

differenziali, risultano negoziate 59 azioni ammesse a negoziazione nei mercati regolamentati e 498 contratti finanziari differenziali.

Nel corso dell'anno la Consob ha ricevuto da parte di una banca la comunicazione della sospensione dell'attività di internalizzazione sistematica su azioni ordinarie di propria emissione, deliberata dai commissari straordinari in relazione al protrarsi della procedura di amministrazione straordinaria della stessa banca.

Tav. 8 Modifiche alle regole di funzionamento dei sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici nel 2014

MTF e data	contenuto	note
AIM Italia-MAC (Borsa Italiana)		
marzo	disposizioni in tema di record date ai fini della legittimazione del pagamento dei dividendi	previsione della record date in modo che coincida con il secondo giorno di mercato aperto successivo a una delle date stacco previste dal calendario indicato nelle Istruzioni, salvo talune possibili deroghe
settembre	rimodulazione dei requisiti del NOMAD ¹ semplificazione degli obblighi informativi in caso di ammissione a negoziazione di società già quotate in mercati regolamentati	la qualifica di NOMAD, per l'attività svolta in merito all'ammissione a negoziazione, può ora essere assunta solo da una banca o da una impresa di investimento comunitaria eliminato il passaggio procedurale che richiedeva il <i>delisting</i> della società ammessa su AIM Italia e la nuova quotazione della società risultante dall'operazione
ottobre	operazioni di <i>reverse take-over</i> ciclo di regolamento	riduzione da T+3 a T+2
EuroTLX HI-MTF Sim SpA		
luglio	nuove funzionalità, correlate alla migrazione sulla piattaforma tecnologica del Gruppo	nuove modalità di determinazione del prezzo di riferimento; monitoraggio del limite di variazione dei prezzi dei contratti rispetto al prezzo statico; limiti all'immissione delle proposte di negoziazione; rivisitazione delle tipologie di proposte di negoziazione
HI-MTF		
	introduzione della funzionalità <i>multiquote</i> per i <i>market maker</i> ciclo di regolamento	 riduzione da T+3 a T+2

¹ Soggetto che verifica il rispetto delle condizioni di ammissione a negoziazione e rilascia una specifica dichiarazione di 'appropriatezza' dell'emittente.

2.2 La sospensione di strumenti finanziari dalle negoziazioni

L'articolo 41 della Direttiva 2004/39/CE (MiFID) attribuisce competenze specifiche alle autorità competenti sui mercati regolamentati, oltre che ai gestori di tali mercati, in relazione alla sospensione ed esclusione di strumenti finanziari dalla negoziazione in un mercato regolamentato.

Si tratta, in particolare, di obblighi di tempestiva comunicazione nei confronti del pubblico, delle autorità nazionali competenti e dell'ESMA, al fine di

garantire agli investitori lo stesso livello di protezione, indipendentemente dal mercato dello Stato membro in cui negoziano.

L'ambito di applicazione delle richiamate disposizioni della MiFID è stato peraltro modificato all'esito della recente revisione della disciplina. In base all'articolo 52, comma 2, della nuova Direttiva 2014/65/UE (MiFID2) l'autorità competente sarà infatti tenuta a richiedere che gli strumenti finanziari sospesi o esclusi da un mercato regolamentato siano sospesi ed esclusi anche da altre piattaforme di negoziazione (quali MTF, OTF e IS operanti nell'ambito della sua giurisdizione) dove è negoziato il medesimo strumento finanziario o strumenti derivati a esso relativi o riferiti.

In particolare, tale prescrizione si applica nei casi in cui la sospensione o l'esclusione è dovuta a presunti abusi di mercato, a un'offerta pubblica di acquisto o alla mancata divulgazione di informazioni privilegiate riguardanti l'emittente o lo strumento finanziario, salvo il caso in cui tale sospensione o esclusione possa causare un danno rilevante agli interessi dell'investitore o all'ordinato funzionamento del mercato.

L'efficacia del processo di comunicazione tra le autorità competenti è assicurata dal sistema SARIS (*Suspension and Restoration Information System*), operativo dal 14 ottobre 2013. Tale sistema è organizzato e gestito dall'ESMA e utilizzato dalle autorità competenti per la comunicazione delle decisioni di sospensione, riammissione ed esclusione di strumenti finanziari dalle negoziazioni, ai sensi dell'articolo 41 della MiFID.

Al riguardo, entro il 3 gennaio 2016 l'ESMA è chiamata a elaborare norme tecniche di attuazione, in merito a formato e tempistica delle comunicazioni e pubblicazioni, che potrebbero modificare il SARIS.

Nel corso del 2014 sono state ricevute dieci comunicazioni di sospensione e otto comunicazioni di esclusione di strumenti finanziari dalle negoziazioni nei mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana.

Con riferimento ai provvedimenti di sospensione di Borsa Italiana si evidenzia che in cinque casi la sospensione è stata motivata dalla mancata diffusione di notizie; in due casi la sospensione è stata disposta a tempo indeterminato; in tre casi la sospensione ha preceduto il *delisting* in seguito a un'offerta pubblica di acquisto. In altri tre casi la sospensione degli strumenti derivati, negoziati nei mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana, è scaturita dalla decisione di sospendere lo strumento finanziario sottostante da parte dell'autorità di vigilanza dello Stato membro di origine dell'emittente.

Con riferimento ai provvedimenti di Borsa Italiana di revoca dalle quotazioni si rileva che in un caso l'esclusione è stata determinata dall'ammissione dell'emittente a procedure concorsuali; in un altro caso l'esclusione è derivata dallo scioglimento della società; in tre casi l'esclusione è stata la conseguenza di un'offerta pubblica di acquisto; in 3 casi l'esclusione è derivata dalla fusione per incorporazione dell'emittente. La Consob ha inviato all'ESMA e alle altre autorità competenti le

relative segnalazioni, come previsto dall'articolo 41, comma 1, secondo periodo, della MiFID, per il tramite del sistema SARIS.

La Consob ha svolto, ai sensi dell'art. 64, comma 1-*bis*, lett. *a*), del Tuf, le valutazioni di competenza in merito ai provvedimenti di Borsa Italiana relativi alle sospensioni a tempo indeterminato dalle negoziazioni di strumenti finanziari, in considerazione di eventuali elementi informativi diversi da quelli considerati dalla società di gestione dei mercati, nonché delle finalità di tutela degli investitori, trasparenza del mercato e ordinato svolgimento delle negoziazioni.

In particolare, nel corso del 2014 la Commissione si è espressa in merito a due provvedimenti di sospensione a tempo indeterminato dalle negoziazioni relativi ad Arena Agroindustrie Alimentari e Screen Service Broadcasting Technologies, riscontrando in entrambi i casi l'assenza dei presupposti per l'esercizio del potere di ordinare la revoca della decisione di sospensione degli strumenti finanziari dalle negoziazioni, ai sensi del citato articolo 64 del Tuf. I presupposti della sospensione a tempo indeterminato sono riconducibili nel caso di Arena a «*un quadro di notevole incertezza in merito alla possibile evoluzione della situazione della società, tale da non garantire il regolare andamento delle negoziazioni delle relative azioni*» (articolo 2.5.1, comma 1, lett. *a*) del Regolamento dei Mercati di Borsa Italiana) mentre nel caso di Screen Service Broadcasting Technologies sono da ricondursi allo scioglimento dell'emittente (articolo 2.5.1, comma 2, lett. *d*) del Regolamento dei Mercati di Borsa Italiana).

A fine 2014 risultano sospesi a tempo indeterminato dalle negoziazioni gli strumenti finanziari delle seguenti società: Aion Renewables in fallimento (dal 10 marzo 2013); Arena Agroindustrie Alimentari (dal 1° luglio 2014); Banca Popolare di Spoleto (dal 10 settembre 2013); Cogeme Set in liquidazione (dal 13 gennaio 2012); Screen Service Broadcasting Technologies in liquidazione (dal 3 settembre 2014).

3 La vigilanza sulle negoziazioni e sulla integrità informativa dei mercati

3.1 La vigilanza su trasparenza e ordinato svolgimento delle negoziazioni

Nel 2014 è proseguita la vigilanza sulla 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, nonché l'attività di verifica sull'adempimento degli obblighi di trasparenza *pre*-negoziazione e *post*-negoziazione.

La Direttiva MiFID prevede l'obbligo di comunicare alla Consob le informazioni sulle operazioni concluse in strumenti finanziari ammessi a negoziazione in un mercato regolamentato europeo (*transaction reporting*).

Inoltre, la MiFID prevede obblighi di trasparenza *pre*-negoziazione e *post*-negoziazione per le azioni trattate nei mercati regolamentati europei. Tale regime di trasparenza è stato esteso con il Regolamento Consob 16191 in materia di mercati anche agli strumenti finanziari diversi dalle azioni ammessi in un mercato regolamentato italiano.

I controlli sul *transaction reporting* hanno fatto emergere casi di irregolare segnalazione, a fronte dei quali sono stati attivati gli opportuni presidi di vigilanza.

Nel corso del 2014, in particolare, la Commissione ha concluso un procedimento sanzionatorio, avviato nel 2013, per violazione degli obblighi di *transaction reporting* da parte di un intermediario bancario (per maggiori dettagli si veda il Capitolo V 'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori').

In ottemperanza a quanto previsto dall'attuale normativa, infine, i mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione e i soggetti abilitati hanno comunicato alla Consob il canale utilizzato ai fini dell'adempimento degli obblighi di trasparenza.

In particolare, il Regolamento Consob 16191 in materia di mercati prevede, in tema di trasparenza *post*-negoziazione, che i soggetti abilitati possano servirsi dei vari canali ovvero: i) strutture di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione; ii) strutture di un soggetto terzo; iii) dispositivi propri. Per quanto attiene *transaction reporting* è previsto che le comunicazioni alla Consob relative alle operazioni concluse possano essere effettuate o dai diretti interessati o tramite un soggetto terzo che agisce per loro conto.

Il 30 settembre 2014 l'Istituto, sulla base delle comunicazioni ricevute, ha provveduto ad aggiornare l'elenco dei canali utilizzati dai soggetti abilitati per l'adempimento degli obblighi di trasparenza *post*-negoziazione (con l'indicazione, per ciascun canale, del gestore, dell'indirizzo internet e del numero di soggetti che ne hanno scelto l'utilizzo) nonché l'elenco dei canali utilizzati per l'adempimento degli obblighi di *transaction reporting*.

3.2 La vigilanza sull'integrità informativa dei mercati

Nel 2014, nell'ambito dei controlli sulla correttezza delle informazioni fornite al pubblico, la Consob ha formulato 38 richieste di notizie nei confronti di 25 emittenti, ai sensi dell'articolo 115, commi 1 e 2, del Tuf e ha avviato 14 procedimenti sanzionatori per violazioni della disciplina sulla diffusione dell'informativa *price-sensitive* al pubblico e disposizioni correlate (si vedano il Capitolo III 'La vigilanza sull'informativa societaria' e il Capitolo V 'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori').

La vigilanza sull'integrità informativa del mercato ha assunto particolare rilevanza nelle ultime fasi di implementazione del *comprehensive*

assessment della BCE sui principali istituti di credito europei (per ulteriori dettagli sugli esiti del *comprehensive assessment* si veda il Riquadro nel Capitolo III 'La vigilanza sull'informativa societaria').

L'attività di vigilanza è stata svolta sulla base di una specifica procedura, predisposta dall'ESMA e condivisa con la BCE, tesa a rendere coerenti le iniziative delle diverse Autorità di vigilanza europee in caso di diffusione di indiscrezioni.

Nella procedura venivano distinti diversi possibili scenari di intervento in funzione sia dell'accuratezza, della precisione e della *price-sensitivity* dell'indiscrezione, sia della conoscenza del contenuto dell'informazione da parte dell'istituto di credito interessato. La procedura prevedeva anche che le Autorità attivassero una serie di contatti, con l'emittente bancario, con la BCE e con il *banking supervisor* nazionale, a seconda delle caratteristiche dell'indiscrezione diffusa. L'attività di vigilanza svolta è stata realizzata, dunque, in stretta cooperazione con la Banca d'Italia. In particolare, nell'ambito di tale collaborazione, e coerentemente con quanto previsto dalla citata procedura ESMA, sono state fornite alle banche oggetto dell'esercizio di vigilanza della BCE specifiche indicazioni sulle modalità di comunicazione al pubblico.

Nelle settimane precedenti la comunicazione al pubblico degli esiti dell'esercizio di valutazione (avvenuta il 26 ottobre 2014), la Consob ha monitorato su base continuativa le indiscrezioni e i *rumours* riferiti alle banche quotate italiane, esaminando anche i contenuti delle ricerche degli analisti e dei giudizi di rating, nonché l'operatività sui relativi titoli.

L'attività di vigilanza è proseguita anche nelle giornate successive per verificare sia l'impatto che i risultati diffusi e le relative azioni di rafforzamento patrimoniale avrebbero avuto sui prezzi dei titoli, sia la correttezza delle comunicazioni al pubblico sia, infine, l'eventuale successiva diffusione di *rumours* che potessero pregiudicare il rispetto della correttezza informativa e della parità di trattamento degli investitori.

Nel corso dell'anno la Commissione ha autorizzato due meccanismi di stoccaggio delle informazioni regolamentate (informazioni *price sensitive*, ma anche comunicazioni di *internal dealing* e di *buy back*, informazioni finanziarie periodiche, informazioni su operazioni straordinarie e partecipazioni rilevanti).

Il primo, autorizzato nel mese di aprile, è denominato '1Info' ed è gestito da Computershare Spa; il secondo, autorizzato nel mese di novembre, è denominato 'NIS-Storage' ed è gestito da Bit Market Services Spa.

L'operatività di tali meccanismi è lo strumento per realizzare il network europeo dei patrimoni informativi sugli emittenti previsto dalla Direttiva *Transparency*, come modificata nel 2013. Tale direttiva prevede un '*punto di accesso elettronico europeo*' che mira a risolvere il problema della frammentazione, a livello europeo, delle informazioni regolamentate sugli emittenti.

L'ESMA dovrà sviluppare sul proprio portale il sistema di interconnessione tra i meccanismi nazionali di stoccaggio entro il 1° gennaio 2018. Entro tale data ogni Stato membro dovrà garantire l'accesso ai rispettivi meccanismi di stoccaggio centrale (Riquadro 1).

Nell'agosto 2014 la Consob ha avviato una nuova consultazione pubblica sugli aumenti di capitale iperdiluitivi. Si tratta di operazioni di aumento di capitale con diritto d'opzione caratterizzate da un elevato rapporto tra il numero di azioni da emettere e il numero di azioni in circolazione e da una forte differenza fra il prezzo di sottoscrizione delle nuove azioni e il prezzo del titolo nell'ultimo giorno di negoziazione prima dell'avvio dell'aumento (cosiddetto prezzo *cum*).

Nel complesso, dal 2009 al luglio 2014, risultano conclusi 23 aumenti di capitale fortemente diluitivi. Nei periodi di offerta delle nuove azioni si sono verificate anomalie nell'andamento dei prezzi di mercato dei titoli azionari (*ex diritto*) che, soprattutto nei primi giorni, sono risultati fortemente sopravvalutati. Tali anomalie appaiono causate da una pluralità di fattori, perlopiù di natura tecnica e legati alle caratteristiche degli aumenti.

A causa delle condizioni di estrema diluizione degli aumenti in parola, si è generata una scarsità di titoli nel corso dell'aumento che impedisce alle dinamiche di mercato di riequilibrare i corsi azionari.

Le anomalie più rilevanti si sono verificate con riferimento a un numero ristretto di casi, l'ultimo dei quali è l'aumento promosso da Banca Monte dei Paschi di Siena Spa nel giugno 2014.

L'Istituto ha monitorato il fenomeno sin dal suo iniziale manifestarsi, al fine di individuare la soluzione più appropriata per risolvere le citate anomalie di prezzo. In prossimità dell'avvio degli aumenti fortemente diluitivi più rilevanti, la Consob ha pubblicato, inoltre, apposite Comunicazioni con cui avvertiva il mercato del rischio di anomalie rialziste di prezzo. Sono state parimenti condotte le usuali attività di vigilanza sugli scambi, che hanno portato all'avvio di numerosi procedimenti sanzionatori.

Alla luce dell'esperienza maturata, l'unica soluzione potenzialmente in grado di risolvere del tutto le anomalie di prezzo risulta essere l'introduzione di una finestra di consegna addizionale delle nuove azioni in ciascuna giornata del periodo d'offerta (cosiddetto modello *rolling*), così da ovviare alla scarsità di titoli e permettere il riallineamento del prezzo su valori corretti.

Una decisione sul punto è attesa per i prossimi mesi, nelle more della migrazione del depositario centrale italiano a T2S, alla luce di un'attenta valutazione dei connessi costi e benefici e alla luce delle misure di livello 2 del Regolamento CSDR, tutt'ora in fase di definizione da parte dell'ESMA, il cui completamento è atteso per la fine del secondo trimestre del 2015.

Riquadro 3

I meccanismi autorizzati allo stoccaggio delle informazioni regolamentate

La Direttiva 2004/109/CE (*Transparency*) prevede una disciplina del sistema di comunicazione al pubblico delle informazioni regolamentate (informazioni *price sensitive*, comunicazioni di *internal dealing* e di *buy back*, informazioni finanziarie periodiche, informazioni su operazioni straordinarie e su partecipazioni rilevanti) fondata sulla diffusione (*dissemination*), stoccaggio (*storage*) e deposito delle informazioni stesse presso l'autorità competente (*filing*). È inoltre prevista la costituzione di un collegamento tra i meccanismi di stoccaggio nazionali (*network*). Pertanto, in ogni Stato membro vi deve essere almeno un meccanismo autorizzato per lo stoccaggio centrale delle informazioni regolamentate.

Nell'ordinamento italiano tale disciplina è stata recepita nell'articolo 113-ter del Tuf, il quale dispone che la Consob autorizzi soggetti terzi, rispetto all'emittente, all'esercizio dei servizi di diffusione delle informazioni regolamentate e all'esercizio del servizio di stoccaggio centralizzato delle informazioni regolamentate. Inoltre, lo stesso articolo prevede che la Consob stabilisca con regolamento requisiti e condizioni per il rilascio dell'autorizzazione all'esercizio del servizio di stoccaggio, nonché le disposizioni per lo svolgimento di tale attività.

Nell'attuare la delega regolamentare, la Consob ha optato per un sistema fondato su un numero diversificato di gestori dei meccanismi di stoccaggio con il fine di migliorare le condizioni di costo e di efficienza dei singoli meccanismi. In particolare, i meccanismi di stoccaggio vengono autorizzati e iscritti in un apposito elenco dalla Consob, la quale vigila sul mantenimento dei requisiti necessari all'autorizzazione.

Ai sensi dell'articolo 113-ter, comma 4, lett. b), del Tuf, la Consob, con la delibera 18852 del 9 aprile 2014, ha autorizzato l'esercizio del primo meccanismo di stoccaggio di informazioni regolamentate denominato '1Info', gestito da Computershare Spa.

Con il rilascio di tale autorizzazione sono divenute efficaci le disposizioni del Regolamento Emittenti in materia di stoccaggio e deposito delle informazioni regolamentate, approvate con la delibera 16850 del 1° aprile 2009, ed è terminato il periodo transitorio, in vigore dal 24 aprile 2009, previsto nella medesima delibera. Il regime transitorio prevedeva che le informazioni regolamentate si considerassero transitoriamente centralizzate tramite la loro pubblicazione sui siti internet predisposti dalle società di gestione dei mercati, in tal modo garantendo, di fatto, un agevole accesso al pubblico.

Inoltre, l'autorizzazione di un meccanismo di stoccaggio consentirà all'Italia di partecipare alla realizzazione del '*punto di accesso elettronico europeo*', introdotto con la Direttiva 2013/50/UE (recante modifiche alla Direttiva *Transparency*), che entrerà pienamente in applicazione entro il mese di novembre 2015 e la cui realizzazione è stata demandata all'ESMA.

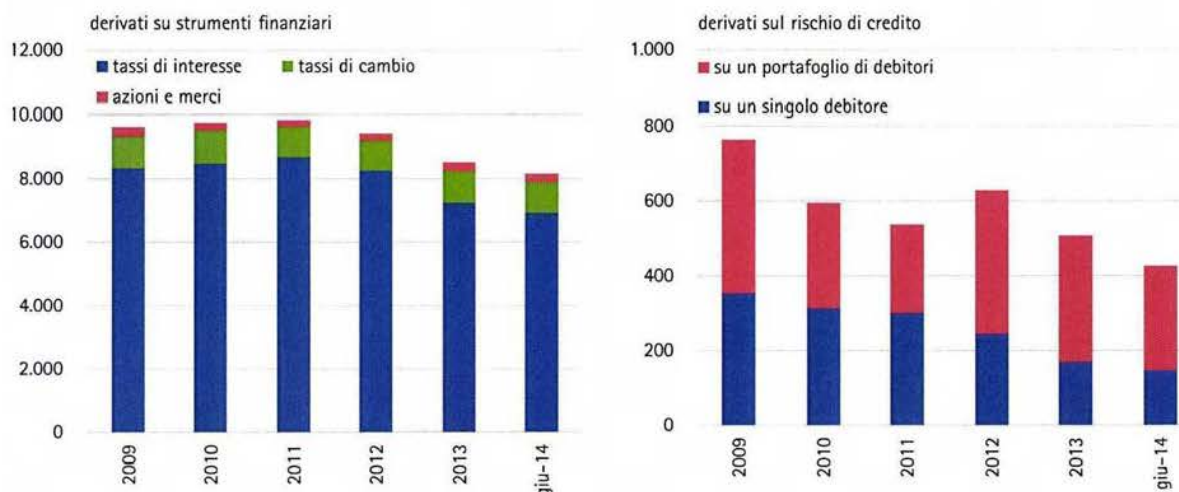
Successivamente, ai sensi dell'articolo 113-ter, comma 4, lett. b), del Tuf, la Consob, con la delibera 19067 del 19 novembre 2014, ha autorizzato il meccanismo di stoccaggio denominato 'NIS-Storage', gestito da Bit Market Services Spa.

4 La vigilanza sul *post trading* e sui derivati OTC

In Italia il valore nozionale dei contratti derivati finanziari negoziati OTC si attestava, a giugno 2014, a poco più di 8 mila miliardi di dollari USA, con un calo del 4 per cento circa rispetto a dicembre 2013. Il valore nozionale dei derivati sul rischio di credito, riflettendo anche aspettative di mercato meno volatili, ha continuato a diminuire nel corso del 2014, passando da 508 a 426 miliardi di dollari (-16 per cento; Fig. 79).

In particolare, la maggior parte dei contratti derivati su strumenti finanziari negoziati OTC continua ad avere come sottostante tassi d'interesse (85 per cento del valore nozionale complessivo), mentre i derivati sul rischio di credito hanno prevalentemente come sottostante un portafoglio di debitori (66 per cento circa).

Fig. 79 Valore nozionale lordo degli strumenti finanziari derivati OTC in Italia
(consistenze di fine periodo; miliardi di dollari USA)



Fonte: Banca d'Italia.

Per quanto riguarda le negoziazioni sui mercati regolamentati, il 6 ottobre 2014 vi è stato il passaggio del mercato italiano a un ciclo di regolamento a due giorni (cosiddetto T+2) in luogo del precedente ciclo di tre giorni, anticipando l'analogo obbligo previsto dalla Direttiva CSDR (si veda la Tav. 7). Ciò comporta che le transazioni su titoli, dal 6 ottobre 2014, sono regolate due giorni di mercato aperto dopo la negoziazione sul mercato. Il passaggio a T+2 è avvenuto contestualmente anche sugli altri principali mercati europei che avevano un ciclo a T+3 (ad esempio, Regno Unito e Francia). Per facilitare la migrazione, l'industria europea ha predisposto apposite linee guida che sono state validate dalle autorità comunitarie.

Nel corso del 2014 la Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, ha approvato alcune modifiche al Regolamento del servizio di gestione accentrata svolto dal depositario centrale italiano, Monte Titoli Spa, nonché alcune modifiche al Regolamento del servizio di *collateral management* (X-COM). È stata inoltre rilasciata l'intesa alla Banca d'Italia per l'approvazione

delle modifiche al Regolamento dei servizi di liquidazione di Monte Titoli connesse alle modifiche X-COM.

Il primo insieme di modifiche ha riguardato l'utilizzo della piattaforma pan-europea Target2 in luogo del sistema domestico Bi-Comp per il pagamento degli esborsi monetari connessi con gli eventi societari (ad esempio, il pagamento dei dividendi). Altre modifiche hanno riguardato l'estensione del servizio X-COM alle operazioni concluse direttamente fra partecipanti (precedentemente il servizio era limitato alle operazioni concluse fra un partecipante e la Banca d'Italia), che sono poi divenute operative nei primi mesi del 2015.

Infine, ulteriori modifiche si sono rese necessarie per adeguare il Regolamento di gestione accentrata al mutato quadro regolamentare in materia di *post-trading*, a seguito delle modifiche apportate, il 22 ottobre 2013, al Provvedimento Unico Banca d'Italia - Consob sul *post-trading* del 22 febbraio 2008.

A fine 2014 è stato inoltre attivato l'iter di approvazione delle modifiche ai Regolamenti di gestione accentrata e di liquidazione di Monte Titoli in vista della migrazione del depositario centrale italiano al sistema Target 2 Securities (T2S), prevista per il 22 giugno 2015. Le modifiche sono state approvate da Consob e Banca d'Italia nel mese di febbraio 2015.

T2S è una piattaforma tecnica gestita dalla Banca Centrale Europea (BCE) e capace di operare in modo transfrontaliero, alla quale i depositari centrali europei esternalizzeranno (da un punto di vista tecnico) la gestione dei rispettivi sistemi di regolamento nonché alcuni aspetti dei sistemi di gestione accentrata. I rapporti fra depositari centrali e BCE sono disciplinati da un apposito accordo contrattuale, il *Framework Agreement*.

Con T2S la BCE fornirà ai depositari centrali servizi di regolamento uniformi e standardizzati che i depositari centrali a loro volta rivenderanno ai propri partecipanti. L'armonizzazione tecnica derivante da T2S sarà quindi un forte stimolo alla concorrenza fra depositari centrali per l'acquisizione di nuovi partecipanti.

A loro volta gli intermediari finanziari potranno razionalizzare le proprie strutture organizzative tramite l'adesione, al limite, a un solo depositario centrale tramite cui veicolare tutti i flussi di regolamento relativi a mercati gestiti da T2S. I citati effetti pro-concorrenziali di T2S diventeranno manifesti man mano che i principali CSD europei migreranno alla piattaforma comune. Infatti, sebbene tutti i depositari centrali dei Paesi dell'area euro abbiano deciso di aderire a T2S, la migrazione avverrà in quattro fasi distinte temporalmente (*waves*). Nella prima *wave*, programmata per il 22 giugno 2015, il principale depositario centrale a migrare a T2S sarà Monte Titoli. L'ultima *wave* è invece prevista per il 6 febbraio 2017. A T2S parteciperanno anche depositari centrali non facenti parte dell'area euro (Danimarca) o dell'Unione (Svizzera), in relazione all'attività di regolamento svolta in euro. D'altra parte, il depositario del Regno Unito non migrerà a T2S, così come i depositari cosiddetti internazionali che gestiscono il regolamento degli *eurobond*.

Contestualmente, è stato attivato un tavolo congiunto ESMA – BCE, a cui partecipano tutte le banche centrali e le autorità nazionali responsabili per la vigilanza sui CSD che migreranno a T2S, inclusa la Consob, volto a stabilire un *Memorandum of Understanding* al fine di assicurare un adeguato scambio di informazioni fra T2S e le autorità medesime e stabilire le modalità di vigilanza su T2S. Consob e Banca d'Italia hanno inoltre partecipato ai lavori volti a verificare il grado di *compliance* della nuova piattaforma di regolamento T2S alle raccomandazioni ESCB-CESR.

Nel corso del 2014 Consob e Banca d'Italia hanno iniziato l'attività di verifica (*assessment*) sulla conformità di Monte Titoli e Cassa di Compensazione e Garanzia ai Principi per le infrastrutture dei mercati finanziari (PFMI) emanati nel 2012 dal Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS (oggi Committee on Payments and Market Infrastructures) della BRI e il Comitato Tecnico dell'International Organization of Securities Commissions (IOSCO).

L'attività di verifica dovrebbe completarsi nel 2015. I PMFI sostituiscono le raccomandazioni ESCB-CESR quale standard di riferimento per la Banca d'Italia e la Consob nell'esercizio delle rispettive funzioni, fermi restando gli obblighi, presenti e futuri, derivanti dall'applicazione della normativa comunitaria pertinente (ad esempio, EMIR).

Nel corso del 2014 si è svolta, ai sensi del Regolamento EMIR, la procedura di autorizzazione alla prestazione di servizi di *clearing* della Cassa di Compensazione e Garanzia.

La Banca d'Italia e la Consob, in quanto autorità nazionali competenti per la vigilanza sulle controparti centrali, hanno esaminato l'istanza ai fini della verifica dei requisiti richiesti dalla disciplina comunitaria, predisponendo il rapporto di valutazione sui rischi che è stato presentato al collegio di autorità europee. L'autorizzazione è stata rilasciata formalmente dalla Banca d'Italia alla controparte centrale italiana il 20 maggio 2014, dopo che anche il collegio all'unanimità si era espresso favorevolmente.

La Consob ha fornito inoltre il proprio contributo, per i profili di competenza, nell'ambito dei lavori di quattro collegi di controparti centrali europee ai quali è attualmente chiamata a partecipare. Tali controparti centrali sono state autorizzate tra aprile e giugno 2014 (nell'ordine, l'olandese EuroCCP Nv, la tedesca Eurex Clearing Ag, la francese LCH.Clearnet Sa e l'inglese LCH.Clearnet Ltd).

A seguito della designazione della Consob quale autorità competente sulle 'controparti non finanziarie' ai sensi della normativa EMIR, avvenuta nel settembre 2013, è stata avviata l'attività di vigilanza sugli strumenti finanziari derivati ai sensi del Regolamento EMIR, che si è intensificata a seguito dell'entrata in vigore, nel febbraio 2014, dell'obbligo di segnalare ai *trade repository* registrati o riconosciuti dall'ESMA tutti i contratti derivati conclusi, sul mercato o fuori mercato (obbligo di *reporting*).

In questa prima fase di applicazione nella normativa, l'attività di vigilanza si è concentrata su una selezione di controparti non finanziarie, a cui è stato inviato un *self-assessment* al fine di verificare il grado di conformità agli obblighi derivanti dal Regolamento EMIR e dai relativi regolamenti di attuazione.

Il *self-assessment* ha interessato in particolare i seguenti ambiti: i) adozione di procedure per la valutazione dell'eventuale superamento di una delle soglie previste da EMIR in termini di attività 'speculativa' posta in essere – circostanza da cui deriva l'acquisizione dello *status* di '*controparte non finanziaria qualificata*' e l'assoggettamento all'obbligo di adottare tutte le misure alternative di mitigazione del rischio per i contratti derivati OTC non compensati da una controparte centrale previsti da EMIR, nonché all'obbligo di portare in compensazione presso una controparte centrale i contratti derivati OTC che saranno dichiarati soggetti all'obbligo di *clearing*; ii) adozione di misure alternative di mitigazione del rischio per i contratti derivati OTC non compensati da una controparte centrale, con particolare riferimento alle procedure aventi ad oggetto la conferma tempestiva dei contratti, l'assolvimento dell'obbligo di riconciliazione, la valutazione dell'opportunità della compressione del portafoglio, la risoluzione delle controversie e il *mark to market* giornaliero in caso di controparte non finanziaria qualificata.

Con riferimento all'obbligo di *reporting*, la Consob si è adoperata per ottenere l'accesso ai sei *trade repository* e avviare prontamente l'attività di vigilanza sui dati segnalati.

Come in ogni nuovo regime di *reporting*, la fase iniziale è stata caratterizzata da difficoltà operative e procedurali, sia dal lato dei *trade repository* sia dal lato delle controparti segnalanti, che hanno rallentato la 'messa a regime' del sistema di *reporting* e compromesso significativamente la fruibilità dei dati disponibili per fini di vigilanza.

La mancanza di regole di validazione uniformi e condivise tra i *trade repository* sui dati segnalati ha minato l'efficacia delle attività di controllo svolte dagli stessi al momento della ricezione dei dati.

Parallelamente, la complessità dei nuovi adempimenti a carico dei soggetti vigilati, alcuni dei quali con impatti significativi sulle preesistenti procedure organizzative, ha rallentato le attività propedeutiche ad assicurare la conformità della reportistica ai requisiti della nuova normativa.

Nel mese di novembre 2014, a seguito del persistente calo del prezzo del petrolio, la Consob ha acquisito i dati dai *trade repositories* al fine di analizzarne l'impatto sull'esposizione dei principali operatori energetici italiani. I dati acquisiti tuttavia non si sono rivelati prontamente fruibili per iniziative di vigilanza.

Nel corso del 2014 si è conclusa positivamente la procedura, promossa da Consob e da Banca d'Italia, per l'omologazione di Unioncamere quale ente italiano accreditato per rilasciare il codice LEI (*legal entity*

identifier): il LEI è il codice identificativo unico che consente di identificare, su base mondiale, il partecipante a una transazione in derivati.

Nel corso del 2014 oltre 26 mila soggetti italiani hanno chiesto a Unioncamere il rilascio del codice identificativo LEI per adempiere all'obbligo di segnalazione dei contratti ai sensi del Regolamento EMIR.

In tale ambito è proseguita l'attività di supervisione della Consob, in qualità di *sponsor*, sull'aderenza da parte di Unioncamere ai principi e alle raccomandazioni che regolano il Sistema GLEIS (*global legal entity identifier system*) e che assicurano l'unicità del codice.

Analogamente sono proseguiti i lavori in ambito internazionale per completare l'architettura del Sistema GLEIS con particolare riguardo ai protocolli per l'operatività della struttura che dovrà gestire centralmente tutti i codici LEI assegnati nel mondo.

5 La vigilanza sulle vendite allo scoperto

Nel corso del 2014, la Commissione ha adottato in dieci occasioni divieti alle vendite allo scoperto su singoli titoli azionari italiani, ai sensi dell'art. 23 del Regolamento UE 236/2012 in materia di vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei *credit default swap*, a fronte di nove divieti nel 2013. I divieti sono stati adottati a causa delle rilevanti diminuzioni di prezzo verificatesi sul mercato, pari o superiori alla soglia del 10 per cento prevista nel citato Regolamento, e hanno avuto una durata limitata a pochi giorni, in linea con quanto previsto dal Regolamento medesimo.

A livello europeo, solo l'autorità portoghese ha adottato, in dodici occasioni, divieti analoghi su titoli di propria competenza.

Il divieto inerente alle posizioni nette corte è molto più pervasivo rispetto al divieto alle vendite allo scoperto in quanto estende i suoi effetti a tutte le negoziazioni, ovunque effettuate, e include sia le transazioni su azioni sia quelle su strumenti collegati, come ad esempio gli strumenti finanziari derivati. Per tale motivo, uno dei presupposti richiesti dal Regolamento per adottare tale divieto è la presenza di un evento che possa causare una grave crisi dei mercati. Proprio in virtù di questo stringente prerequisito, i casi di adozione di misure sulle posizioni nette corte sono molto rari (3 in tutta l'Unione Europea dal 2012).

Al riguardo, previa opinione favorevole dell'ESMA, il 27 ottobre 2014 la Commissione ha adottato misure restrittive sulle posizioni nette corte su azioni Banca MPS e Banca Carige ai sensi dell'art. 20 del citato Regolamento. Il divieto è stato adottato a seguito dell'esito negativo del *comprehensive assessment* condotto dalla BCE. Scopo del divieto era di contenere le spinte ribassiste sui due titoli, che avrebbero potuto minare la fiducia degli investitori nonché interessare, a causa dell'effetto contagio, anche altri titoli del settore bancario italiano. Le restrizioni alle

posizioni nette corte su azioni Banca MPS e Banca Carige sono terminate il 27 gennaio 2015.

Con riguardo al regime delle esenzioni, risultano autorizzati 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. Non vi sono cambiamenti rispetto al 2013 sull'identità dei soggetti esentati.

Nel 2014, la Consob ha monitorato il rispetto degli obblighi di quotazione da parte dei *market maker* anche attraverso l'analisi dei dati sintetici sulla qualità dell'attività di *market making* elaborati e trasmessi dalle sedi di negoziazione (in ottemperanza alle rispettive regole del mercato).

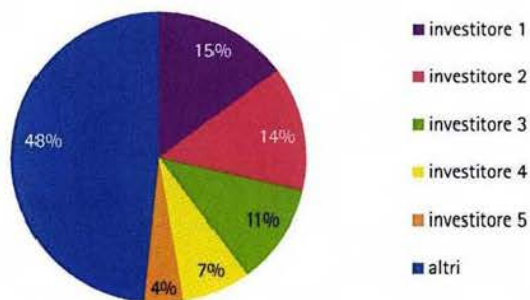
Per quanto concerne le posizioni nette corte su titoli italiani, nel corso del 2014 sono state ricevute circa 4.700 notifiche su azioni italiane, rispetto alle circa 3.000 ricevute nel 2013. Nel 77 per cento dei casi le notifiche hanno riguardato posizioni comprese fra lo 0,2 e lo 0,5 per cento circa del capitale sociale dei titoli interessati. Il restante 23 per cento è stato invece rappresentato da posizioni pari o superiori alla soglia dello 0,5 per cento; tali posizioni sono state quindi pubblicate giornalmente sul sito internet della Consob ai sensi degli artt. 6 e 9 del Regolamento UE 236/2012. Le posizioni nette corte su azioni italiane hanno rappresentato, in media, l'1,6 per cento circa della capitalizzazione dell'indice Ftse Mib (rispetto all'1,3 per cento del 2013), mostrando un trend crescente nella seconda parte dell'anno.

Le posizioni nette corte risultano concentrate su un numero ristretto di investitori. A fine 2014, il principale soggetto con posizioni nette corte su azioni italiane deteneva posizioni pari a circa il 15 per cento del controvalore totale delle posizioni. I primi cinque investitori detenevano posizioni pari a circa il 52 per cento del totale (Fig. 80).

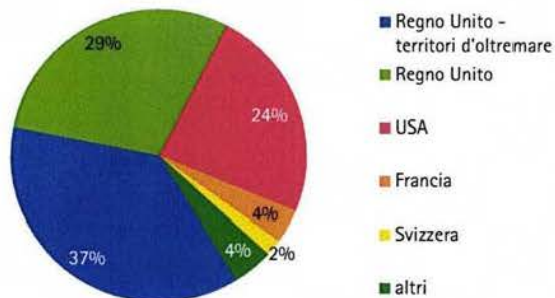
A fine 2014 la distribuzione per area geografica degli investitori ai quali sono riferibili posizioni nette corte mostra una netta preponderanza dei territori d'oltremare del Regno Unito (37 per cento del controvalore delle posizioni totali). Seguono gli investitori con sede nel Regno Unito, Stati Uniti, Francia e Svizzera.

Fig. 80 Concentrazione e ripartizione per nazionalità degli investitori delle posizioni nette corte su titoli azionari italiani

concentrazione delle posizioni nette corte per investitore



ripartizione delle posizioni nette corte per paese



Fonte: elaborazioni su dati Consob. I territori d'oltremare del Regno Unito comprendono anche le isole Cayman.

6 La vigilanza sulla diffusione delle ricerche e sui giudizi di rating

Nel corso del 2014 la Consob ha proseguito la propria attività di vigilanza sulla diffusione delle raccomandazioni di investimento, riguardanti gli emittenti quotati italiani e dei giudizi di rating, riguardanti anche lo Stato italiano, al fine di verificare la correttezza del quadro informativo e i relativi effetti sull'andamento dei relativi titoli e delle negoziazioni.

Ai sensi dell'art. 69-*novies*, comma 1, del Regolamento Emittenti, l'Istituto ha ricevuto oltre 26 mila raccomandazioni di investimento (+18 per cento rispetto all'anno precedente) di cui circa 2.500 monografiche (Tav. 9).

Tav. 9 Distribuzione degli studi monografici su società quotate per tipologia di consiglio operativo
(valori percentuali)

	consiglio operativo				numero complessivo degli studi
	buy	hold	senza giudizio	sell	
2009	46,5	31,2	5,4	16,9	5.808
2010	53,2	29,4	6,3	11,1	5.358
2011	55,3	28,5	4,7	11,5	5.750
2012	48,2	34,1	2,9	14,8	6.190
2013	43,7	38,2	1,2	16,8	6.497
2014	53,0	36,8	8,1	2,0	2.529*

Fonte: Consob.

Si conferma la tendenza degli analisti finanziari a valutare prevalentemente in termini positivi le società quotate oggetto delle ricerche. Con riferimento ai soli studi monografici, infatti, anche nel 2014 si osserva una netta prevalenza dei giudizi di tipo *buy* (pari a circa il 53 per cento del totale), peraltro in aumento rispetto all'anno precedente. Pur nel contesto congiunturale negativo, diminuisce l'incidenza dei giudizi di tipo *sell*, che nel corso del 2014 hanno rappresentato l'8 per cento circa del totale degli studi. I giudizi di tipo *hold* costituiscono circa il 37 per cento delle ricerche prodotte, mentre vi è stato un lieve incremento degli studi senza consiglio operativo (il 2 per cento circa), perché sotto revisione.

Le società quotate sono state oggetto di studi monografici nel scorso dell'anno sono risultate pari a 224, in diminuzione del 6 per cento circa rispetto al 2013 (Tav. 10). In linea con l'anno precedente, poco meno di un quarto del totale delle società coperte da analisi finanziaria è oggetto di oltre 50 studi l'anno, mentre altrettante sono state coperte da meno di 5 studi.

Tav. 10 Distribuzione delle società quotate oggetto di studi monografici per grado di copertura

	numero di società oggetto di studi monografici ¹	ripartizione delle società oggetto di studi per numero di studi prodotti ²					totale
		≥ 51	25 - 50	13 - 24	5 - 12	≤ 4	
2009	223	22,3	12,4	16,7	19,9	28,7	100,0
2010	215	23,9	9,8	17,7	20,7	27,9	100,0
2011	208	25,9	11,6	14,5	20,7	27,3	100,0
2012	227	23,3	12,3	19,1	18,9	26,4	100,0
2013	239	24,6	10,8	16,9	22,1	25,6	100,0
2014	224	22,8	11,5	17,2	23,4	25,1	100,0

Fonte: Consob. ¹ Società quotate su mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana. ² Dati in percentuale.

L'attività di vigilanza sui giudizi di rating ha riguardato sia il monitoraggio delle modalità e della tempistica di diffusione degli stessi sia l'analisi della correttezza e trasparenza delle informazioni e degli elementi fondamentali alla base di detti giudizi.

Detta attività è finalizzata, da un lato, alla individuazione di possibili profili di violazione del Regolamento (CE) 1060/2009 da segnalare all'attenzione dell'ESMA, dall'altra alla verifica di comportamenti che possano integrare eventuali ipotesi di abuso di mercato, anche tramite l'analisi dell'ulteriore contesto informativo e dell'operatività posta in essere sul mercato in corrispondenza della diffusione dei giudizi di rating.

7 La vigilanza sugli abusi di mercato

7.1 La prevenzione

Nel corso del 2014 è proseguita l'attività di monitoraggio delle misure di prevenzione degli abusi di mercato adottate dagli emittenti italiani.

Nell'ambito della vigilanza informativa, sono stati esaminati i flussi informativi relativi alle operazioni poste in essere su propri titoli dagli emittenti (*buy-back*) e da soggetti rilevanti (*internal dealing*).

Nel 2014 gli emittenti azioni quotate hanno comunicato 336 operazioni di *buy back* (371 nel 2013). Il controvalore complessivo delle operazioni comunicate sui titoli azionari è stato pari a poco più di 3,3 miliardi di euro (5 miliardi di euro nel 2013), di cui 3,1 miliardi relativi a operazioni di acquisto (7 miliardi circa nel 2013) e poco più di 0,2 miliardi relativi a operazioni di vendita (1,8 miliardi circa nel 2013).

Le comunicazioni sono state inviate da 49 soggetti e hanno avuto ad oggetto 55 titoli di cui: 51 azioni ordinarie, un'azione di risparmio, un'obbligazione convertibile, due diritti. Non sono state segnalate operazioni su strumenti finanziari derivati. Inoltre, sette titoli sono stati oggetto di sole operazioni di acquisto da parte di società del gruppo, 20 di sole operazioni di vendita, mentre su 26 titoli sono state effettuate sia operazioni di acquisto sia di vendita (con una prevalenza delle quantità in acquisto).

Con riferimento ai controlli in materia di *internal dealing*, sono stati avviati dieci procedimenti sanzionatori nei confronti di azionisti qualificati, amministratori e dirigenti di otto emittenti per il ritardo nella comunicazione di operazioni di compravendita su azioni dell'emittente.

Contestualmente è proseguita l'attività di verifica delle procedure interne adottate dagli emittenti quotati per assicurare la confidenzialità delle informazioni privilegiate (procedure per la gestione delle informazioni privilegiate, per le comunicazioni in tema di *internal dealing* e per la tenuta del registro delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate). In due casi gli emittenti sono stati invitati ad aggiornare o a implementare le procedure.

7.2 La repressione

Gli accertamenti in materia di abusi di mercato si sono avvalsi, anche nel 2014, delle risultanze delle indagini preliminari, con l'obiettivo di giungere a una efficace e rapida selezione delle ipotesi di violazioni meritevoli di approfondimento.

Tali indagini si sono fondate, tra l'altro, sulle segnalazioni di operazioni sospette, pari a 210 nel 2014 (231 nel 2013), di cui 177 provenienti da soggetti vigilati italiani (intermediari e società di gestione di mercati ed MTF) e 33 da Autorità estere, principalmente la FCA britannica. La Consob ha a sua volta trasmesso 13 segnalazioni, ricevute da soggetti vigilati italiani, a omologhe Autorità estere.

Approfondimenti di natura preliminare vengono svolti anche a seguito di esposti e reclami formulati da investitori, privati e istituzionali, e di anomalie rilevate dai sistemi di monitoraggio utilizzati nella vigilanza sui mercati, il cui utilizzo ha subito un progressivo impulso nel corso del 2014.

Delle 210 segnalazioni ricevute, il 44 per cento ha riguardato condotte riconducibili (in prima battuta) all'abuso di informazioni privilegiate, il 46 per cento ipotesi di manipolazione e il restante 10 per cento condotte che integrano entrambe le fattispecie illecite, ovvero non risultano immediatamente identificabili sulla base delle informazioni comunicate. Gli strumenti finanziari oggetto di segnalazione sono stati prevalentemente azioni (82 per cento), seguite da obbligazioni (5 per cento) e, per il restante