. In vista del monitoraggio del CPMI (*Committee on Payments and Market Infrastructures*)-IOSCO sul grado di attuazione a livello nazionale dei PFMIs, l'ESMA si è attivata con la pubblicazione delle linee-guida al fine di rappresentare al CPMI-IOSCO che il quadro regolamentare comunitario per le CCPs (*Central Clearing Counterparties*) è stato disegnato in coerenza con i PFMIs e che le autorità europee già utilizzano i Principi ai fini dell'attività di vigilanza sulle CCPs.

L'ESMA ha adottato in ottobre gli Orientamenti relativi all'attività finalizzata all'attuazione delle norme in materia di informativa finanziaria. Le linee-guida stabiliscono i principi cui le autorità competenti devono uniformarsi nello svolgimento della vigilanza sull'informativa finanziaria redatta dagli emittenti già quotati in un mercato regolamentato e soggetti alla Direttiva *Transparency*. Esse sono applicabili anche all'informativa finanziaria di emittenti di paesi terzi che utilizzano un quadro legale di riferimento dell'informativa finanziaria dichiarato equivalente agli *International Financial Reporting Standards* (IFRS) ai sensi del Regolamento 1569/2007 della Commissione.

Le linee-guida, che sostituiscono lo *Standard n. 1 on enforcement* e lo *Standard n. 2 on coordination on enforcement* emanati dal CESR rispettivamente nel 2003 e nel 2004, dettano orientamenti cosiddetti '*principles-based*' e forniscono indicazioni per gli *enforcers* sulle seguenti aree: i) definizione e obiettivi dell'attività di *enforcement* in materia di informativa finanziaria; ii) campo di applicazione di tale attività ai sensi della Direttiva *Transparency*; iii) identificazione delle caratteristiche che dovrebbero avere le autorità di vigilanza europee per assicurare un'efficace attività di *enforcement*; iv) tecniche di selezione del campione di vigilanza nonché altri aspetti della metodologia sottesa all'attività di *enforcement*; v) tipologia di azioni di *enforcement* che dovrebbero essere adottate dalle autorità di vigilanza nell'ambito dell'attività finalizzata all'attuazione delle norme e forme di coordinamento di tali attività in seno all'ESMA.

Il 22 dicembre 2014 sono stati pubblicati gli Orientamenti congiunti delle tre Autorità europee ESAs (ESMA – EBA – EIOPA) sulla convergenza delle prassi di vigilanza riguardo alla coerenza degli accordi di coordinamento in materia di vigilanza per i conglomerati finanziari. Le linee-guida, elaborate in seno al *Joint Committee* che riunisce le tre ESAs, si inseriscono nel quadro

normativo delle direttive europee che stabiliscono forme di vigilanza supplementare di tipo prudenziale sui conglomerati finanziari, in particolare rispetto all'adeguatezza patrimoniale, alla concentrazione dei rischi e alle operazioni infragruppo.

Gli Orientamenti si soffermano su: i) il processo di mappatura, struttura della cooperazione e accordi di coordinamento; ii) il coordinamento dello scambio di informazioni sia in situazioni normali sia in situazioni di emergenza; iii) la valutazione di vigilanza dei conglomerati finanziari; iv) la pianificazione della vigilanza e coordinamento delle attività di vigilanza sia in situazioni normali sia in situazioni di emergenza; v) i processi decisionali fra le autorità competenti.

## 7 Le iniziative in materia di *Capital Market Union*

La Commissione europea ha pubblicato, ad agosto 2014, un rapporto generale sull'esperienza acquisita grazie all'operato delle tre ESAs, come richiesto dalla clausola di revisione contenuta nei relativi Regolamenti istitutivi.

Nel complesso, considerato anche il lasso di tempo relativamente breve, la Commissione europea giudica buoni i risultati conseguiti sotto il profilo dell'efficacia ed efficienza complessiva e del contributo fornito dalle autorità europee all'elaborazione del *corpus* unico di norme, coordinamento e scambio di informazioni tra le autorità degli Stati membri, monitoraggio dei rischi sistemici e protezione dei consumatori/investitori. La Commissione individua tuttavia talune aree che necessitano di miglioramento per consentire alle autorità di vigilanza europee di assolvere pienamente il loro mandato, tenendo conto anche dell'istituzione dell'Unione bancaria.

Tra gli interventi migliorativi che la Commissione ritiene debbano essere apportati dalle autorità europee nel breve termine, senza necessità di modifiche del quadro normativo, figurano: i) un più ampio utilizzo delle *peer review* e, più in generale, una maggiore attenzione alla convergenza delle pratiche di vigilanza; ii) una maggiore trasparenza nel processo di elaborazione degli *standard* tecnici; iii) il rafforzamento della *governance* interna, anche attraverso una maggiore influenza del personale delle autorità nell'ambito dei comitati permanenti e altri gruppi di lavoro.

Tra le misure che andrebbero valutate nel breve termine rientrano, altresì, ad avviso della Commissione, un maggior ricorso alla delega di compiti specifici al presidente dell'autorità, una maggiore trasparenza e più equilibrata composizione dei gruppi rappresentativi degli *stakeholders*, un rafforzamento del ruolo, visibilità e trasparenza del comitato congiunto.

Nel medio-lungo termine, la Commissione si riserva di valutare proposte di modifica dei regolamenti istitutivi delle autorità, in particolare al fine di migliorarne la *governance* e le modalità di finanziamento e rafforzarne

le competenze, mediante l'estensione del mandato ad altre aree, tra cui la direttiva OPA, la *Shareholders' Right Directive*, l'attuazione degli IFRS, il sistema bancario ombra e la supervisione diretta delle infrastrutture di mercato critiche come le controparti centrali.

Tra gli interventi a medio-lungo termine, la Commissione si riserva di valutare anche modifiche legislative volte a chiarire l'ambito applicativo e i presupposti per l'esercizio della mediazione vincolante e a consentire alle autorità europee di svolgere un ruolo più incisivo nella convalida dei modelli interni, specie per quanto concerne il settore assicurativo. Le funzioni di protezione dei consumatori potrebbero essere rafforzate ampliando i margini di intervento per proibire o limitare talune attività finanziarie. Sotto il profilo delle modifiche strutturali, la Commissione sottolinea che, alla luce dell'istituzione dell'Unione bancaria, dovrebbero essere oggetto di un'attenta valutazione il convogliamento delle autorità in un'unica sede o l'introduzione di un modello *twin peaks*.

Tra le iniziative a medio-lungo termine si segnala altresì la pubblicazione, il 18 febbraio 2015, di un *green paper* in cui la Commissione europea ha aperto una consultazione pubblica per la costruzione della cosiddetta unione del mercato di capitali (*Capital Markets Union*), in particolare sulle possibili misure di semplificazione normativa e riduzione dei costi per i soggetti vigilati da introdurre per favorire l'accesso ai capitali/investimenti su base paneuropea, eliminando vincoli e restrizioni superflui.

La Commissione europea ha per ora individuato cinque priorità: i) rivedere la Direttiva Prospetto onde facilitare la raccolta di capitali soprattutto per le imprese di dimensioni minori; ii) incoraggiare la rinascita del mercato delle cartolarizzazioni; iii) favorire lo sviluppo di un mercato di *private placement* paneuropeo per l'investimento diretto nelle imprese di minori dimensioni; iv) migliorare la disponibilità di informazioni sulle SME per incentivare la canalizzazione degli investimenti verso la piccola e media impresa; v) supportare lo sviluppo dei fondi ELTIF per investire in progetti infrastrutturali e di lungo termine.

I *feedback* ricevuti verranno presi in considerazione nello sviluppo di un piano d'azione volto a rendere operativa la *Capital Market Union* entro il 2019.

## L'attività della Consob C

PAGINA BIANCA

# La vigilanza sui mercati I

## 1 I mercati regolamentati

A fine 2014 la capitalizzazione delle società domestiche quotate sull'MTA di Borsa Italiana si è attestata a circa 466 miliardi di euro (+4,7 per cento rispetto all'anno precedente). La capitalizzazione del mercato AIM Italia (il sistema multilaterale di negoziazione gestito da Borsa Italiana), sebbene ancora marginale rispetto al mercato maggiore, è quasi raddoppiata, passando da 1,2 a 2 miliardi di euro (Tav. 1).

Con particolare riferimento all'MTA, l'incidenza della capitalizzazione di borsa rispetto al Pil è lievemente aumentata (dal 28,6 al 29,5 per cento a fine 2014). Il rapporto fra dividendi e prezzi è rimasto sostanzialmente stabile (al 3 per cento, superiore ai rendimenti dei titoli di Stato a medio lungo termine), mentre il rapporto fra prezzo e utili è diminuito leggermente (da 20 a 18,9).

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

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>MTA<sup>1</sup></b>						
capitalizzazione	457	425	332	365	445	466
<i>in % del Pil<sup>2</sup></i>	30,1	27,4	21,1	23,3	28,6	29,5
controvalore scambi	646	715	684	487	526	702
società quotate	332	332	328	323	326	342
<i>di cui: domestiche</i>	280	272	263	255	249	244
società ammesse	2	2	3	2	7	6
società revocate	12	10	12	10	13	11
rapporto dividendi - prezzi <sup>2</sup>	5,0	3,9	5,0	4,2	3,1	3,0
rapporto utili - prezzi <sup>2</sup>	5,3	7,7	8,8	7,2	5,0	5,2
rapporto prezzo - utili Ftse Mib <sup>2</sup>	18,9	13,2	11,1	13,9	20	18,9
<b>AIM Italia</b>						
capitalizzazione	0,6	0,6	0,6	0,6	1,2	2,0
società quotate	11	19	24	27	36	57

Fonte: Borsa Italiana, Bloomberg e Thomson Reuters. <sup>1</sup> Dati riferiti alle società per le quali l'MTA è il mercato di prima quotazione. I dati sull'MTA includono il MIV (Mercato degli *investment vehicles*) dal 2010 e il Mercato Expandi nel 2009. <sup>2</sup> Valori in percentuale rilevati a fine anno.

Nello stesso periodo, il numero di società domestiche quotate è diminuito da 249 a 244, con un saldo negativo fra revocche e nuove

ammissioni (rispettivamente, 11 e 6). Le società quotate su AIM-MAC sono aumentate complessivamente da 36 a 57.

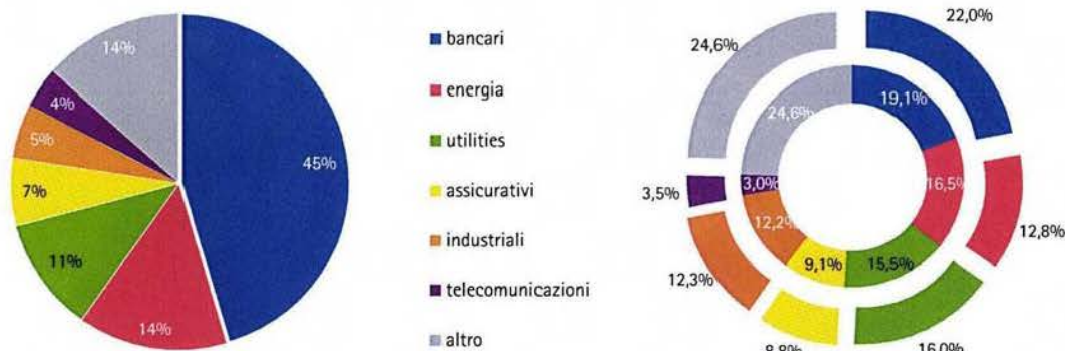
Per quanto riguarda le negoziazioni di titoli azionari, nel 2014 il controvalore degli scambi è cresciuto da 526 a 702 miliardi di euro (+33 per cento circa). La ripartizione degli scambi per settore economico di appartenenza delle società quotate riflette, come di consueto, il peso della capitalizzazione nei rispettivi settori.

In particolare, oltre il 75 per cento degli scambi relativi a titoli appartenenti all'indice Ftse All Share è riconducibile a tre macro-settori principali (finanziario, energia e *utilities*), che da soli rappresentano il 60 per cento circa della capitalizzazione complessiva di borsa (Fig. 73).

**Fig. 73 Ripartizione delle negoziazioni e della capitalizzazione degli titoli azionari italiani per settore economico**

scambi titoli del Ftse Mib nel 2014

settori a maggiore capitalizzazione



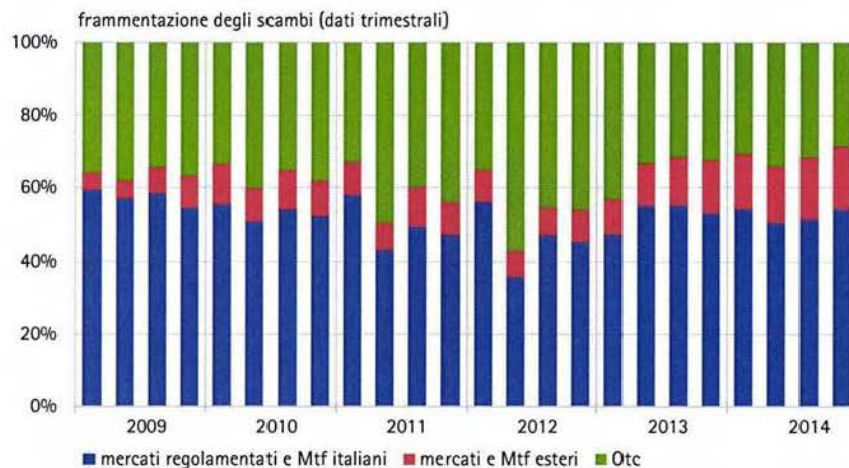
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Borsa Italiana. Il grafico di sinistra rappresenta la ripartizione settoriale dei titoli costituenti l'indice Ftse All Share Italia a fine 2014. Il grafico di destra rappresenta al suo interno la capitalizzazione settoriale a fine 2013, e all'esterno quella a fine 2014.

Con riferimento alla frammentazione degli scambi, nel corso del 2014 la quota delle negoziazioni di titoli di società domestiche effettuate su mercati regolamentati e MTF italiani è risultata sostanzialmente stabile rispetto al 2013, passando dal 52,3 al 52,6 per cento circa (Fig. 74).

Gli scambi realizzati su piattaforme regolamentate estere sono invece aumentati di 4 punti percentuali (dal 12 al 16 per cento circa) attraendo negoziazioni precedentemente effettuate *over the counter* (OTC), diminuite nello stesso periodo di circa 5 punti percentuali (da 35,7 a 31,5 per cento).

Nel corso del 2014 la raccolta di capitale di rischio per le imprese quotate sul mercato MTA di Borsa Italiana ha registrato una significativa ripresa rispetto all'anno precedente, passando da 1,2 a 11,7 miliardi di euro.

**Fig. 74 Distribuzione degli scambi di titoli azionari italiani per tipologia di mercato**



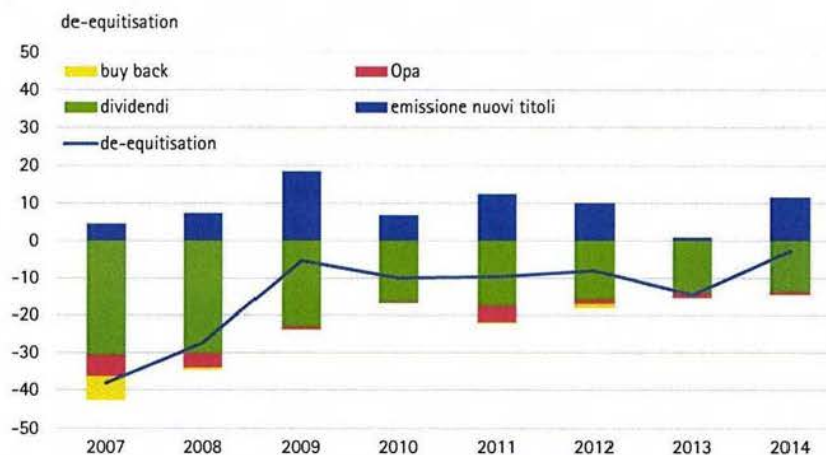
Fonte: elaborazioni su dati Consob e Borsa Italiana.

Contestualmente, il flusso di risorse restituite agli azionisti tramite la distribuzione di dividendi e le offerte pubbliche di acquisto si è ridotto di circa un miliardo di euro. In particolare, sono stati distribuiti dividendi per 13,7 miliardi (14,1 nel 2013) e acquistate azioni a seguito di Opa per circa 0,7 miliardi.

L'indicatore di *de-equitisation*, ossia il saldo fra risorse raccolte e distribuite dalle imprese quotate, è pertanto migliorato (da -14,8 miliardi nel 2013 a -2,8 miliardi nel 2014), segnalando un incremento nella capacità della Borsa di attrarre il capitale di rischio (Fig. 75).

**Fig. 75 Saldo fra risorse raccolte (+) e restituite (-) agli azionisti di società quotate italiane**

(miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Consob, Borsa Italiana e Datastream 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; dato 2014 stimato. I dividendi sono stimati sulla base del *dividend yield* di fine anno.

Per quanto riguarda gli *exchange traded products* (Etp), nel corso del 2014 il patrimonio gestito (*assets under management* - Aum) dagli Etp negoziati sul mercato EtfPlus di Borsa Italiana ha proseguito la crescita in atto dal 2012 e raggiunto un nuovo massimo, portandosi a 37 miliardi di euro dai 26,7 miliardi a fine 2013 (+38,7 per cento circa; Tav. 2).

**Tav. 2 Patrimonio gestito da Etp negoziati sul mercato EtfPlus**  
(valori monetari in miliardi di euro)

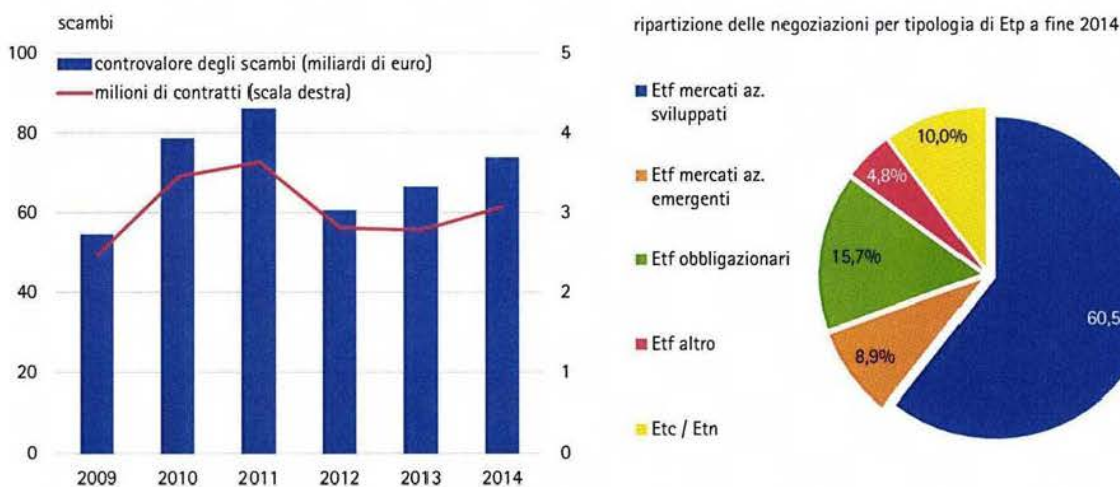
	Etf az. mercati avanzati	Etf indici obbligaz.	Etf az. mercati emergenti	Etf altro	Etc/Etn	totale	variazione % anno precedente
2009	5,0	4,5	2,6	1,3	1,1	14,6	-
2010	6,5	4,9	4,4	1,9	2,1	19,8	36,6
2011	6,7	4,8	3,5	1,7	1,9	18,6	-6,1
2012	7,3	5,7	3,3	1,8	2,6	20,7	11,3
2013	11,7	8,0	2,8	2,3	1,9	26,7	29,0
2014	15,2	13,2	2,9	3,0	2,7	37,0	38,7

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana.

La quota maggiore del patrimonio gestito è riferibile a *exchange traded funds* (34,3 miliardi circa, di cui 18 investiti in mercati azionari) e, in misura notevolmente inferiore, a *exchange traded commodities* (2,7 miliardi).

Anche sul mercato EtfPlus, in misura simile a quanto verificatosi per gli scambi azionari, il controvalore complessivo delle negoziazioni è aumentato, passando a 74 miliardi di euro circa da poco più di 66 miliardi nel 2013 (+11 per cento circa). Nello stesso periodo, il numero di contratti è aumentato da 2,8 a circa 3 milioni (Fig. 76).

**Fig. 76 Exchange traded products quotati su EtfPlus**



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana.

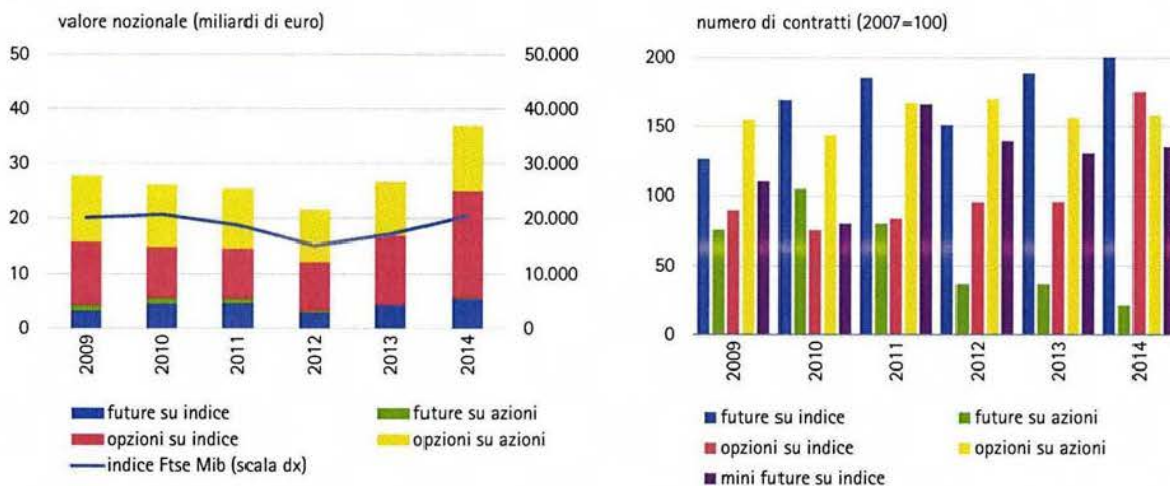
Per quanto riguarda la ripartizione del controvalore degli scambi per tipologia di Etp, nel 2014 il 60 per cento circa delle negoziazioni ha riguardato Etf collegati a indici azionari di mercati avanzati, il 9 per cento circa Etf relativi a mercati emergenti, il 16 per cento circa Etf connessi a indici obbligazionari, mentre la categoria degli Etc legati all'andamento delle *commodities* (inclusa quella marginale degli *exchange traded notes*, Etn) ha rappresentato il 10 per cento delle negoziazioni.

Con riferimento agli strumenti derivati negoziati sul mercato Idem di Borsa Italiana, la media giornaliera delle posizioni aperte (*open interest*) nel corso del 2014 è aumentata in termini di controvalore nozionale da 26,7 a 36,8 miliardi di euro, con un incremento del 38 per cento circa (Fig. 77).

Anche nel 2014 la quota preponderante dell'*open interest* è relativa alle opzioni su indice (in crescita dal 47 al 53 per cento circa delle posizioni aperte), seguita dalle opzioni su azioni (passata dal 37 al 32 per cento) e dai *future* su indice (in calo dal 16 al 15 per cento). Del tutto marginale risulta l'*open interest* relativo ai contratti *future* su azioni.

Per quanto riguarda il numero medio delle posizioni aperte, nel 2014 si è registrato un significativo incremento dell'*open interest* in opzioni sull'indice Ftse Mib (+83 per cento circa), mentre risultano in netto calo le posizioni aperte in *future* su azioni (-42 per cento).

**Fig. 77 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.

Con la ripresa degli scambi sul mercato azionario a pronti, anche il controvalore nozionale delle negoziazioni di strumenti derivati azionari negoziati sul mercato Idem ha registrato una significativa accelerazione nel 2014, passando da circa 789 a 1.214 miliardi di euro (+54 per cento circa; Fig. 78).

Anche nel 2014 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 preferiti dagli investitori.

Il rapporto fra il controvalore nozionale degli scambi su derivati azionari e su azioni è aumentato da circa 1,4 a 1,6, a fronte di una diminuzione della velocità del *turnover* sul mercato *cash* passata da 1,34 a 1,58 (Fig. 78).

**Fig. 78** Negoziazioni di strumenti finanziari derivati sull'Idem e di titoli azionari sull'MTA (miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. I 'future su indice' includono i *minifuture* su indice.

Passando al mercato SeDeX dei derivati cartolarizzati di Borsa Italiana, si osserva che il controvalore degli scambi di *covered warrant* e *certificates* nel 2014 è aumentato del 50 per cento circa, passando da 16,3 a 24,4 miliardi di euro, ai massimi dal 2009, mentre il numero delle emissioni in essere è diminuito di circa il 19 per cento per effetto del saldo fra emissioni nuove e scadute (Tav. 3).

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

	numero di emissioni			controvalore degli scambi
	in essere <sup>1</sup>	nuove <sup>2</sup>	scadute <sup>3</sup>	
2009	3.289	4.029	3.625	10,2
2010	3.343	3.508	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
2014	4.173	4.606	5.494	24,4

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

La categoria più rilevante in termini di scambi nel 2014 è costituita dai *leverage certificates*, con 14,1 miliardi di euro negoziati nel 2014 (58 per cento del totale negoziato, più che raddoppiato rispetto all'anno precedente a fronte di un numero relativamente esiguo di emissioni). La seconda categoria è quella *plain vanilla*, con circa 6,2 miliardi di euro negoziati (a fronte però di un numero ben maggiore di titoli - circa 3.100 - quotati in corso d'anno). Gli *investment certificates* rappresentano la terza classe per entità di scambi (4,1 miliardi di euro), mentre gli strumenti esotici si confermano categoria trascurabile (Tav. 4).

**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 emissioni	controvalore scambi	numero emissioni	controvalore scambi	numero emissioni	controvalore scambi	numero emissioni	controvalore scambi	numero emissioni	controvalore scambi
2009	1.672	7,1	1.122	2,6	399	0,5	96	..	3.289	10,2
2010	1.846	9,7	959	2,4	438	0,6	100	..	3.343	12,7
2011	2.176	8,2	1.101	2,2	511	0,9	92	..	3.880	11,3
2012	2.935	6,3	1.070	2,3	667	0,9	87	..	4.759	9,6
2013	3.575	6,3	941	4,0	546	5,9	78	..	5.140	16,3
2014	3.105	6,2	827	4,1	172	14,1	69	0,0	4.173	24,4

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. <sup>1</sup> Valori in percentuale. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Nel 2014, a fronte di una sostanziale stabilità delle negoziazioni di *plain vanilla* e *investment certificates*, è proseguito il forte interesse degli investitori per gli strumenti *leverage*, in particolare per talune tipologie aventi come sottostante l'indice Ftse Mib. A fronte di tali consistenze, le negoziazioni si concentrano però solo su un numero molto limitato di titoli (Tav. 5). Al riguardo, nel 2014 gli scambi relativi ai cinque *covered warrant* più negoziati per ciascuna delle tre categorie più rilevanti hanno rappresentato complessivamente il 60 per cento circa del controvalore negoziato sul mercato Sedex (in aumento dal 54 per cento circa nel 2013).

**Tav. 5 Concentrazione degli scambi sul SeDeX**  
(valori percentuali dei primi cinque titoli più negoziati per categoria sul totale degli scambi)

categoria	2012	2013	2014
con leverage	5,5	31,6	43,6
plain vanilla	29,3	19,8	14,3
investment certificates	1,9	2,3	1,7
Totale per i primi cinque titoli più scambiati	36,7	53,8	59,6

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana.

Per quanto riguarda i mercati obbligazionari, nel 2014 il volume delle negoziazioni sui mercati italiani è aumentato complessivamente di 816 miliardi, passando da 2.164 a 2.980 miliardi di euro (con un incremento degli scambi di circa il 38 per cento rispetto al 2013; Tav. 6).

Tav. 6 Scambi di titoli obbligazionari su mercati italiani<sup>1</sup> (miliardi di euro)

	MTS – mercato all'ingrosso dei titoli di Stato	BondVision – mercato all'ingrosso	MTS – mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative	MOT <sup>2</sup>	EuroTLX <sup>3</sup>	altri sistemi multilaterali di negoziazione <sup>4</sup>	totale
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
2014	1.487	1.041	0	323	91	38	2.980

Fonte: elaborazioni su dati MTS, Borsa Italiana e EuroTLX. <sup>1</sup> L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. <sup>2</sup> Sono inclusi gli scambi su obbligazioni precedentemente negoziate sull'EuroMOT. <sup>3</sup> Dal 2010 sistema multilaterale di negoziazione EuroTLX. <sup>4</sup> Comprende BondVision Corporate, ExtraMOT e Hi-MTF.

Peraltro, tale incremento è sostanzialmente riconducibile ai soli mercati all'ingrosso (MTS e BondVision), dove in particolare gli scambi sono cresciuti rispettivamente del 64 e 29 per cento circa (e volumi passati da 904 a 1.487 e da 804 a 1.041 miliardi di euro).

Anche nel 2014 l'MTS si è quindi riconfermato come mercato *leader* per gli scambi di titoli di Stato, distaccando di oltre 400 miliardi di euro il secondo mercato all'ingrosso.

Per quanto riguarda il mercato *retail*, nel 2014 le negoziazioni sul MOT di Borsa Italiana si sono invece lievemente ridotte (da 330 a 323 miliardi di euro, -2 per cento circa), mentre su EuroTLX e su altre *trading venues* si sono registrati marginali incrementi.

## 2 La vigilanza sulle piattaforme di negoziazione

### 2.1 La vigilanza regolamentare

Nel 2014 la Commissione ha svolto un'intensa attività di vigilanza sulle modifiche apportate dai gestori delle infrastrutture di negoziazione ai regolamenti dei rispettivi mercati e alle relative disposizioni di attuazione (Tav. 7).

Le modifiche al Regolamento del Mercato delle obbligazioni non governative e dei titoli emessi da organismi internazionali partecipati da Stati sono state approvate dalla Consob, previo parere favorevole rilasciato dalla Banca d'Italia ai sensi dell'art. 63, comma 3 del Tuf. Le modifiche al Regolamento del mercato all'ingrosso dei titoli di Stato sono state approvate dal Ministero dell'Economia e delle Finanze previo parere della Consob e della Banca d'Italia ai sensi degli artt. 66, comma 1 del Tuf e 7, comma 3 del d.m. 216/2009.

## Tav. 7 Modifiche ai Regolamenti e alle relative disposizioni di attuazione dei mercati regolamentati nel 2014

mercato e data	contenuto	note
<b>Borsa Italiana</b>		
Modifiche al Regolamento e alle Istruzioni dal mese di marzo	disposizioni in tema di <i>record date</i> ai fini della legittimazione del pagamento dei dividendi	allineamento data pagamento dividendi al giorno di mercato aperto successivo alla <i>record date</i> , salvo circostanze particolari comunicate dall'emittente
	requisito del flottante nel caso di ammissione di emittenti già negoziati negli MTF	estensione di quanto già previsto per altre società
	flottante come requisito di permanenza nel segmento Star	partecipazione azionisti di controllo quale requisito alternativo
	raccolta delle adesioni alle offerte di acquisto o di scambio	raccolta in via telematica come <i>default</i>
Modifiche alle Istruzioni dal mese di marzo	adeguamento delle procedure di gestione degli errori	riduzione da T+1 a T del termine entro il quale si può chiedere cancellazione dei contratti eseguiti
	introduzione nell'IDEM delle scadenze negoziali fino a tre anni	contratti future su azioni, in aggiunta alle scadenze trimestrali e mensili già previste
	introduzione nell'IDEM nel caso di offerta pubblica totalitaria sulle azioni sottostanti, di un criterio oggettivo per la chiusura delle posizioni in tutti i casi in cui l'offerente venga a detenere una partecipazione eccedente il 90 per cento del sottostante	
Modifiche al Regolamento e alle Istruzioni dal mese di ottobre	allineata la data di ammissione alle negoziazioni della seconda scadenza annuale del contratto future su energia <i>baseload</i> a quella della prima scadenza	
	ciclo di regolamento	riduzione da T+3 a T+2
	adeguamento obblighi informativi degli emittenti nel caso di eventi rilevanti per la negoziazione degli strumenti finanziari	pagamento dividendi e anticipo record date; riduzione anticipo della comunicazione a Borsa Italiana
	record date	anticipo dal terzo al secondo giorno di mercato aperto successivo all'ultimo giorno <i>cum</i>
Modifiche alle Istruzioni ottobre	modifica del calendario di liquidazione	adozione del calendario Target
	insolvenza di mercato	norma espunta dal Regolamento poiché non più applicabile a seguito modifiche Regolamento congiunto Banca d'Italia/Consob del 22 febbraio 2008
	introduzione contratti di opzione su azione settimanale; introduzione della figura del <i>Designated Market Maker</i>	
<b>MTS</b>		
Modifiche al Regolamento del Mercato delle obbligazioni non governative e dei titoli emessi da organismi internazionali partecipati da Stati e modifiche al Regolamento del Mercato all'ingrosso dei Titoli di Stato	il ciclo di regolamento ridotto, per il segmento a pronti del Mercato	riduzione da T+3 a T+2
	contratti di <i>general collateral</i> e mancata definizione degli strumenti finanziari da consegnare il termine previsto	se l'esecuzione del contratto è avvenuta in forma anonima attraverso CCP, la Società si riserva il diritto di rivelare alle controparti le rispettive identità

Nel mese di luglio 2014 la Commissione ha altresì verificato, nella prospettiva indicata all'art. 73, comma 3, Tuf, le modifiche allo Statuto di Borsa Italiana e allo Statuto di MTS (in tal caso rilasciando il parere di

competenza al Ministero dell'Economia e delle Finanze), approvate dalle rispettive assemblee straordinarie.

Per entrambe le Società, tra le modifiche si segnala lo spostamento della data di chiusura dell'esercizio sociale dal 31 marzo al 31 dicembre (al fine di allinearsi a quanto previsto all'interno del Gruppo LSEG).

Le modifiche apportate allo statuto di MTS, riguardano, fra l'altro, gli accordi aventi per oggetto l'esercizio del diritto di voto nell'assemblea (che devono essere comunicati alla Società entro quarantotto ore dalla loro stipulazione) e la possibilità di gestire la nuova categoria delle *organized trading facility* (OTF) prevista dalla MiFID II.

Nel 2014 è stata inoltre presentata alla Consob istanza di riconoscimento, ai sensi dell'art. 67, comma 2, Tuf di due mercati esteri di strumenti finanziari derivati, facenti parte del CME Group e con sede a New York. Si tratta dei mercati COMEX (gestito dalla società Commodity Exchange Inc.) e NYMEX (gestito dalla società New York Mercantile Exchange Inc.). Nel primo mercato sono negoziati *futures* e opzioni su metalli, in particolare metalli preziosi, oro, argento, rame e acciaio. Nel secondo, contratti *future* e opzioni aventi come sottostante l'energia, metalli e *commodity* agricole.

Entrambi i mercati sono registrati presso la CFTC (Commodity Futures Trading Commission, autorità di controllo dei mercati derivati degli Stati Uniti) come Designated Contract Market, tipologia di mercato soggetta al più elevato regime di regolamentazione. Con la CFTC 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 provvedimento di riconoscimento del NYMEX deve essere adottato, in base a quanto disposto dall'art. 66-bis, comma 2, Tuf, dalla Consob, d'intesa con l'Autorità per l'energia elettrica, il gas e il sistema idrico. A dicembre

Con riferimento alle regole di funzionamento dei sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) e degli internalizzatori sistematici (IS), la Consob ha svolto attività di vigilanza sulle modifiche apportate dai gestori delle piattaforme di negoziazione alle proprie regole di funzionamento al fine di verificarne la conformità agli indirizzi comunitari (Tav. 8).

A fine 2014 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).

Al 31 dicembre 2014, nei 17 sistemi di internalizzazione attivi nel settore degli strumenti finanziari diversi dalle azioni risultano ammessi alla negoziazione circa 2.550 strumenti finanziari, la maggior parte dei quali rappresentata da titoli di Stato e obbligazioni proprie o emesse da società del gruppo. Circa il 94 per cento dei suddetti strumenti finanziari fanno capo a sette sistemi di internalizzazione. Nel listino dell'unico internalizzatore sistematico attivo su azioni e contratti finanziari