

**COMITATO DEGLI OPERATORI DI MERCATO**

**E**

**DEGLI INVESTITORI**

**(COMI)**

**Relazione Annuale**

**2020/2021**

# I COMPONENTI

## Componenti attualmente in carica

COGNOME E NOME	CATEGORIA DI APPARTENENZA	INCARICO
GROS-PIETRO GIAN MARIA	OPERATORI DI MERCATO	PRESIDENTE
ANASTASI MARIA STELLA	ASSOCIAZIONI DEI CONSUMATORI E DEGLI UTENTI	VICE-PRESIDENTE
BISONI CESARE (NOMINATO CON DELIBERA N. 21120 DEL 16 OTTOBRE 2019, IN SOSTITUZIONE DI SACCOMANNI FABRIZIO)	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
CAMPAGNOLI ANTONIO FERRUCCIO	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
CRESCENTINO GIANMARIO	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
FARINA BIANCA MARIA	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
FUMAGALLI MARCO	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
GALLI FABIO	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
GERVASONI ANNA	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
GUGLIOTTA GIANLUIGI	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
JERUSALMI RAFFAELE	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
LONATI MAURIZIO	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
MASSARI MARIA ANTONELLA	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
MICOSSI STEFANO	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
PASCALI ANGELO	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
PROFUMO ALESSANDRO	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
SABATINI GIOVANNI	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
SCETTRI SIMONE	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE

COGNOME E NOME	CATEGORIA DI APPARTENENZA	INCARICO
TOFANELLI MARCO	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
VISMARA ANDREA (NOMINATO CON DELIBERA N. 21358-BIS DEL 13 MAGGIO 2020 IN SOSTITUZIONE DI FRATTA PASINI CARLO)	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
PINTO ANTONIO	ASSOCIAZIONI DEI CONSUMATORI E DEGLI UTENTI	COMPONENTE
TANZA ANTONIO RENATO	ASSOCIAZIONI DEI CONSUMATORI E DEGLI UTENTI	COMPONENTE
URSINI GIUSEPPE	ASSOCIAZIONI DEI CONSUMATORI E DEGLI UTENTI	COMPONENTE
ENRIQUES LUCA	DOCENTI UNIVERSITARI	COMPONENTE
NAPOLITANO GIULIO	DOCENTI UNIVERSITARI	COMPONENTE
SIRI MICHELE	DOCENTI UNIVERSITARI	COMPONENTE
VENTORUZZO MARCO	DOCENTI UNIVERSITARI	COMPONENTE

La scadenza del mandato di tutti i componenti del COMI è prevista per il 29 maggio 2021.

## INTRODUZIONE A CURA DEL PRESIDENTE

I primi due anni di attività del Comitato degli Operatori di Mercato e degli Investitori (COMI) hanno messo in evidenza la validità delle sue caratteristiche costitutive. Organismo rappresentativo delle diverse componenti del mercato, come lo ha voluto la Consob nell'istituirlo, ne ha valorizzato le differenti competenze e sensibilità, e la loro evoluzione nel tempo, di fronte agli argomenti che di volta in volta sono stati affrontati. La stessa composizione del COMI ha subito, nei due anni trascorsi dalla sua istituzione, una evoluzione che ha riflesso il continuo mutare degli attori del mercato: rispetto ai 30 componenti originariamente nominati, si sono registrate 5 uscite e 2 nuove designazioni; di conseguenza, il COMI vede attualmente attivi 27 componenti.

La diversità dei ruoli e degli interessi rappresentati non ha impedito al COMI di raggiungere quasi sempre posizioni condivise sulle questioni esaminate, dando conto della varietà di valutazioni, quando presenti. La prevalente convergenza sulle singole questioni sottoposte dalla Consob nasce dal fatto che, al di là dei punti di vista che sono propri dei diversi operatori rappresentati nel COMI, è sempre apparsa comune la convinzione che sia importante, per l'Italia, promuovere lo sviluppo del mercato dei capitali in direzione di quei livelli di ampiezza, profondità, liquidità che caratterizzano i mercati dei capitali dei paesi ad essa confrontabili. È stato osservato che nel 2020 le emissioni di capitale sul mercato azionario italiano sono state pari al 15% di quelle realizzate sul mercato inglese, meno di un terzo di quelle realizzate sul mercato tedesco, circa la metà di quelle realizzate sul mercato francese.

Il sottodimensionamento del mercato azionario italiano dipende da diverse cause, ma il COMI ritiene che un ruolo di rilievo sia giocato anche dall'onerosità degli adempimenti di accesso, in termini di duplicazioni di adempimenti ed entità delle documentazioni da produrre nonché dalla lunghezza dei tempi. Il COMI è convinto che sia possibile e raccomandabile promuovere lo sviluppo del mercato italiano dei capitali anche attraverso la manovra dei suoi elementi regolatori, allo scopo di allinearne gli oneri e i tempi a quelli dei mercati comparabili. Gli ostacoli che si frappongono alla possibilità di reperire capitali sul mercato azionario italiano da un lato penalizzano le nostre imprese, dall'altro le incoraggiano a rivolgersi ai mercati esteri.

L'importanza del mercato dei capitali è destinata a crescere, sia per quelli di rischio che per quelli di debito. L'uscita dalla pandemia richiederà capitali sia per colmare le perdite sofferte dalle imprese a causa delle inattività forzate, sia per rimodellare le catene di fornitura e le filiere. Il rimodellamento si manifesta come necessario, perché la pandemia ha reso evidenti le vulnerabilità che sono connesse a catene di fornitura spazialmente troppo lunghe, e all'eccessiva concentrazione geografica di produzioni essenziali, dai farmaci ai microprocessori. Alla necessità di riallocare, almeno parzialmente, molte produzioni, contribuiscono le asincronie tra paesi nelle ripartenze, che stanno già determinando arresti produttivi e conseguenti investimenti alternativi urgenti. L'ondata di investimenti conseguente all'uscita dalla pandemia sarà affiancata a quella relativa alla crescente diffusione della digitalizzazione. Entrambe appariranno ben presto minuscole, se

paragonate agli investimenti che saranno richiesti per fronteggiare il cambiamento climatico e per rendere sostenibile la gestione dei rifiuti. Investimenti innovativi necessari alla sopravvivenza del pianeta, ma anche provvidenziali, in quanto frutto della domanda esogena che gli stimoli monetari delle banche centrali non possono generare. Per sviluppare sistemi economici circolari e verdi, gran parte delle tecnologie, degli impianti e dei sistemi logistici esistenti dovranno essere sostituiti: una prospettiva favorevole per l'Italia, tra i maggiori produttori mondiali di impianti e macchinari, e dotata di imprese sempre rapide a riconvertirsi. Ma per cogliere l'opportunità serviranno capitali, intermediari e piattaforme di scambio capaci di indirizzare i finanziamenti nelle giuste direzioni e verso le imprese capaci di impiegarli in modo rapido, efficace, profittevole.

La costruzione della *Next Generation European Union*, largamente gestita sul piano informativo dalle tecnologie digitali, richiederà immensi trasferimenti di valori finanziari verso nuovi schemi di vita, di produzione, di distribuzione; tali trasferimenti veicoleranno gli interessi sociali e delle persone. È essenziale che i mercati finanziari agevolino l'allocazione veloce e appropriata dei flussi: la loro efficienza sarà cruciale per il benessere delle persone e per la collocazione dei territori nella divisione internazionale del lavoro e della ricchezza.

Nella prospettiva descritta, il ruolo della Consob sarà essenziale per assicurare l'efficace funzionamento del mercato dei capitali. Il COMI potrà contribuirvi apportando le percezioni degli operatori. Nel corso del suo primo biennio, l'attività del COMI ha tratto giovamento dall'attenzione che la Consob gli ha dimostrato, sia invitandolo a svolgere un ruolo anche propositivo, sia accogliendone la disponibilità ad un esame dei documenti sottoposti in una fase meno matura della loro elaborazione, in modo da accrescere la possibilità di fornire contributi utili. Fondamentale è stato l'apporto fornito dalla Segreteria.

L'esperienza raccolta nel primo mandato biennale del COMI induce a credere che nel prossimo mandato possa risultare utile compilare un piano di lavoro, da sottoporre alla Consob, che permetta di organizzare le attività in modo efficace, in funzione degli obiettivi Consob e delle necessità del mercato.

*Gian Maria Gros-Pietro*

## **IL COMI: ISTITUZIONE E FINALITÀ.**

Con delibera n. 20477 del 12 giugno 2018 è stato istituito presso la Consob il Comitato degli Operatori di Mercato e degli Investitori (COMI) e successivamente, attraverso un avviso pubblico di selezione, sono state raccolte le manifestazioni di interesse per la nomina a componente del COMI.

Con delibera n. 20824 del 20 febbraio 2019 la Commissione ha nominato i trenta componenti del COMI, tra cui il presidente, Gian Maria Gros-Pietro.

Il mandato degli attuali componenti, di durata biennale, ha preso avvio nella riunione di insediamento del 29 maggio 2019 e si concluderà il 29 maggio 2021.

Nella riunione di insediamento del COMI sono state approvate all'unanimità dei componenti le regole di funzionamento del Comitato.

## RIUNIONI SVOLTE

Secondo quanto disposto dalla carta istitutiva, nel suo secondo anno di attività il COMI si è riunito 4 volte, nelle date di seguito riportate.

16 luglio 2020
13 ottobre 2020
25 febbraio 2021
20 maggio 2021

Ad esito di tali riunioni il Comitato ha rilasciato il proprio contributo sulle tematiche di interesse della Consob di seguito illustrate.

### **1. Considerazioni sulle prospettive di sviluppo del mercato mobiliare italiano**

Nella riunione del 25 febbraio 2021 il COMI, di propria iniziativa, ha elaborato un'analisi ad ampio raggio del mercato italiano dei capitali, anche in considerazione del recente cambio intervenuto negli assetti proprietari della società di gestione del più importante mercato regolamentato domestico.

L'analisi evidenzia come, nella difficile fase economica che il sistema italiano sta affrontando in conseguenza della pandemia, il mercato mobiliare sia chiamato a svolgere un ruolo fondamentale per accompagnare e sostenere un percorso di ripresa che non può realizzarsi senza una sostanziale ricapitalizzazione delle imprese. La debolezza della struttura finanziaria delle imprese italiane, aggravata dalla pandemia, e lo scarso sviluppo del mercato dei capitali possono infatti compromettere la realizzazione degli investimenti in digitalizzazione, innovazione e sostenibilità necessari per realizzare gli obiettivi strategici posti alla base del *Recovery Plan* e nel tradurne gli effetti in uno strutturale innalzamento del potenziale di crescita dell'economia e della creazione di occupazione.

Accanto alle misure di incentivazione e di miglioramento del contesto infrastrutturale, per il Comitato appare necessario prevedere uno specifico piano di azione volto a sostenere un salto strutturale nella capitalizzazione delle imprese, attraverso interventi permanenti di sistema che, da un lato, rimuovano i vincoli, normativi e organizzativi, all'accesso al mercato e, dall'altro, introducano istituti e incentivi che favoriscano e stimolino tale accesso.

Al riguardo, il COMI osserva che la Consob può svolgere un ruolo importante nel promuovere e indirizzare tale processo, sia attraverso l'uso dei suoi poteri regolamentari e di vigilanza,

sia apportando il proprio contributo tecnico alle possibili iniziative legislative, in ambito nazionale e dell'Unione Europea, funzionali a questo scopo.

A tal fine, il Comitato ritiene utile che si avvii un'analisi sistematica di queste problematiche, con specifico riferimento ad alcune aree della regolamentazione che appaiono particolarmente critiche, quali la disciplina dei prospetti e degli abusi di mercato, dove il sovrapporsi di difetti di impostazione nelle norme europee con diffuse forme di *goldplating* a livello nazionale ha creato per gli emittenti costi rilevanti, la cui giustificazione implica una valutazione sui corrispondenti benefici per gli investitori.

Infine, il COMI ha sottoposto all'attenzione della Commissione alcune considerazioni relative alle opportunità che il cambiamento di controllo della società di gestione del più importante mercato regolamentato domestico può offrire per favorire lo sviluppo del mercato mobiliare italiano nei prossimi anni.

## **2. Modifiche al Regolamento della Consob n. 19654 del 5 luglio 2016, concernente i procedimenti per l'adozione di atti di regolazione generale**

Il Regolamento della Consob n. 19654 del 5 luglio 2016, concernente gli atti di regolazione generale della Consob, dispone che lo stesso venga sottoposto a *“revisione periodica, almeno ogni tre anni a partire dalla data di adozione”*, valutando la sua idoneità a conseguire le finalità perseguite, in relazione all'onerosità complessiva del quadro regolatorio.

Nell'ambito di tale revisione periodica, la Consob, conformemente a quanto avviene per gli altri regolamenti adottati dall'Istituto, sottoporrà alla consultazione del mercato gli esiti della valutazione di impatto della Regolamentazione unitamente a talune proposte di modifica del Regolamento in questione.

Al riguardo, la Commissione ha interessato il Comitato nella fase antecedente all'avvio della consultazione pubblica, sottoponendo al COMI una bozza di documento di consultazione per la modifica del Regolamento in questione, al fine di riceverne le preventive osservazioni.

Nel proprio parere, reso ad esito della riunione del 20 maggio 2021, il Comitato ha riportato innanzitutto alcune considerazioni di carattere generale, segnalando come uno dei maggiori problemi riscontrati nella prassi in materia di consultazione pubblica sia quello relativo alle tempistiche particolarmente lunghe che normalmente caratterizzano la fase che intercorre tra la consultazione e l'approvazione definitiva dell'atto.

Inoltre, il COMI ha evidenziato l'opportunità che siano espressamente previsti meccanismi di consultazione per l'attività ascendente della Consob in relazione ad attività di indirizzo e di regolamentazione della Commissione Europea, dell'ESMA e delle altre istituzioni europee.

Infine, il Comitato ha fornito specifiche proposte di modifica del Regolamento n. 19654/2016, accompagnate da commenti che ne dettagliano le motivazioni.

Il documento di consultazione per la modifica al Regolamento n. 19654/2016 non risulta ancora pubblicato dalla Consob.

### **3. Modifiche al provvedimento unico Consob/Banca d'Italia sul *post-trading*, in recepimento della Direttiva (UE) 2017/828 (*Shareholder Rights Directive II*)**

Nel mese di agosto 2020 Consob e Banca d'Italia hanno avviato una pubblica consultazione del mercato per la modifica al provvedimento unico sul *post-trading* in materia di identificazione degli azionisti, trasmissione delle informazioni e agevolazione dell'esercizio dei diritti in recepimento della Direttiva (UE) 2017/828 (*SHRD II*).

Il documento di consultazione descrive innanzitutto due profili generali della disciplina, riguardanti, da un lato, il suo ambito di applicazione, che comprende anche le imprese *extra-UE* e, dall'altro, le relative modalità tecniche di implementazione. Successivamente, lo stesso documento di consultazione rappresenta nel dettaglio le specifiche modifiche al provvedimento unico necessarie al recepimento della Direttiva (UE) 2017/828.

Il Comitato, nel parere rilasciato ad esito della riunione del 20 maggio 2021, ha condiviso l'impostazione generale del documento e, esprimendo apprezzamento per l'elevata qualità del lavoro svolto da Consob e Banca d'Italia, ha sottoposto alla Consob alcune considerazioni su diversi punti di dettaglio in relazione alle modifiche regolamentari proposte.

Il nuovo provvedimento unico Consob/Banca d'Italia sul *post-trading* risulta ancora in fase di elaborazione.

\* \* \* \*

Il COMI, su impulso della Consob, ha altresì approfondito le seguenti tematiche concernenti atti regolamentari della Commissione europea.

### **4. Rafforzamento dell'infrastruttura di vigilanza finanziaria all'interno dell'Unione, tramite consolidamento del ruolo delle *European Supervisory Authorities (ESAs)* e maggiore convergenza del quadro normativo e di supervisione.**

A marzo 2021 la Commissione europea ha pubblicato un documento di consultazione sulla *supervisory convergence* delle Autorità di vigilanza e sul *single rule book* in materia di mercati dei capitali, per fare il punto sui risultati raggiunti in seguito alla revisione dei regolamenti istitutivi delle *European Supervisory Authorities (ESAs)*, adottata nel 2019. L'iniziativa si inserisce nell'ambito del nuovo Piano d'Azione sulla *Capital Markets Union (CMU)* del settembre 2020.

Il documento di consultazione, articolato sotto forma di questionario, è organizzato in due parti. La prima è dedicata alla valutazione delle ESAs e della loro attività, alla luce delle modifiche dei regolamenti istitutivi, con domande relative ai compiti di vigilanza e ai relativi strumenti, ai profili di *governance*, ai poteri di supervisione diretta e al ruolo delle ESAs con specifico riferimento ai rischi sistemici. La seconda parte è, invece, dedicata al *single rule*

*book*, con domande relative al ruolo delle ESAs nel raggiungimento del *single rule book* e all'individuazione delle aree dove sarebbe auspicabile un'armonizzazione massima.

Il Comitato, nel parere adottato a maggio 2021 con la procedura scritta di cui al punto 7 delle Regole di funzionamento, ha sottolineato come le ESAs svolgano un ruolo essenziale per la creazione di un'efficace CMU e come il rafforzamento dell'indipendenza e dei poteri delle autorità europee sia funzionale ad una reale armonizzazione dell'applicazione delle regole comuni e degli *standard* di vigilanza seguiti dalle Autorità Nazionali Competenti (ANC).

In questa prospettiva il COMI osserva, con particolare riferimento all'ESMA, che le modifiche ai regolamenti fondativi delle autorità introdotte nel 2019 avrebbero potuto essere più incisive in termini di struttura e *governance*, per rafforzarne l'indipendenza dalle Autorità nazionali, e di attribuzione di taluni poteri diretti di vigilanza, ove opportuno, per consolidare la creazione del *single rule book*.

Inoltre, il Comitato evidenzia come qualsiasi valutazione sul funzionamento e sull'efficacia dell'attività delle ESAs dovrebbe tenere conto di diversi fattori, tra cui: il fatto che l'assetto regolamentare è di recente adozione, e che il contesto di riferimento sia caratterizzato da evoluzioni e circostanze eccezionali, quali la pandemia da COVID-19 e la *Brexit*. Su un piano più generale, il COMI ritiene, tuttavia, che particolare attenzione debba essere posta nell'evitare che il ruolo dell'ESMA riduca le funzioni di vigilanza "sul campo" delle ANC. Infatti, una vigilanza efficiente da parte delle ANC, che meglio conoscono il mercato locale, può consentire di raggiungere risultati ottimali.

Infine, il COMI ha indicato le specifiche risposte al questionario elaborato dalla Commissione europea.

## **5. Rapporto dell'*High Level Forum* per la creazione di un Mercato unico dei capitali**

A luglio 2020 l'*High Level Group on Capital Markets Union* ha pubblicato un *report* che contiene una serie di raccomandazioni indirizzate alla Commissione europea per il completamento della *Capital Markets Union*.

Il Comitato, nel proprio parere elaborato ad esito della riunione del 13 ottobre 2020, pur esprimendo una generale condivisione rispetto a molti punti riportati nel *report*, tanto nell'individuazione delle problematiche, quanto con riferimento alle proposte avanzate, ha tuttavia osservato che in alcuni casi si tratta di temi già affrontati o sui quali sono in corso interventi sia a livello nazionale che europeo, rammentando la necessità di evitare una moltiplicazione delle regole applicabili.

## **6. Review della Direttiva 2014/95/UE (*Non financial Reporting*)**

Il 20 febbraio 2020, la Commissione europea ha avviato una consultazione pubblica del mercato con lo scopo di raccogliere le opinioni degli *stakeholder* in merito alle possibili revisioni della Direttiva 2014/95/EU riguardante la rendicontazione non finanziaria.

Nell'ambito di tale consultazione la Commissione ha, in particolare, pubblicato 45 domande, riconducibili alle principali problematiche afferenti ad alcuni ambiti chiave della Direttiva, al fine di raccogliere le opinioni degli *stakeholder* rispetto ai differenti scenari di azione identificati dalla stessa Commissione.

Il Comitato, nel parere elaborato ad esito della riunione del 16 luglio 2020, pur considerando la Direttiva sul *financial reporting* un primo passo nella giusta direzione, ha evidenziato la necessità che si stabilisca una solida catena informativa relativa alle variabili chiave della sostenibilità, che metta in relazione gli emittenti e i molteplici destinatari delle informazioni, tenendo in considerazione la prospettiva delineata nell'ambito dell'*EU Sustainability Package* e gli obblighi di trasparenza ai quali sono sottoposti a partire dal prossimo anno nel rapporto con gli investitori.

Al contempo, il Comitato osserva che, al fine di assicurare la proporzionalità degli obblighi e un efficace ed efficiente uso delle risorse, sarebbe opportuno che la normativa puntasse all'individuazione di alcune variabili chiave per le quali valga l'obbligo di informativa (eventualmente declinate per settore di attività) e che consentano di concentrare gli sforzi delle imprese e l'attenzione degli utenti, evitando inutili duplicazioni e ridondanze. A seguito di tali considerazioni generali, il Comitato ha indicato alcune specifiche risposte al questionario elaborato dalla Commissione europea.

## **7. Review della Direttiva 2011/61/UE (AIFMD) e del Regolamento (UE) 2015/760 (ELTIF)**

Ad ottobre 2020 la Commissione europea ha pubblicato due documenti di consultazione, articolati in forma di questionario rivolto agli *stakeholders*, per la *review* della Direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD) e del Regolamento (UE) 2015/760 sui fondi di investimento europei a lungo termine (ELTIF). Tali documenti di consultazione, che si inseriscono nel progetto per la creazione della *Capital Markets Union*, sono volti a raccogliere pareri su come realizzare un mercato europeo del risparmio gestito più efficiente nell'ambito di un sistema finanziario stabile.

Il Comitato, nel parere adottato a maggio 2021 con la procedura scritta di cui al punto 7 delle regole di funzionamento, in merito alla *review* della direttiva AIFMD ravvisa l'opportunità di migliorare il funzionamento del relativo quadro normativo, introducendo: 1) un singolo *rule-book* europeo sulla gestione collettiva; 2) l'introduzione (nella MiFID II o nella AIFMD) di nuova categoria di investitori semi-professionali; 3) la previsione di un passaporto per la commercializzazione di FIA al dettaglio; 4) una disciplina a livello europeo sugli strumenti di gestione della liquidità; 5) ulteriori specifiche misure di armonizzazione e semplificazione nella gestione e nelle segnalazioni periodiche.

Con riguardo, invece, alla *review* del Regolamento ELTIF, il Comitato ravvisa l'opportunità di introdurre misure volte a: 1) rendere più liquido il portafoglio dell'ELTIF, preservandone comunque le sue caratteristiche di investimento illiquido a lungo termine; 2) migliorare le strategie d'investimento dell'ELTIF; 3) rendere più flessibili le politiche di rimborso; 4) semplificare l'informativa nei confronti degli investitori; 5) definire una disciplina allineata a

MiFID II per quanto attiene alle regole sulla commercializzazione degli ELTIF; 6) garantire una semplificazione del processo autorizzativo.

Nel parere vengono precisati gli interventi necessari per l'implementazione delle modifiche proposte, evidenziando i possibili vantaggi per lo sviluppo del mercato del risparmio gestito.