

**COMITATO DEGLI OPERATORI DI MERCATO**

**E**

**DEGLI INVESTITORI**

**(COMI)**

**Relazione Annuale**

**2022/2023**

# I COMPONENTI

## Componenti attualmente in carica

COGNOME E NOME	CATEGORIA DI APPARTENENZA	INCARICO
GROS-PIETRO GIAN MARIA	OPERATORI DI MERCATO	PRESIDENTE
PINTO ANTONIO	ASSOCIAZIONI DEI CONSUMATORI E DEGLI UTENTI	VICE-PRESIDENTE
BIANCHI MARCELLO	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
BONAZZI GIULIO	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
CAMPAGNOLI ANTONIO FERRUCCIO	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
CRESCENTINO GIANMARIO	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
CRISOSTOMO MICHELE	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
ENRIQUES LUCA	DOCENTI UNIVERSITARI	COMPONENTE
FARINA MARIA BIANCA	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
GALLI FABIO	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
GERVASONI ANNA	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
GUGLIOTTA GIANLUIGI	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
LONATI MAURIZIO	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
MARIOTTI FRANCESCA	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
MASSARI MARIA ANTONELLA	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
NAPOLITANO GIULIO	DOCENTI UNIVERSITARI	COMPONENTE
PADOAN PIER CARLO	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
PASCALI ANGELO	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
SABATINI GIOVANNI	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
SCARAZZATI ENRICO	ASSOCIAZIONI DEI CONSUMATORI E DEGLI UTENTI	COMPONENTE
SCETTRI SIMONE	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
SIRI MICHELE	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
TANZA ANTONIO	ASSOCIAZIONI DEI CONSUMATORI E DEGLI UTENTI	COMPONENTE
TESTA FABRIZIO (NOMINATO CON DELIBERA N. 22114 DEL 14 DICEMBRE 2021, IN SOSTITUZIONE DI JERUSALMI RAFFAELE)	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
TOFANELLI MARCO	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
URSINI GIUSEPPE	ASSOCIAZIONI DEI CONSUMATORI E DEGLI UTENTI	COMPONENTE
VENTORUZZO MARCO	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE

<b>COGNOME E NOME</b>	<b>CATEGORIA DI APPARTENENZA</b>	<b>INCARICO</b>
VINCENZI STEFANO (NOMINATO CON DELIBERA N. 22283 DEL 31 MARZO 2022, IN SOSTITUZIONE DI FUMAGALLI MARCO)	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
VISMARA ANDREA	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE

## INTRODUZIONE A CURA DEL PRESIDENTE

L'anno che conclude l'attuale mandato del COMI ha visto quello che forse è stato il più significativo sviluppo della sua funzione di supporto all'attività della Consob, dal momento in cui venne istituito.

L'impulso è venuto dall'alto, ovvero per iniziativa della stessa Consob: del Presidente, dei Commissari, della struttura dirigenziale e della Segreteria. Esso ha preso la forma della partecipazione, in qualità di osservatori, di almeno tre componenti della Commissione alle riunioni del COMI, cui si è spesso aggiunta quella del Presidente della Consob, e in un caso quella del Direttore Generale. Ne è derivata una interazione assai proficua.

A tale evoluzione ha giovato la trasmissione tempestiva al COMI delle tematiche sulle quali esso è stato chiamato ad esprimersi, sicché il Comitato è stato in grado di formulare non soltanto delle opinioni, ma anche proposte e suggerimenti di cui la Consob ha potuto tenere conto.

La Segreteria ha efficacemente supportato il funzionamento del Comitato, così come in passato.

Due sono stati i temi principali trattati durante l'anno: la facilitazione del processo di accesso delle imprese al mercato borsistico, e la protezione degli investitori al dettaglio.

Per quanto riguarda il primo tema, la questione fondamentale rimane quella di rendere semplice, snello e breve, quanto più possibile, il processo di accesso al mercato, garantendo a quest'ultimo la giusta qualità ed il sufficiente dettaglio delle informazioni per gli investitori. Contemperare i due aspetti è essenziale, anche per consentire la crescita degli *"hidden champions"*, lo strato di imprese ad altissima specializzazione che costituiscono uno dei punti di forza dell'economia europea, ma che possono essere indotte a rinunciare a prospettive di crescita dalle complicazioni connesse ai processi di quotazione; o che talvolta sono indotte a ricorrere a strutture finanziarie meno regolamentate e meno sicure per gli investitori, per raccogliere risorse finanziarie con modalità più snelle e tempestive, con riflessi non sempre positivi sulla trasparenza e la stabilità dei mercati finanziari, e sulla protezione degli investitori.

Il secondo tema di maggior rilievo ha riguardato l'opportunità, o meno, di consentire che agli investitori al dettaglio vengano offerte attività di consulenza remunerate tramite forme di *"inducement"*, in mancanza delle quali potrebbe verificarsi una diffusa rinuncia ad ogni forma di assistenza consulenziale.

Su entrambi i temi si sono registrati diversi contributi, e talvolta, in particolare sul secondo tema, differenze di posizione da parte di diverse tipologie di operatori. Il COMI si è pertanto dimostrato capace di trasmettere alla Consob non soltanto quanto suggerisce l'esperienza degli operatori, ma anche i diversi punti di vista e interessi che animano il mercato.

Il Comitato ritiene che lo sviluppo funzionale delle proprie attività che si è registrato in quest'ultimo anno fornisca una buona base per l'attività futura.

## **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).

Con delibera n. 22782 del 19 luglio 2023 è stata modificata la Carta Istitutiva del COMI, al fine di consentire un miglior funzionamento dei lavori del Comitato, anche alla luce dell'esperienza maturata nei primi due bienni di attività.

Il Comitato ha la funzione di agevolare il confronto e il dialogo con gli operatori del mercato e gli investitori sui temi regolamentari e sugli altri atti a contenuto generale o di indirizzo strategico, sottoposti alla sua attenzione dalla Consob e afferenti alle materie rientranti nelle competenze istituzionali dell'Autorità.

Il primo mandato del Comitato, di durata biennale, si è concluso il 29 maggio 2021.

Con delibera n. 21861 del 26 maggio 2021 è stato rinnovato il mandato della maggioranza dei componenti per altri due anni e sono stati nominati ulteriori componenti fino a raggiungere l'attuale numero di trenta.

Il nuovo mandato ha preso avvio nella riunione di insediamento del 23 settembre 2021 e si concluderà il 23 settembre 2023.

Nel corso della stessa riunione di insediamento il Comitato ha confermato come Presidente il prof. Gian Maria Gros-Pietro e ha nominato Vice-Presidente l'avv. Antonio Pinto, secondo quanto previsto dalla relativa Carta Istitutiva.

## GRUPPI DI LAVORO

In continuità con il primo mandato, secondo quanto previsto dal punto 13 della Carta istitutiva, il COMI ha confermato la costituzione di sei gruppi di lavoro tematici in tema di:

1. Accesso al mercato dei capitali e connessi obblighi informativi degli emettenti, anche nell'ambito delle iniziative europee a completamento della *Capital Markets Union* (coordinatore prof. Ventoruzzo);
2. *Corporate governance* e mercato del controllo societario (coordinatore prof. Enriques);
3. Mercati degli strumenti finanziari e tutela degli investitori (coordinatore avv. Pinto);
4. *Finance for sustainability* (coordinatore prof. Siri);
5. Attività istituzionali della Consob (coordinatore prof. Napolitano);
6. *FinTech*.

La composizione dei gruppi di lavoro è stata stabilita dal Comitato, sulla base delle candidature avanzate dai partecipanti, garantendo l'equilibrio tra le diverse componenti rappresentate nel COMI.

Nel corso della riunione del 14 luglio 2022, il Comitato ha deliberato l'avvio dell'attività di un Tavolo di Lavoro il cui obiettivo è stato quello di realizzare un confronto dal taglio pratico-operativo con gli uffici Consob in ordine alle modalità di rappresentazione, in forma semplice e intellegibile, delle informazioni contenute nel prospetto.

## RIUNIONI SVOLTE

Secondo quanto disposto dalla carta istitutiva, nel secondo anno del suo secondo mandato di attività il COMI si è riunito 5 volte, nelle date di seguito riportate.

<b>10 novembre 2022</b>
<b>2 marzo 2023</b>
<b>9 marzo 2023</b> <b>(Incontro con il Presidente dell'ESMA, Verena Ross)</b>
<b>13 luglio 2023</b>
<b>21 settembre 2023</b>

Si riporta di seguito una sintesi delle principali attività svolte dal Comitato nel corso dell'ultimo anno.

## SINTESI DELLE ATTIVITÀ DEL COMI

### 1. Linee Guida in tema di prospetti informativi

Come anticipato, nel corso della riunione del 14 luglio 2022, il Comitato ha istituito un Tavolo di lavoro in tema di prospetto, con l'obiettivo di realizzare un confronto, con un taglio prevalentemente pratico-operativo, per l'elaborazione di linee guida in ordine alle modalità di rappresentazione in forma semplice e intellegibile delle informazioni contenute nel prospetto. Il compito di coordinarne i lavori del Tavolo è stato affidato al prof. Michele Siri.

Il 5 giugno 2023 è stata trasmessa al Presidente e alla Segreteria del COMI una bozza di "*linee guida per la semplificazione dei prospetti*", elaborata dal Tavolo di lavoro. Tale bozza è stata approvata nella riunione plenaria del Comitato del 13 luglio 2023.

Le linee guida sono state redatte per garantire una rappresentazione in forma semplice e chiara delle informazioni che, ai sensi della normativa europea, devono essere incluse nei prospetti di offerta al pubblico e di ammissione alla negoziazione sui Mercati Regolamentati, al fine di standardizzarne il contenuto, uniformandolo alle prassi di altri Stati membri dell'Unione europea, ed agevolarne la comprensione, anche in fase di scrutinio da parte della Consob.

In particolare, il documento è organizzato in tre diverse sezioni in cui sono riportate le linee guida:

- a) sul prospetto informativo *equity* - prospetti di offerta al pubblico e di quotazione;
- b) sul prospetto semplificato per aumenti di capitali e trasferimento da un Sistema Multilaterale di Negoziazione ad un Mercato Regolamentato;
- c) sul prospetto informativo per i titoli di debito.

Il documento precisa come, a seguito delle modifiche da ultimo apportate al Regolamento Emittenti, che consentono, tra l'altro, di richiedere alla Consob l'approvazione del prospetto redatto in lingua inglese, gli emittenti possano attualmente redigere un documento unico nella stessa lingua inglese, utilizzabile sia ai fini dell'ammissione alle negoziazioni e/o dell'offerta al pubblico sia come documento di offerta nel contesto del collocamento istituzionale, anche estero (c.d. "*international offering circular*").

Ogni capitolo contiene pertanto delle tabelle di raffronto tra le informazioni richieste dagli specifici schemi di prospetto riportati negli allegati al Regolamento Delegato (UE) 2019/980 con quelle rappresentate nella prassi delle *international offering circular*. Tali tabelle di raffronto riportano, in particolare, le proposte di semplificazione e, per alcune aree informative, delle specifiche proposte redazionali.

In data 26 luglio 2023 la Consob ha pubblicato un [comunicato stampa](#) con cui ha dato evidenza della adozione delle linee guida da parte del COMI, supportandone l'adozione da parte del più ampio numero possibile di operatori, nel presupposto che tali linee guida

possano semplificare il confronto tra gli operatori e l'Autorità in fase di scrutinio dei prospetti, contribuendo ad accelerare i tempi di approvazione.

## 2. Incontro con il Presidente dell'ESMA

Il 9 marzo 2023, presso la sede di Milano della Consob, si è tenuto un incontro tra il COMI, il Presidente dell'ESMA, Verena Ross, e i componenti della Consob.

Tale incontro ha rappresentato un'occasione unica di confronto diretto tra gli *stakeholders* e l'agenzia europea di vigilanza dei mercati finanziari.

In particolare, è stato un confronto ad ampio raggio che ha consentito una discussione aperta e costruttiva sullo stato dei mercati dei capitali europei e sulle opportunità di rilancio degli stessi.

In base a quanto stabilito nel corso della riunione del 2 marzo 2023 preparatoria all'incontro con il Presidente dell'ESMA, sono stati affrontati i seguenti temi:

- presentazione generale del ruolo del COMI e dei diversi interessi ivi rappresentati;
- prospettive degli operatori rispetto alle priorità rappresentate dal Presidente dell'ESMA per il rilancio dei mercati dei capitali;
- disamina dei seguenti contenuti del c.d. "*Listing act*": impatti sulla disciplina in tema di *market abuse*, azioni a voto multiplo, ricerca sulle imprese di piccole e medie dimensioni;
- osservazioni in merito alla disciplina degli *inducements* come strumento di tutela del risparmio;
- discussione sulle tematiche attinenti la Finanza sostenibile.

Infine, il COMI ha rappresentato al Presidente dell'ESMA le proprie osservazioni in merito alle ulteriori proposte normative che compongono il "*Listing Act*" pubblicate dalla Commissione europea il 7 dicembre 2022.

### 3. Pareri rilasciati su atti della Commissione europea

#### 3.1. Proposta di regolamento della Commissione europea in materia di *Green Bond*

Il 6 luglio 2021 la Commissione europea ha pubblicato una proposta di regolamento per la definizione di uno *standard* europeo per i *Green Bonds*. Tale proposta si inserisce nell'ambito del c.d. "*European green deal investment plan*".

Il 12 dicembre 2022 il Comitato ha adottato, con la procedura scritta di cui al punto 7 delle relative regole di funzionamento, un parere sulla richiamata proposta legislativa della Commissione europea.

In particolare, il COMI, esprimendo una valutazione favorevole, ha evidenziato alcuni elementi di perplessità.

Al riguardo, il Comitato si è dichiarato favorevole alla natura volontaria dello *standard* proposto, per dare agli *stakeholders* l'opportunità di scegliere tra gli *standard* già esistenti sul mercato. Al contrario, il COMI ha evidenziato come la possibilità introdotta nella proposta di considerare, dopo due anni dell'entrata in vigore del Regolamento, l'adozione obbligatoria dello *standard* rischi di limitare gli sviluppi del mercato e di creare un "*unlevel playing field*" tra emittenti europei ed extra-UE.

Nella proposta della Commissione europea veniva previsto che, se i criteri di *screening* tecnico della tassonomia fossero cambiati durante la vita del prestito obbligazionario, l'etichetta EU GBS sarebbe stata mantenuta solo per cinque anni e non per l'intera scadenza di un'obbligazione (c.d. *full grandfathering*). Al riguardo, il Comitato ha ritenuto tuttavia che la mancanza di un "*full grandfathering*" per i proventi obbligazionari allocati e non allocati potesse creare incertezza sia per gli emittenti che per gli investitori.

Inoltre, il COMI ha espresso perplessità in ordine alla proposta di estendere lo *standard* di riferimento a tutte le obbligazioni commercializzate nel territorio dell'Unione come sostenibili. Infatti, il COMI ha segnalato come lo *standard* europeo fosse stato progettato specificamente per i *green bond*, e che pertanto, estendendo la portata ad altre tipologie di titoli senza rivalutare opportunamente le previsioni previste negli standard alla luce delle specifiche caratteristiche di queste ultime, potesse comportare rischi significativi e confusione nel mercato.

Infine, il Comitato ha evidenziato la necessità di un maggiore coordinamento con la disciplina in tema di prospetto informativo.

### 3.2 Proposte adottate dalla Commissione europea in materia di protezione degli investitori al dettaglio (retail investment strategy)

Il 24 maggio 2023 la Commissione europea ha pubblicato un pacchetto di proposte normative finalizzate ad accrescere la partecipazione dei clienti al dettaglio ai mercati dei capitali, consentire più consapevoli scelte di investimento sulla base di informazioni facilmente comprensibili e comparabili, migliorare il processo di produzione e distribuzione dei prodotti finanziari quanto ai conflitti di interesse e ai costi dei prodotti (c.d. “*retail investment strategy*”).

Il 21 settembre 2023 il COMI ha adottato un parere, elaborato dal Gruppo di Lavoro in tema di Mercati degli strumenti finanziari e tutela degli investitori, avente ad oggetto le proposte normative in questione.

Pur condividendo la *ratio* dell'intervento, il COMI ha rilevato tuttavia alcune criticità ed elementi che ritiene non coerenti con gli obiettivi sopra menzionati e ha formulato una serie di proposte di modifica che sono di seguito sinteticamente riportate.

- A. Inducement: si propone di eliminare il divieto parziale di incentivi previsto per i servizi esecutivi anche perché risulterebbero sottratte al divieto solo le singole operazioni oggetto di raccomandazione da parte degli intermediari e non anche quelle disposte in autonomia dai clienti pur nell'ambito di un rapporto di consulenza. Si propone altresì di eliminare la clausola di revisione, dopo un periodo di 3 anni, della nuova disciplina degli *inducement* o in subordine di incrementare a 5 anni il periodo di osservazione.
- B. Best Interest test: si propone di mantenere il regime previsto dall'attuale normativa basato sul *quality enhancement test* (ex articolo 24, comma 9, MiFID) codificando gli orientamenti già formulati in materia dall'ESMA.
- C. Benchmark: si propone di mantenere le indicazioni di principio finalizzate a garantire che il produttore e il distributore elaborino un processo di determinazione dei prezzi dei Priips e verifichino la coerenza con gli obiettivi e le esigenze del mercato target tenendo conto dei costi e degli oneri totali, eliminando invece le disposizioni che fanno riferimento al *benchmark*.
- D. Consulenza indipendente: si propone di eliminare la disparità di trattamento tra la consulenza non indipendente e la consulenza indipendente, ovvero di applicare l'approccio semplificato circa le informazioni sulla conoscenza ed esperienza del cliente anche alla consulenza non indipendente e alla gestione di portafogli.
- E. Adeguatezza e Appropriatezza: sono state rappresentate alcune criticità operative connesse all'estensione delle verifiche di appropriatezza (valutazione anche della capacità del cliente di sopportare le perdite e la tolleranza al rischio) e di adeguatezza (considerazione di tutti gli investimenti, anche di carattere non finanziario, riferibili al cliente).
- F. Classificazione della clientela: sono stati ritenuti eccessivamente rigidi alcuni dei requisiti previsti per l'assunzione della qualifica di cliente professionale (minimo di 10 operazioni

annue, detenzione della soglia di patrimonio negli ultimi 3 anni) e sono state evidenziate alcune criticità connesse ai nuovi presupposti per la qualificazione come professionali dei clienti *legal entity*.

Si segnala peraltro che i componenti del Comi espressione delle associazioni dei consumatori hanno invece condiviso le proposte della Commissione europea relative:

- all'abolizione delle retrocessioni(*inducement*), almeno per le operazioni eseguite in regime di *execution only*;
- alle modifiche proposte al regime di adeguatezza e appropriatezza;
- alle nuove modalità di classificazione della clientela.