

# Relazione per l'anno 2017

Roma, 31 marzo 2018



---

# CONSOB

---

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA



# Relazione per l'anno 2017

Roma, 31 marzo 2018

*Presidente f.f.*  
**Anna Genovese**

*Componenti*  
**Giuseppe Maria Berruti**  
**Carmine Di Noia**  
**Paolo Ciocca**

*Direttore Generale*  
**Angelo Apponi**

*Vice Direttore Generale*  
**Giuseppe D'Agostino**



**CONSOB**  
COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

## **Consob**

00198 Roma - Via G.B. Martini, 3

**t** +39.06.84771 centralino

**f** +39.06.8477612

20121 Milano - Via Broletto, 7

**t** +39.02.724201 centralino

**f** +39.02.89010696

**h** [www.consob.it](http://www.consob.it)

**e** [studi\\_analisi@consob.it](mailto:studi_analisi@consob.it)

Tutti i diritti riservati.

È consentita la riproduzione

a fini didattici e non commerciali,

a condizione che venga citata la fonte.

ISSN 2282-1392 (online)

ISSN 2281-9452 (stampa)

# Relazione per l'anno 2017

<b>A</b>	<b>Le questioni in corso e le linee di indirizzo</b>	
I	L'evoluzione del contesto economico	5
II	L'evoluzione del quadro normativo e regolamentare	11
III	Le attività svolte e le linee di indirizzo per il 2018	19
<b>B</b>	<b>L'attività della Consob</b>	
I	La vigilanza sui mercati	47
II	La vigilanza su emittenti e società di revisione	85
III	La vigilanza su offerta al pubblico e informativa societaria	119
IV	La vigilanza sugli intermediari	139
V	L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori	165
VI	L'attività regolamentare	181
VII	La tutela dell'investitore	191
VIII	I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob	209
IX	Le attività di supporto e la cooperazione internazionale	221
	Note metodologiche	245
	Indice generale	253

## Indice dei riquadri

1	Le modalità utilizzate dagli emittenti per la diffusione di informazioni <i>price sensitive</i> su internet	68
2	L'offerta pubblica di scambio su Monte Paschi di Siena Spa	100
3	L'offerta pubblica di acquisto su Alerion Clean Power Spa	103
4	L'avvio dell'MTF SeDex e la disciplina dell'offerta al pubblico e dei servizi di investimento	127
5	La <i>peer review</i> sull'applicazione degli Orientamenti ESMA in materia di <i>enforcement</i> dell'informativa finanziaria	133
6	Le problematiche applicative dell'IFRS 9	137
7	I rischi delle criptovalute	171
8	Provvedimenti sanzionatori relativi a intermediari in crisi	179
9	Linee-guida sulle raccomandazioni di investimento	184
10	Linee-guida sulla gestione delle informazioni privilegiate	185
11	La ricchezza delle famiglie nei principali paesi dell'area euro	192

# Relazione al Ministro dell'Economia e delle Finanze

La relazione che segue, riferita all'anno 2017, è stata predisposta dalla Commissione ai sensi dell'art. 1/1, comma 13, della legge 7 giugno 1974, n. 216, che prevede la trasmissione al Ministro dell'Economia e delle Finanze, entro il 31 marzo di ciascun anno, di una relazione sull'attività svolta dall'Istituto, sulle questioni in corso e sugli indirizzi e le linee programmatiche che intende seguire



Le questioni in corso e le linee di indirizzo A





# L'evoluzione del contesto economico

## 1 L'andamento dei mercati finanziari

Nel corso del 2017 i mercati finanziari hanno sperimentato una ripresa nella maggior parte delle economie avanzate ed emergenti a fronte del consolidamento dell'attività economica.

In Europa prosegue l'espansione del prodotto, a fronte di una dinamica dei prezzi ancora debole. Anche in Italia il quadro congiunturale mostra segnali di miglioramento, sebbene più moderati rispetto a quelli degli altri paesi dell'area euro.

Negli USA, lo S&P 500 è aumentato del 19,4 per cento e il Nasdaq di oltre 28 punti percentuali. Seppure in misura minore rispetto agli Stati Uniti, anche i principali indici azionari europei hanno esibito dinamiche positive, più marcate per il Ftse Mib e il Dax (rispettivamente +13,6 e +12,5 per cento) e più contenute per il Cac40 (+9,3 per cento) e l'Ibex35 (+7,4 per cento).

Nel primo trimestre del 2018 l'andamento dei mercati è rimasto positivo a livello globale pur mostrando brusche correzioni al ribasso a partire dal mese di febbraio.

In particolare, negli USA il Nasdaq è rimasto sostanzialmente stabile (+1 per cento circa), mentre lo S&P 500 ha subito una riduzione di circa 3 punti percentuali. In Europa solo il Ftse Mib ha guadagnato circa 2 punti percentuali, a fronte di cali che oscillano tra il 3 e l'8 per cento circa in Germania, Francia e Spagna (dati al 28 marzo 2018).

La capitalizzazione del mercato azionario italiano è notevolmente cresciuta, portandosi al 37 per cento circa del Pil a fine 2017 dal 32 per cento dell'anno precedente, principalmente grazie all'allentamento delle tensioni nel settore bancario.

Nell'ultimo anno, infatti, i corsi azionari delle banche quotate hanno mostrato una ripresa grazie al superamento di situazioni di crisi di alcuni intermediari, al lento ma diffuso miglioramento della qualità del credito e al consolidamento dei livelli di patrimonializzazione. Rimangono comunque talune vulnerabilità sul fronte reddituale, soprattutto nel confronto europeo, e in relazione alla qualità degli attivi, sulla quale incideranno le evoluzioni del quadro normativo e prudenziale di riferimento.

Anche le imprese non finanziarie italiane mostrano condizioni reddituali e finanziarie in progressivo miglioramento, per effetto delle prospettive di crescita positive e dei tassi di interesse ancora bassi. Le condizioni di accesso al credito bancario si confermano favorevoli, sebbene la domanda da parte delle imprese rimanga contenuta, anche a fronte di un maggior ricorso alla raccolta obbligazionaria.

Nel 2017, infatti, le emissioni lorde di obbligazioni delle imprese non finanziarie italiane sono più che raddoppiate rispetto all'anno precedente, superando i 40 miliardi di euro. Anche il segmento dei *minibond* ha esibito una buona dinamica con emissioni lorde pari complessivamente a circa 5,5 miliardi di euro (3,5 miliardi nel 2016).

Nel corso dell'anno, il Mercato Telematico Azionario (MTA) ha registrato sette *initial public offerings* (Ipo; tre nel 2016), mentre per l'AIM Italia (Mercato Alternativo del Capitale dedicato alle PMI) il dato si è attestato a 24 (11 nel 2016). Le risorse complessivamente raccolte tramite Ipo sono state pari a circa 5,5 miliardi di euro, quasi quattro volte più elevate del controvalore registrato nell'anno precedente.

Con riferimento al mercato del controllo societario, nel corso del 2017 sono state promosse 17 offerte pubbliche di acquisto (Opa) su titoli azionari, per un controvalore pari a circa 2,4 miliardi di euro. Il dato risulta in crescita rispetto all'anno precedente, quando si sono registrate 14 operazioni per un controvalore di 1,4 miliardi di euro; tuttavia, se si esclude l'operazione su azioni MPS, il 2017 segna un calo pari al 38 per cento. La revoca dalla quotazione è stata indicata tra gli obiettivi o i programmi futuri in nove casi.

Nel 2017 le società italiane sono state interessate da 733 operazioni di fusione e acquisizione (M&A), per un controvalore complessivo pari a circa 41 miliardi di euro. Il dato evidenzia una contrazione rispetto ai valori massimi del 2016 (829 transazioni per 58 miliardi di euro), sebbene risulti nettamente superiore a quello degli investimenti nei precedenti cinque anni, e dipende in parte dal fatto che molte delle grandi operazioni avviate nel corso dell'anno non sono state ancora concluse a causa di lunghi e complessi processi di finalizzazione.

L'interesse degli investitori esteri per le aziende italiane è rimasto elevato, con investimenti il cui controvalore complessivo si è attestato attorno ai 20 miliardi di euro nel 2017, sostanzialmente in linea con il dato dello scorso anno.

Con riguardo al mercato secondario dei titoli pubblici dell'area euro, nella seconda metà del 2017 i differenziali di rendimento tra i titoli di Stato decennali italiani e il *benchmark* tedesco hanno registrato un calo, collocandosi a fine anno attorno ai 150 punti base (100 punti per la Spagna). Tali dinamiche sono proseguite nei primi mesi del 2018, quando il mercato ha accolto favorevolmente l'annuncio, ampiamente anticipato, di una graduale riduzione della portata del programma di acquisto di titoli pubblici da parte della BCE.

Nel marzo 2018, la BCE ha infatti confermato l'intenzione di proseguire gli acquisti netti di attività all'attuale ritmo mensile di 30 miliardi di euro sino alla fine di settembre 2018, o anche oltre se necessario, e in ogni caso finché il Consiglio direttivo non risconterà un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi verso l'obiettivo del 2 per cento.

Nel corso del 2018, l'andamento dei mercati finanziari dovrebbe risultare positivo alla luce del previsto consolidamento della crescita economica. Permangono tuttavia taluni rischi connessi anche a fattori geopolitici.

A livello globale, pesa l'evoluzione della politica economica statunitense, con particolare riferimento alle misure protezionistiche approvate dall'amministrazione americana e agli effetti che potrebbero derivarne sul commercio internazionale e sulla domanda globale. Un ulteriore rischio è legato al processo di normalizzazione delle politica monetaria delle principali banche centrali, che hanno già avviato una graduale riduzione degli stimoli posti in campo a partire dal 2008, e alle turbolenze che potrebbero innescarsi sui mercati finanziari. Tale rischio è particolarmente significativo nell'area euro, alla luce dei profondi squilibri di finanza pubblica che caratterizzano alcuni paesi. L'Eurozona, inoltre, rimane esposta al rischio di rafforzamento della moneta unica rispetto al dollaro statunitense e alla forte volatilità dei mercati valutari, che possono penalizzare economie, come quella italiana, la cui crescita risulta tipicamente trainata dalle esportazioni.

Nel corso del 2018 dovrebbe definirsi il processo di uscita del Regno Unito dall'Unione europea (Brexit), la cui conclusione è prevista entro la fine di marzo 2019. La Brexit, oltre a porre numerose incertezze, può rappresentare un'occasione di sviluppo del mercato finanziario nazionale, che il Comitato *Milano European Financial Hub* (al quale partecipano Governo, Comune di Milano, Regione Lombardia, Banca d'Italia e Consob) si propone di cogliere.

Il Comitato si è insediato presso il Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) a maggio 2017, con l'obiettivo di promuovere Milano come centro finanziario in settori quali *fintech*, *asset management* e *private equity*, nonché di rafforzare la capacità del mercato italiano di attrarre operatori finanziari e investimenti.

## 2 L'innovazione tecnologica e i mercati finanziari

La digitalizzazione dei servizi finanziari (FinTech) è un fenomeno sempre più all'attenzione delle istituzioni internazionali e dei regolatori domestici. A marzo 2017, la Commissione europea ha posto in consultazione un documento sul FinTech, con l'obiettivo di raccogliere idee e suggerimenti utili a individuare una strategia per favorire l'innovazione, in linea con l'approccio proattivo adottato in molte giurisdizioni, e mitigare i potenziali

rischi posti dal fenomeno per la tutela dei risparmiatori e la stabilità e l'integrità del mercato.

Il documento riprende tre principi fondamentali ai quali dovrebbe ispirarsi la regolamentazione del FinTech, ossia l'approccio per attività, la neutralità tecnologica e la proporzionalità ai rischi.

Nel mese di marzo 2018, ad esito della consultazione, la Commissione europea ha presentato un Piano d'azione, articolato in 23 iniziative, tese a sfruttare lo sviluppo delle nuove tecnologie (come *blockchain*, intelligenza artificiale e servizi di *cloud*) e, al tempo stesso, a rendere i mercati più sicuri e accessibili per i nuovi operatori, a beneficio di consumatori, investitori e industria. Il Piano d'azione rientra tra le iniziative avviate dalla Commissione volte a promuovere l'Unione dei mercati dei capitali (CMU), un mercato unico per i servizi finanziari ai consumatori e un mercato unico digitale (si veda il successivo Capitolo II 'L'evoluzione del quadro normativo e regolamentare').

L'intervento della Commissione europea si aggiunge alle iniziative di altre istituzioni internazionali che nel corso del 2017 hanno affrontato il tema, tra cui la International Organisation of Securities Commissions (IOSCO), il Financial Stability Board (FSB) e, in ambito europeo, le tre Autorità di vigilanza sul settore bancario, finanziario e assicurativo, rispettivamente la European Banking Authority (EBA), la European Securities Markets Authority (ESMA) e la European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA).

Tra i fenomeni FinTech in rapido sviluppo, si segnala quello rappresentato dalle cosiddette criptovalute, valute virtuali la cui esatta definizione risulta ancora oggetto di dibattito e la cui regolamentazione viene riconosciuta come necessaria per via dei significativi rischi che potrebbe porre per gli investitori.

Lo scorso febbraio, le tre Autorità europee ESMA, EBA ed EIOPA (ESAs) hanno sottolineato in un documento congiunto i rischi connessi all'utilizzo di valute virtuali da parte dei consumatori.

Il legislatore italiano, con il d.lgs. 25 maggio 2017, n. 90, che recepisce la Direttiva (EU) 2015/849 (The Fourth EU Anti-Money Laundering Directive - AMLD4, cosiddetta IV Direttiva Antiriciclaggio), ha anticipato l'evoluzione del quadro normativo europeo, prevedendo a carico dei soggetti che forniscono servizi di conversione di valute virtuali in valute aventi corso legale (cosiddetti cambiavalute virtuali) obblighi di comunicazione della propria operatività nel territorio nazionale e l'obbligo di iscrizione in una sezione speciale del registro dei cambiavalute tenuto dall'OAM (Organismo istituito nel 2010 e competente in via esclusiva e autonoma per la gestione degli Elenchi degli Agenti in attività finanziaria e dei Mediatori creditizi).

Un ulteriore fenomeno innovativo in rapida diffusione a livello globale è l'applicazione della tecnologia ai processi di *compliance*, da parte

dei soggetti vigilati, e all'attività di vigilanza (cosiddetto RegTech o *Regulatory Technology*).

Il RegTech consiste nella digitalizzazione e nell'automazione dei processi di *reporting* dei soggetti vigilati alle autorità e di *compliance* alle disposizioni vigenti. Esso si riferisce altresì all'impiego della tecnologia da parte delle autorità di vigilanza nella gestione dei dati e delle informazioni ricevute dai soggetti vigilati al fine di potenziare l'efficacia e l'efficienza dei controlli.

Il RegTech potrà segnare una svolta nell'approccio alla vigilanza sui mercati finanziari favorendo una logica *data driven* e *forward looking*, a beneficio dell'accuratezza della valutazione sia delle potenziali vulnerabilità dei soggetti vigilati e del sistema nel suo complesso sia dell'impatto di norme e azioni di *enforcement*. La sicurezza informatica di sistemi e archivi digitali centralizzati e i rischi operativi connessi alla migrazione verso il RegTech sono, tuttavia, profili da monitorare con attenzione.

La Consob dedica particolare attenzione al fenomeno FinTech e contribuisce attivamente al dibattito internazionale e nazionale sul tema. In ambito domestico, l'Istituto partecipa al Tavolo di confronto con le autorità di vigilanza del settore finanziario sul FinTech istituito dal MEF, nel mese di settembre 2017, a seguito dell'inaugurazione a Milano del primo *Fintech District*.

Il Tavolo rappresenta la risposta pubblica all'istanza proveniente dagli operatori di settore di creare uno specifico canale di interlocuzione con le pubbliche amministrazioni e costituirà uno spazio per esaminare le innovazioni in fase di sperimentazione e ridurre l'incertezza in merito all'applicazione della normativa di riferimento. Al Tavolo partecipano oltre al MEF, anche Banca d'Italia, Consob, IVASS, AGCM, Garante per la protezione dei dati personali, Agenzia per l'Italia Digitale e Agenzia delle Entrate. Il 17 marzo 2018, è stato inoltre sottoscritto un Protocollo d'intesa per l'istituzione di un 'Comitato di coordinamento per il FinTech', volto a favorire la cooperazione e lo scambio di informazioni tra le amministrazioni che aderiscono al Comitato.

La Consob, inoltre, è impegnata nel monitoraggio delle dinamiche di mercato innescate dal FinTech.

In particolare, la Commissione ha istituito una *task force*, a cui partecipano numerose Università italiane, per lo studio dell'impatto: i) della digitalizzazione sui processi di intermediazione finanziaria e sulla nuova concezione del rapporto intermediario-cliente in ambiente digitale (la cosiddetta *robo advice*); ii) dell'ingresso nel mercato di nuovi 'attori' non regolati e non vigilati (quali *fintech start-up*, società tecnologiche già consolidate e operatori *e-commerce*); iii) dello sviluppo di nuove attività (quali il *crowdfunding* e il *peer-to-peer lending*).



# L'evoluzione del quadro normativo e regolamentare II

## 1 Gli sviluppi in ambito europeo

Nel corso del 2017 si sono registrati significativi progressi verso la realizzazione del mercato unico dei capitali (cosiddetta Capital Markets Union - CMU). Al riguardo, le riforme legislative originariamente annunciate nel Piano di azione del 2015 sono state riviste anche per tenere conto dell'imminente uscita del Regno Unito dall'Unione europea.

Ulteriori novità hanno riguardato la disciplina dei mercati degli strumenti finanziari, la tutela degli investitori e il rafforzamento dei presidi di trasparenza.

### 1.1 La Capital Market Union

Nel giugno 2017 il Piano d'azione per l'istituzione della CMU è stato sottoposto a una revisione di medio termine nonché integrato con l'annuncio di nuove misure, quali la revisione degli assetti di vigilanza europei e la semplificazione della disciplina applicabile alle PMI al fine di sostenerne la quotazione. La Commissione europea ha altresì ribadito l'importanza di portare a termine le iniziative previste nel Piano di azione 2015 e non ancora completate.

Nell'ambito della revisione di medio termine, sono state previste ulteriori azioni prioritarie, tra le quali: la modifica del trattamento prudenziale delle imprese di investimento; l'eventuale introduzione di un quadro normativo comune per il rilascio delle autorizzazioni e dei passaporti europei in favore di operatori FinTech; l'adozione di misure a sostegno dei mercati secondari per i crediti deteriorati; lo sviluppo delle raccomandazioni del gruppo di esperti di alto livello sulla finanza sostenibile; l'agevolazione della distribuzione e della supervisione a livello transfrontaliero degli Oicvm e dei fondi di investimento alternativi (Fia); l'elaborazione di orientamenti sulle norme UE relative al trattamento degli investimenti transfrontalieri nell'Unione e un quadro adeguato per la risoluzione amichevole delle controversie in materia di investimenti; la proposta di una strategia globale UE a sostegno dello sviluppo dei mercati dei capitali locali e regionali. Inoltre, la Commissione europea ha espresso l'intenzione di ultimare le azioni in materia di

prodotti pensionistici personali, obbligazioni garantite (*covered bond*) e diritto applicabile ai valori mobiliari.

Come preannunciato nel piano d'azione sulla CMU, la Commissione europea ha presentato una proposta legislativa per incoraggiare la diffusione europea di prodotti pensionistici individuali (PEPPs).

Il Regolamento è volto a introdurre regole comuni per l'istituzione e la distribuzione di questi prodotti sul mercato unico, previa autorizzazione dell'EIOPA. Il nuovo regime consentirebbe al risparmiatore di continuare a contribuire a un PEPP già avviato nello Stato membro di provenienza anche in caso di cambio di residenza in un altro paese all'interno dell'UE (cosiddetta portabilità).

Nell'anno sono inoltre giunti a conclusione vari negoziati legislativi attivati dalla Commissione europea successivamente alla pubblicazione del piano per lo sviluppo del mercato unico dei capitali. In particolare, è stato pubblicato il Regolamento (UE) 2017/1129 (cosiddetto Regolamento Prospetto), applicabile dal luglio 2019, che sostituisce la Direttiva 2003/71/CE (cosiddetta Direttiva Prospetto) e le relative misure di attuazione.

Il Regolamento introduce, tra l'altro, una disciplina speciale a supporto della raccolta di capitali da parte delle PMI, che saranno legittimate a pubblicare prospetti informativi di contenuto più snello e secondo una procedura agevolata (*EU Growth Prospectus*). Sono in corso i lavori per definire le misure di secondo livello.

Sono state emanate modifiche ai Regolamenti (UE) n. 345/2013 e n. 346/2013 del 17 aprile 2013 concernenti la disciplina dei fondi d'investimento per il *venture capital* (EuVECA) e per l'imprenditoria sociale (EuSEF), al fine di favorire la promozione delle PMI innovative o a connotazione sociale.

Tra le principali novità, applicabili dal marzo 2018, si segnalano la possibilità anche per i grandi gestori di fondi di avvalersi delle denominazioni EuVECA ed EuSEF, l'ampliamento della gamma di attività in cui i fondi possono investire e la riduzione degli oneri associati alla commercializzazione degli stessi.

Nell'anno si è altresì concluso l'iter per la definizione delle nuove regole volte a rilanciare il mercato delle cartolarizzazioni di elevata qualità.

In particolare, sono stati adottati il Regolamento (UE) 2017/2402 sulle cosiddette cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate e una modifica al Regolamento (UE) n. 575/2013 sui requisiti prudenziali delle banche (Capital Requirements Regulation - CRR) relativamente al trattamento dei crediti derivanti dalle operazioni di cartolarizzazione di banche e imprese di investimento.

In occasione della citata revisione del progetto sulla CMU, la Commissione europea ha annunciato l'intenzione di avanzare una proposta legislativa al fine di specificare le regole di conflitto (e dunque il diritto applicabile) concernenti gli effetti opponibili ai terzi derivanti dalle transazioni su valori mobiliari e le cessioni dei crediti. L'obiettivo è favorire l'utilizzo transfrontaliero delle garanzie, nonché la

capacità degli investitori di valutare e prezzare i rischi derivanti dagli investimenti in titoli. Al riguardo, la Commissione europea ha svolto una consultazione pubblica che si è conclusa il 30 giugno 2017.

Sono stati svolti importanti passi avanti anche in materia di finanza sostenibile, altra tematica su cui la Commissione europea conta di sviluppare una regolamentazione comune. Sul tema il 13 novembre 2017 è stato pubblicato un documento di consultazione che tiene conto degli esiti dei lavori svolti dall'apposito gruppo di esperti nominato a ottobre 2016. In base ai contributi ricevuti, la Commissione europea stabilirà se includere la sostenibilità di lungo periodo tra gli elementi che gli intermediari finanziari devono considerare nel prestare i propri servizi, affinché vengano svolte opportune valutazioni sull'impatto ambientale, sociale e politico delle attività di investimento. La Commissione europea ha da ultimo pubblicato un Action Plan sulla finanza sostenibile.

Nel Piano si raccomandano specifiche azioni dirette a favorire la canalizzazione di risorse in investimenti sostenibili, considerare la sostenibilità nella gestione dei rischi e rafforzare la trasparenza e una visione di lungo periodo. L'obiettivo è minimizzare i rischi di instabilità finanziaria derivanti dall'insufficiente valutazione degli impatti ambientali e sociali degli investimenti e rendere l'Unione europea leader mondiale nello sviluppo sostenibile, attirando risorse nel settore delle energie rinnovabili e dello sviluppo tecnologico.

La CMU ha rappresentato anche un'occasione per ricalibrare la disciplina del settore dei valori mobiliari, facendo maggior uso del principio di proporzionalità per tenere in miglior conto tipologie, dimensioni e impatto operativo specifico dei partecipanti al mercato.

Al riguardo, il negoziato sulla revisione del Regolamento (UE) n. 648/2012 (European Market Infrastructure Regulation - EMIR), volta a semplificare gli obblighi di marginazione e di *clearing* per le istituzioni finanziarie di dimensioni minori, ha registrato importanti progressi. Inoltre, a dicembre è stata pubblicata una proposta legislativa che modifica il trattamento prudenziale delle imprese di investimento, al fine di alleggerire i requisiti di capitale applicabili alle Sim.

Nel settembre 2017, la Commissione europea ha pubblicato una proposta di revisione dei regolamenti istitutivi delle Autorità europee e dello European Systemic Risk Board (ESRB), con l'obiettivo di migliorare gli assetti istituzionali di vigilanza sul settore finanziario.

La proposta prevede il rafforzamento dei vigenti compiti di coordinamento delle Autorità europee EBA, ESMA ed EIOPA (ESAs), per favorire una maggiore convergenza delle pratiche di vigilanza nazionali e il corretto funzionamento del mercato unico. Si propongono altresì modifiche alla *governance* delle autorità, quali l'istituzione di un comitato esecutivo composto da membri indipendenti e l'introduzione di contributi a carico dei partecipanti al mercato.

Con riferimento specifico all'ESMA, si prefigura il trasferimento alla stessa di competenze dirette in materia di *benchmark*, talune tipologie di prospetti informativi, servizi di fornitura dei dati di mercato, fondi europei (EuVECA, EuSEF ed Eltif) e accesso sul mercato unico di operatori da paesi terzi. La Commissione europea ha inoltre pubblicato una proposta legislativa che modifica la disciplina EMIR per accordare all'ESMA maggiori poteri sulle controparti centrali (CCP). Il rafforzamento dell'ESMA è visto come un caposaldo del progetto di attuazione della CMU, che dovrà affiancare e completare l'Unione bancaria, facente capo alla Banca centrale europea.

## 1.2 Le misure in materia di mercati e a tutela degli investitori

Nel 2017 sono state pubblicate le disposizioni attuative di MiFID II-MiFIR (Direttiva 2014/65/UE Markets in Financial Instruments Directive - MiFID e Regolamento (UE) n. 600/2014 Markets in Financial Instruments Regulation - MiFIR) che la Commissione europea ha adottato a seguito delle proposte e degli *advice* formulati dall'ESMA a partire dal 2013. I presidi a tutela dei risparmiatori e del buon funzionamento dei mercati previsti nella nuova disciplina, quali l'introduzione di controlli più stringenti nella fase di progettazione dei prodotti di investimento (*product governance*) e di poteri d'intervento (*product intervention*) a favore delle autorità di vigilanza, sono applicabili dal 3 gennaio 2018.

La disciplina MiFID II-MiFIR demanda al livello secondario l'elaborazione di un'ampia serie di norme tecniche e di dettaglio, sia nella materia dei mercati sia in quella relativa alla prestazione di servizi e attività di investimento, allo scopo di attuare le disposizioni ivi contenute e specificare alcune previsioni di carattere generale. La Commissione europea ha provveduto a emanare la normativa secondaria nella forma di regolamenti delegati, con disposizioni di immediata applicazione negli Stati membri, in linea con l'obiettivo di un *single rule book* sul mercato unico, con la sola eccezione della direttiva delegata in materia di *product governance*, *inducement* e salvaguardia dei beni dei clienti. Su questi ultimi temi infatti la Commissione europea ha accordato un maggior grado di flessibilità ai legislatori nazionali nel recepimento della norma europea. Al riguardo la Consob ha provveduto ad aggiornare la regolamentazione secondaria di propria emanazione.

Oltre agli atti delegati inerenti alla disciplina MiFID II-MiFIR, sono state adottate numerose misure di secondo livello a tutela del buon funzionamento dei mercati e delle relative infrastrutture. In particolare, la Commissione europea ha predisposto i regolamenti secondari a integrazione del Regolamento (UE) 2016/1011, che disciplina gli indici finanziari usati quali parametro di riferimento nel settore finanziario (cosiddetto Regolamento Benchmark), e del Regolamento (UE) n. 909/2014, che disciplina i depositari centrali e il regolamento titoli nell'Unione europea (Central Securities Depositories Regulation - CSDR).

La Commissione europea ha inoltre adottato le misure di secondo livello, applicabili da gennaio 2018, che definiscono le modalità di presentazione, il contenuto e la struttura dei cosiddetti documenti informativi chiave (Key Information Document - KID) relativi ai prodotti finanziari preassemblati (PRIIPs) offerti da banche e assicurazioni ai risparmiatori *retail*, con l'obiettivo di favorire una maggiore trasparenza e comparabilità dei prodotti di investimento al dettaglio.

In materia di gestione collettiva del risparmio, la Commissione europea ha emanato gli atti delegati previsti nel Regolamento (UE) 2015/760 relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine (European Long-Term Investment Funds - ELTIF), in cui si specificano i limiti d'investimento applicabili a questa tipologia di fondi, in particolare in materia di leva e copertura dei rischi.

### 1.3 Le misure a tutela degli azionisti

Nel maggio 2017 è stata pubblicata la Direttiva (UE) 2017/828 (Shareholders' Rights Directive II) che modifica la Direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti, con l'obiettivo di rafforzare gli investimenti di lungo termine in società quotate dell'Unione europea.

Sono state introdotte al riguardo nuove regole in materia di: politiche di remunerazione degli amministratori (che dovranno essere maggiormente allineate alla *performance* nel tempo della società e votate dagli azionisti); trasparenza e approvazione delle operazioni tra parti correlate; identificazione degli azionisti ed esercizio dei diritti di voto. Si rafforzano, inoltre, i presidi di trasparenza per gli investitori istituzionali, i gestori e i *proxy advisor*. La nuova disciplina si applicherà alle società istituite in uno Stato membro con azioni quotate in mercati regolamentati dell'Unione e dovrà essere recepita nell'ordinamento nazionale entro il 10 giugno 2019.

### 1.4 La vigilanza sul settore bancario ombra

Nel corso dell'anno è stato pubblicato il Regolamento (UE) 2017/1131 relativo ai fondi comuni d'investimento del mercato monetario, applicabile dal 21 luglio 2018, che rafforzerà la trasparenza nell'ambito del cosiddetto *shadow banking*, nonché la corretta diversificazione e gestione dei rischi.

L'iniziativa legislativa si è resa necessaria a seguito delle difficoltà emerse in occasione delle ultime crisi finanziarie, allorché una cattiva gestione del rischio di liquidità di detti fondi ha innescato in alcuni paesi membri una 'corsa agli sportelli' che ha acuito le turbolenze e innescato problemi di stabilità finanziaria. Il Regolamento sui *money market fund* prevede sia una maggiore trasparenza sia una più stringente disciplina prudenziale su composizione e valorizzazione del portafoglio.

Il Regolamento prevede altresì specifiche disposizioni in materia di: *eligible assets* e regole di diversificazione del portafoglio; valutazione interna della qualità creditizia e *stress test*; requisiti di trasparenza; *know your customer policy*.

## 2 Il recepimento della normativa europea e l'attività regolamentare

Nel corso del 2017 la Consob ha svolto un'intensa attività regolamentare, oltre a fornire, come di consueto, il proprio supporto tecnico al MEF nell'elaborazione della normativa nazionale in materia di mercati finanziari, derivante in larga parte dal processo di adeguamento alla legislazione di matrice europea. In questo ambito, un ruolo centrale ha avuto l'attività di trasposizione nell'ordinamento domestico, tramite il d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129, della Direttiva MiFID II e del Regolamento MiFIR, con cui è stata ridisegnata l'architettura dei mercati di strumenti finanziari con un particolare *focus* sulla tutela degli investitori e sull'efficienza e trasparenza delle sedi di negoziazione.

Facendo seguito al recepimento della normativa europea, la Consob ha provveduto a modificare il Regolamento Intermediari (approvato con delibera 20307 del 15 febbraio 2018) e il Regolamento Mercati (adottato con delibera 20249 del 28 dicembre 2017; si veda il successivo Capitolo VI 'L'attività regolamentare', Parte B).

A decorrere dal 3 luglio 2016 trovano applicazione in Italia le nuove disposizioni introdotte dal Regolamento (UE) n. 596/2014 (Market Abuse Regulation - MAR) e dalle relative norme tecniche di regolamentazione e di attuazione in materia di abusi di mercato.

Il Regolamento MAR ha avviato un processo di armonizzazione in ambito europeo delle regole applicabili alla comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate, dei presidi volti a garantire la tutela della riservatezza, nonché delle regole in tema di trasparenza delle operazioni effettuate dagli esponenti aziendali degli emittenti e di *fair presentation* delle raccomandazioni di investimento. Al riguardo, la Consob ha comunicato all'ESMA l'intenzione di conformarsi e attuare nell'ordinamento nazionale gli Orientamenti da questa emanati ai sensi degli articoli 11 e 17, paragrafo 11, del Regolamento, in tema di sondaggi di mercato e di ritardo nella pubblicazione di informazioni privilegiate. I primi si applicano dal 10 gennaio 2017, i secondi dal 20 dicembre 2016.

Il 30 settembre 2016 l'ESMA ha inoltre adottato gli ultimi Orientamenti richiesti dal Regolamento MAR, che riguardano le informazioni privilegiate oggetto di pubblicazione nei mercati di derivati su merci. Le disposizioni si applicano a partire dal 17 marzo 2017.

Con l'adozione della delibera 19925 del 22 marzo 2017 la Commissione ha adeguato al nuovo quadro normativo sugli abusi di mercato i

propri Regolamenti Emittenti e Mercati, nonché del Regolamento sulle operazioni con parti correlate.

Ad esito dei lavori, la Consob ha ravvisato l'esigenza di predisporre adeguati strumenti per consentire agli operatori di ricostruire agevolmente il complesso della disciplina di settore, costituita in parte da disposizioni UE direttamente applicabili nel territorio nazionale e in parte da disposizioni domestiche adottate in attuazione di quelle europee, offrendo orientamenti di tipo applicativo. Tali orientamenti hanno preso la forma di linee-guida, attinenti rispettivamente alla gestione delle informazioni privilegiate e alle raccomandazioni di investimento, definitivamente adottate a ottobre 2017, dopo essere state sottoposte a consultazione pubblica ed essere state oggetto di un ciclo di incontri dedicati al confronto con le varie associazioni rappresentative dei soggetti interessati.

Con delibera Consob 20204 del 29 novembre 2017 è stato modificato anche il Regolamento Equity crowdfunding (Regolamento Consob 18592 del 26 giugno 2013 e successive modificazioni) in recepimento delle novità introdotte dalla legge 11 dicembre 2016, n. 232 (Legge di bilancio 2017), che ha esteso la relativa normativa contenuta nel Tuf – precedentemente limitata alle *start-up* e alle PMI innovative – a tutte le PMI, come definite dalla disciplina dell'Unione europea.

Nel corso del 2017 sono state altresì apportate modifiche al Regolamento Emittenti e al Regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio, al fine di recepire le disposizioni della Direttiva 2014/91/UE (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities - UCITS V).

Con delibera 20250 del 28 dicembre 2017 il Regolamento Emittenti è stato adeguato alle modifiche apportate al Tuf dal decreto legislativo 14 novembre 2016, n. 244, di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del Regolamento (UE) n. 1286/2014, relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (Packaged Retail and Insurance-based Investment Products - PRIIPs).

Il lavoro di recepimento della Direttiva MiFID II ha costituito l'occasione per l'introduzione nel Tuf di una disciplina unitaria dei sistemi di segnalazione delle violazioni nel settore finanziario soggetto a regolamentazione. La nuova disciplina, contenuta negli articoli 4-*undecies* e 4-*duodecies* concerne, rispettivamente, il *whistleblowing* interno e il *whistleblowing* esterno.

In particolare, il *whistleblowing* interno riguarda i sistemi per la segnalazione all'interno delle istituzioni, da parte del personale, di fatti che possono costituire violazioni delle norme disciplinanti l'attività svolta. Il *whistleblowing* esterno, invece, riguarda i sistemi di segnalazione alle autorità pubbliche competenti di fatti che possono costituire violazioni della normativa.

Dal 3 gennaio 2018, a norma dell'art. 4-*duodecies* del Tuf, il personale dei soggetti indicati dall'art. 4-*undecies* può trasmettere alla Consob le citate segnalazioni.

A tal fine, l'Istituto ha attivato due canali dedicati, telefonico e telematico, per la ricezione immediata delle segnalazioni. Ai sensi della Direttiva (UE) 2015/2392 relativa al Regolamento (UE) n. 596/2014 in materia di abusi di mercato, attraverso i medesimi canali è possibile inviare alla Consob anche segnalazioni su presunte violazioni del suddetto Regolamento.

Nel mese di novembre 2017, infine, la Consob ha condotto una breve consultazione pubblica sulle proposte di integrazione ai Regolamenti in materia di intermediari, mercati ed *equity crowdfunding*, finalizzate a dare attuazione alla disposizione di cui all'articolo 4-*undecies*, comma 4, del Tuf in materia di *whistleblowing* (si veda il successivo Capitolo VI 'L'attività regolamentare', Parte B).

Nel corso del 2017 è stata inoltre data attuazione al decreto legislativo 30 dicembre 2016, n. 254, relativo alla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario, con delibera 20267 del 18 gennaio 2018 (per maggiori dettagli si rimanda al Capitolo VI 'L'attività regolamentare', Parte B).

La Consob ha fornito altresì il proprio supporto tecnico per la stesura della legge 25 ottobre 2017, n. 163 (Legge di delegazione europea 2016-2017), con riferimento al recepimento a livello nazionale di diverse Direttive e Regolamenti europei.

Si tratta in particolare della seguente normativa: Direttiva (UE) 2017/828 sui diritti degli azionisti, che ha integrato e modificato alcune parti della precedente direttiva in materia; nuovo Regolamento (UE) 2016/1011 sui *benchmark*, volto a definire regole armonizzate per la produzione, la contribuzione e l'uso di indici usati come riferimento per la determinazione del *pay-out* degli strumenti finanziari e dei contratti finanziari o per misurare la *performance* di fondi di investimento; Direttiva (UE) 2016/97 sulla distribuzione assicurativa (Insurance Distribution Directive - IDD); nuovo Regolamento (UE) 2015/2365 sulla trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli e del riutilizzo (Securities Financing Transactions - SFTs), che ha dettato regole armonizzate per l'autorizzazione e la vigilanza sui depositari centrali.

La medesima legge inoltre reca i principi e criteri direttivi per la delega al Governo al fine di apportare al Tuf le modifiche necessarie per la piena attuazione del Regolamento MAR e delle relative norme tecniche di regolamentazione.

# Le attività svolte e le linee III di indirizzo per il 2018

## 1 I mercati

Nel corso del 2017 la Consob ha intensificato l'attività di monitoraggio sugli emittenti quotati italiani con riferimento alle cosiddette informazioni contenute nelle ricerche prodotte da analisti e agenzie di rating (cosiddette informazioni di tipo 'derivato').

Tale attività ha tenuto conto anche delle novità introdotte dal Regolamento MAR nonché delle indicazioni fornite dalla Consob al mercato nelle linee-guida sulle raccomandazioni di investimento, pubblicate nel corso del 2017, finalizzate a fornire agli operatori chiarimenti sulla corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento e sulla *disclosure* dei conflitti di interessi. Le linee-guida hanno anche chiarito le condizioni e le circostanze in presenza delle quali può essere esercitato, da parte della Commissione, il potere di richiedere la pubblicazione delle raccomandazioni di investimento (si veda il Capitolo VI 'L'attività regolamentare', Parte B).

Nel corso dell'anno è stato inoltre avviato un confronto, che è proseguito nei primi mesi del 2018, con il Consiglio Nazionale dell'Ordine dei Giornalisti (CNOG), finalizzato alla revisione della 'Carta dei doveri dell'informazione economica', la cui ultima versione risale al 2007.

La nuova Carta dei doveri, una volta approvata dal CNOG e poi dalla Consob, andrà a disciplinare una serie di aspetti tra cui la verifica delle fonti, il comportamento da adottare in caso di conflitti di interessi e la pubblicazione di articoli che contengono raccomandazioni di investimento elaborate dallo stesso giornalista o da terzi.

Nel primo trimestre del 2018 risultano in corso numerose attività che si pongono in continuità con l'anno precedente ovvero danno avvio a nuove iniziative.

In particolare, è in corso l'elaborazione di linee-guida che, nel rispetto dei vincoli normativi, consentono alle PMI una gestione semplificata delle informazioni privilegiate, delle comunicazioni al pubblico e dei rapporti con analisti finanziari e agenzie di rating.

È stato altresì avviato un processo di emanazione di linee-guida o guide operative volte, unitamente a iniziative di *industry education*, a rendere

più agevole ed efficace la transizione verso il nuovo regime delineato da MiFID II-MiFIR. Tale processo dovrebbe concludersi nel primo semestre dell'anno.

Per la parte relativa ai mercati, le linee-guida potranno riguardare i requisiti organizzativi e operativi delle *trading venues* e la qualità delle informazioni di vigilanza, in attuazione delle regole di trasparenza, *transaction reporting* e *position reporting*.

Inoltre, sono iniziati nel 2018 e proseguiranno nel corso dell'anno il monitoraggio dell'evoluzione della microstruttura dei mercati e la mappatura degli strumenti finanziari complessi ammessi alle negoziazioni sulle *trading venues* italiane.

Il 2018 sarà segnato anche dalle prospettive internazionali di riassetto dei mercati nel contesto dei negoziati per la Brexit. Le sedi di negoziazione italiane potrebbero procedere alla richiesta di riconoscimento dei mercati da esse gestiti in paesi extra-UE, ivi incluso il Regno Unito. Si potrebbe affermare una strategia di 'esportazione dei servizi'. In tale ottica assumeranno un ruolo centrale gli accordi di cooperazione tra Consob e autorità extra-UE e le conseguenti analisi di equivalenza tra sistemi legislativi, regolamentari e di vigilanza di paesi terzi.

Nel corso del 2018 la vigilanza punterà a migliorare e razionalizzare l'attività di *market intelligence*, potenziando la capacità di rilevazione di fenomeni di abuso di mercato a fronte della crescente frammentazione degli scambi.

Saranno verificate le corrette modalità di individuazione della natura privilegiata delle informazioni e la corretta applicazione della disciplina sul ritardo delle comunicazioni al pubblico da parte degli emittenti (art. 17, comma 4 e comma 5 del Regolamento MAR).

Infine, verrà potenziata la vigilanza sulle controparti centrali e sulle controparti finanziarie e non finanziarie di contratti derivati, oltretutto sui depositari centrali. Si cercherà un maggiore coordinamento tra le autorità competenti nell'ambito della vigilanza svolta ai sensi delle disposizioni EMIR e del CSDR.

Infine, nel 2018 proseguiranno i lavori necessari per la ri-autorizzazione, ai sensi del Regolamento CSDR, del depositario centrale italiano Monte Titoli.

## 2 Gli emittenti

### 2.1 L'informativa finanziaria

Nel corso del 2017 la vigilanza informativa sui prospetti di prodotti *equity* ha riguardato numerose operazioni di ammissione a quotazione stimulate da un rinnovato interesse da parte degli investitori istituzionali nel

mercato dei capitali italiano e dall'operatività di nuovi strumenti volti a facilitare l'apertura delle PMI al mercato dei capitali.

Con riferimento alle società quotate, la Commissione ha esaminato varie operazioni di ricapitalizzazione tra cui quelle di emittenti bancari, in alcuni casi realizzate in ottemperanza alle richieste della Banca centrale europea. L'attività di controllo ha altresì riguardato operazioni di riassetto organizzativo e operativo, quali cessioni di *non-performing loans* (NPLs) e aggregazioni, poste in essere da banche non quotate.

Nei primi tre mesi del 2018, la vigilanza informativa sui prospetti *equity* ha continuato a presidiare i fenomeni prima descritti e in tal senso proseguirà nel corso dell'anno. Particolare attenzione sarà prestata alle operazioni di patrimonializzazione degli intermediari bancari non quotati, in considerazione del permanere delle tensioni che interessano il sistema bancario, dell'evoluzione del quadro normativo di riferimento e della annunciata riforma degli assetti di vigilanza sul settore finanziario.

L'attività istruttoria sui prospetti si focalizzerà sull'esame delle ricerche di mercato prodotte dagli *equity analyst* nella fase di *pre-marketing* del processo di ammissione a quotazione. I controlli si concentreranno sulle informazioni chiave da includere nel prospetto relativamente ai dati previsionali, anche alla luce della nuova disciplina prospetto e dello sviluppo degli *SME Growth Markets*. Infine, si cercherà una maggiore standardizzazione dell'informazione da rendere nei prospetti di aumento di capitale sulla base degli elementi che emergeranno dalla collaborazione con Banca d'Italia.

La vigilanza punterà altresì a migliorare il *listing environment*, anche per le PMI, e a promuovere il *private placement*, basandosi sulle migliori prassi di mercato. A tale fine sarà importante migliorare la trasparenza informativa in ordine a specifiche tematiche previste dagli schemi di prospetto per Ipo e aumenti di capitale ed emerse nel corso dell'attività di vigilanza.

La vigilanza sui prospetti di ammissione a quotazione terrà conto della nuova disciplina prevista dall'art. 66 del Tuf, relativa alla separazione tra ammissione a quotazione e ammissione alle negoziazioni, attraverso la ridefinizione del processo operativo e l'individuazione delle informazioni relative all'emittente da acquisire da Borsa Italiana nell'ambito delle istruttorie.

Nel 2017 la Commissione ha monitorato l'applicazione da parte degli operatori della Raccomandazione 0096857 del 2016, recante linee-guida in materia di inserimento e redazione delle 'avvertenze per l'investitore' nei prospetti di offerta al pubblico e/o ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari. Tali avvertenze hanno la finalità di dare risalto in via immediata, chiara, sintetica e comprensibile ai più significativi e rilevanti profili di criticità dell'emittente e dell'investimento proposto.

Per quanto concerne gli emittenti bancari di strumenti finanziari comunitari *non-equity*, nel corso del 2017 sono state recepite nel prospetto, ove disponibili, le principali risultanze del processo annuale di revisione e valutazione prudenziale (*supervisory review and evaluation process* - SREP) condotto dalle competenti autorità di vigilanza, nonché apposite informazioni in merito alla prossima adozione di principi contabili internazionali.

Nel 2018 i controlli sui prospetti *non-equity* terranno conto degli esiti degli *stress test*, nonché della perdurante evoluzione del quadro normativo di riferimento relativo al settore bancario, da cui potranno scaturire modifiche all'informativa concernente le esposizioni creditizie e alle strategie di *funding*.

Come di consueto, nel corso del 2017 l'attività dell'Istituto si è avvalsa del meccanismo della vigilanza campionaria, ai sensi dell'art. 89-*quater* del Regolamento Emittenti, conformemente alle priorità individuate dall'ESMA in materia di *enforcement* nel documento '*European common enforcement priorities for 2016 financial statements*' (ECEP) del 28 ottobre 2016.

Per gli emittenti bancari e assicurativi l'attenzione si è concentrata su specifici profili di criticità, concernenti ad esempio l'alta incidenza in bilancio dei *non-performing loans* (NPLs) o gli impatti significativi che possono derivare dall'introduzione dell'IFRS 9.

Per gli emittenti non finanziari i parametri di rischio utilizzati sono stati i seguenti: la correttezza dell'informativa resa in bilancio in relazione alla rappresentazione della *performance* economica; la classificazione e misurazione degli strumenti finanziari nei casi in cui la distinzione tra strumenti di capitale e passività finanziarie richiede maggior discrezionalità; le incertezze sulla recuperabilità degli *asset* in bilancio attraverso l'applicazione dell'*impairment*; le criticità nell'andamento economico-finanziario e nella solvibilità finanziaria; gli effetti dell'applicazione di nuovi principi contabili e la relativa *disclosure*, con particolare riferimento al suddetto IFRS 9 e all'IFRS 15 '*Revenue from Contracts with Customers*'.

In particolare, l'IFRS 9 sostituisce il precedente principio contabile IAS 39 e introduce significativi cambiamenti in materia di classificazione e misurazione, *impairment* e *hedge accounting* degli strumenti finanziari, richiedendo nuove competenze di tipo statistico per la previsione delle 'perdite attese'. L'IFRS 15 sostituisce lo IAS 18 e lo IAS 11 e stabilisce nuovi criteri per la rilevazione e misurazione dei ricavi e delle attività su commesse.

La Consob dedicherà particolare attenzione al rafforzamento della vigilanza sull'informativa finanziaria relativa alla prima applicazione dei nuovi principi contabili anche nel 2018, in linea con le indicazioni dell'ESMA sulle priorità di vigilanza per i bilanci 2017, da esaminarsi nel 2018.

Nel documento ECEP 2017, elaborato lo scorso ottobre, oltre alla *disclosure* da rendere in relazione alla transizione ai nuovi principi contabili IFRS 9, IFRS 15 e IFRS 16, relativi rispettivamente agli strumenti finanziari, ai ricavi e al *leasing*, sono

state individuate le seguenti aree tematiche: problematiche connesse all'IFRS 3, relativo alle aggregazioni aziendali, con particolare riferimento ai temi della contabilizzazione e del *measurement*; IAS 7, relativo al rendiconto finanziario, con particolare riguardo alla riconciliazione della posizione finanziaria netta (*net debt reconciliation*) con le voci esposte nello stato patrimoniale.

In materia di *enforcement* dell'informativa finanziaria, nel corso dell'anno l'ESMA ha condotto una verifica circa la convergenza raggiunta dalle autorità nazionali competenti. Ad esito della *peer review*, l'ESMA ha valutato positivamente il sistema di selezione del campione di vigilanza adottato dalla Consob e le procedure di analisi delle informazioni finanziarie diffuse dagli emittenti inclusi nel campione.

## 2.2 L'informativa non finanziaria

Nel corso del 2018, gli enti di interesse pubblico (EIP) rilevanti pubblicheranno per la prima volta la Dichiarazione non finanziaria ai sensi della Direttiva 2013/34/UE (cosiddetta Direttiva Accounting), come modificata dalla Direttiva 2014/95/UE, recepita nell'ordinamento nazionale con il d.lgs. 254/2016.

La Consob, pertanto, vigilerà per la prima volta sulle informazioni di carattere non finanziario pubblicate da EIP rilevanti. A tal fine, sarà necessario definire modelli, procedure e strumenti di vigilanza adeguati.

Pur riconoscendo che al fine di ottemperare alle citate disposizioni gli EIP possono avvalersi di diversi format, l'ESMA ha evidenziato come possano essere di ausilio per gli emittenti le *Guidelines on non-financial reporting* pubblicate dalla Commissione europea (al riguardo si veda il documento ESMA ECEP 2017).

La Consob svolgerà la propria attività di vigilanza su base campionaria e terrà conto della rilevanza che le informazioni non finanziarie assumeranno per il mercato. In particolare, nel 2018 si provvederà ad avviare la raccolta delle informazioni, definire le modalità di trattamento delle stesse ed elaborare un primo campione di emittenti da sottoporre a controllo. Nel 2019 si analizzerà il numero dei soggetti che in via obbligatoria o volontaria pubblicano le informazioni non finanziarie e il grado di rilevanza delle informazioni per il mercato. Il modello di vigilanza sarà definito compiutamente nel 2020.

In linea con la rilevanza acquisita nel tempo, il d.lgs. 254/2016 ha attribuito al collegio sindacale il compito di vigilare sul rispetto dei nuovi obblighi di trasparenza e, in particolare, sull'adeguatezza del sistema di controllo interno, del sistema amministrativo-contabile e della struttura organizzativa delle società, al fine di consentire una corretta e completa rappresentazione dell'attività di impresa, dei suoi risultati e del suo impatto in termini ambientali e sociali.

Data la rilevanza dell'interlocuzione con gli organi di controllo, nei primi mesi del 2018 la Consob ha avviato confronti con emittenti e revisori tesi a migliorare la comprensione dei rispettivi ruoli nell'adempimento dei nuovi obblighi di informazione del pubblico.

### 2.3 La *corporate governance* e il controllo societario

Nell'ambito delle attività di vigilanza in materia di *corporate governance* programmate per il 2017, la Consob ha proseguito il monitoraggio, avviato nel precedente biennio, dell'informativa resa al pubblico in materia di controlli interni, adesione al Codice di autodisciplina e remunerazioni degli amministratori esecutivi in società di recente quotazione o particolarmente rappresentative del mercato.

Su tutte le aree del governo societario, la Consob ha interloquito con gli organi di controllo per verificarne lo svolgimento dei compiti di vigilanza, anche in chiave preventiva e continuativa, e rendere più tempestiva la rilevazione di criticità o di aree di miglioramento nella *governance* degli emittenti. L'esperienza più recente testimonia un'accresciuta comprensione e un più efficace svolgimento dei relativi compiti di vigilanza preventiva e continuativa sul rispetto delle regole.

La vigilanza sull'adempimento da parte degli organi di controllo dei compiti di verifica sull'adeguatezza dei sistemi di controllo interno e sul rispetto dei principi di corretta amministrazione ha evidenziato alcune situazioni caratterizzate da significative carenze del sistema di controllo interno, talvolta accompagnate da violazioni dei principi di corretta amministrazione, quali assenza di presidi di controllo sull'operato dei dirigenti apicali, mancanza di una puntuale definizione di ruoli, compiti e relative responsabilità nella gestione della società, alterazione sistematica di dati inerenti all'attività tipica dell'emittente e, più in generale, inadeguatezza di processi e procedure aziendali.

Nel corso dei primi mesi del 2018, si conferma la centralità delle attività di vigilanza sulla valutazione dell'indipendenza dei consiglieri qualificatisi come tali e della corretta individuazione e gestione delle situazioni di conflitto di interessi tra società e suoi azionisti.

Da un lato, infatti, i processi di concreta valutazione dell'indipendenza, anche in emittenti a elevata capitalizzazione, hanno mostrato l'esistenza di significative aree di miglioramento in presenza di relazioni tra consiglieri qualificatisi indipendenti e soci non adeguatamente portate all'attenzione del consiglio di amministrazione. Dall'altro, la verifica delle modalità di gestione delle situazioni di conflitto di interessi ha riguardato operazioni che, benché poste in essere con controparti terze, sono caratterizzate dalla presenza di interessi significativi di parti correlate e pertanto sono state sottoposte in via volontaria alle medesime procedure deliberative, nell'ottica di un'applicazione sostanziale della disciplina.

Nell'ambito delle attività di vigilanza preventiva, nel 2017 le procedure adottate per il compimento delle operazioni con parti correlate ai sensi del Regolamento Consob sono state esaminate sotto il profilo dell'adeguatezza e dell'aggiornamento rispetto a mutamenti degli assetti proprietari, anche al fine di verificare le valutazioni svolte dagli organi sociali sui *fine tuning* suggeriti dalla prassi applicativa.

Di particolare importanza è risultata la verifica dell'adeguatezza delle procedure degli emittenti di recente quotazione e delle società quotate facenti ricorso a strumenti di separazione tra proprietà e controllo, in particolare quelle che hanno adottato gli strumenti delle azioni a voto maggiorato e plurimo introdotti nel 2014 dal Legislatore.

La vigilanza sull'applicazione della disciplina in materia di operazioni con parti correlate è stata condotta mediante l'interlocuzione con le società e i loro organi di controllo, al fine di esaminare le modalità di trattazione delle operazioni e verificare in concreto il corretto svolgimento dei compiti attribuiti a ciascuno dei soggetti coinvolti.

L'attività svolta nel corso del 2017 ha evidenziato il rischio che l'interpretazione formalistica e restrittiva degli elementi funzionali a definire l'ambito applicativo della disciplina potrebbe determinare un'elusione sul piano sostanziale dei presidi previsti per tali operazioni. È questo il caso di applicazioni restrittive delle definizioni di parti correlate e della rilevanza dell'operazione che possono portare, da un lato, a negare l'esistenza di rapporti di correlazione tra l'emittente ed entità riferibili al socio di riferimento e, dall'altro, a sottostimare la rilevanza quantitativa di operazioni complesse o pluriennali, ove non considerate nella loro interezza, e di modifiche di operazioni già qualificate come di maggiore rilevanza.

Come negli anni precedenti, la stagione assembleare 2017 è stata caratterizzata dalla crescente partecipazione degli investitori istituzionali, in particolare nelle società a più elevata capitalizzazione.

Gli investitori istituzionali di maggiori dimensioni o con più spiccata vocazione di *stewardship* sono sempre più attivi nella diretta interlocuzione con le società, anche per i profili attinenti al governo societario e alle tematiche sociali e ambientali. La migliore e più recente prassi degli emittenti di grandi dimensioni nel dialogo con gli investitori mostra, da un lato, l'affiancamento alle usuali funzioni di *investor relations* di strutture aziendali specializzate nelle tematiche di *environmental social governance* (ESG) e, dall'altro, l'attribuzione al presidente dell'organo amministrativo di un ruolo di alta supervisione delle relazioni con gli azionisti, a conferma della rilevanza strategica di tali attività.

Nel 2018 la Consob monitorerà l'informativa *pre*-assembleare resa dagli emittenti, anche in considerazione dell'interesse di recente manifestato dai soci di minoranza qualificata di alcune società quotate a svolgere un attivo ruolo di partecipazione alla vita delle società, tramite la rappresentanza nell'organo amministrativo e l'attento scrutinio del *management* e delle sue decisioni.

Su questi temi, la Consob già dai primi mesi dell'anno ha seguito la dialettica tra azionisti e società, al fine di verificare il rispetto delle regole di trasparenza e corretta interlocuzione tra le parti interessate e l'esercizio da parte delle minoranze dei diritti a queste spettanti.

In continuità con le iniziative svolte nell'anno appena concluso, anche per il 2018 l'attività di vigilanza preventiva si focalizzerà sul monitoraggio di struttura e funzionamento del sistema di governo societario degli emittenti e dei possibili conflitti di interesse.

In tali ambiti, la vigilanza prosegue nel monitoraggio delle procedure adottate per il compimento delle operazioni con parti correlate ai sensi del Regolamento Consob, verificandone l'adeguatezza rispetto alle caratteristiche degli assetti proprietari e di *governance* dell'emittente in termini di deviazione dal principio *one-share-one-vote*.

Inoltre, nella verifica della qualità del sistema di *governance* si darà particolare risalto alle politiche di remunerazione e ai controlli interni, nonché alla completezza dell'informativa resa in materia.

A fine 2017, due società di grandi dimensioni (Unicredit e Mediaset) hanno adottato modifiche statutarie volte a prevedere la facoltà per il consiglio di amministrazione uscente di presentare una lista di candidati per il rinnovo dell'organo amministrativo. La presentazione di una lista da parte del consiglio di amministrazione uscente è storicamente avvenuta in un numero molto limitato di casi, nei quali per via della polverizzazione dell'azionariato il consiglio di amministrazione uscente ha svolto un ruolo suppletivo rispetto ai soci, titolari del potere di presentare le liste di candidati ai sensi di legge.

Con riferimento alla vigilanza sull'evoluzione dell'azionariato delle società quotate, nel primo trimestre del 2018 la Commissione ha rivolto particolare attenzione agli aumenti di capitale fortemente diluitivi realizzati da società bancarie.

In particolare, nel febbraio 2018 la Commissione ha emesso il Richiamo di attenzione sull'aumento di capitale fortemente diluitivo di Credito Valtellinese e sui temi connessi all'utilizzo del modello *rolling* e alla *product governance*.

Tale aumento presenta caratteristiche di forte diluizione con il rischio che durante il periodo di offerta in opzione delle nuove azioni si verificano anomalie nel processo di formazione dei prezzi. In particolare potrebbe verificarsi una sopravvalutazione del prezzo di mercato delle azioni rispetto al loro valore teorico.

Nel richiamo di attenzione la Commissione sottolinea che per prevenire tale rischio, l'aumento di capitale sarà gestito secondo il cosiddetto modello *rolling*. Tale modello, ampiamente descritto nella comunicazione Consob 88305 del 5 ottobre 2016, prevede che, una volta iniziato l'aumento, sia possibile esercitare i diritti di opzione in ciascun giorno dell'aumento a partire dal terzo e ricevere immediatamente

le azioni di nuova emissione. La consegna 'anticipata' delle azioni di nuova emissione permette di effettuare attività di arbitraggio, consistenti nell'acquisto dei diritti di opzione e nella successiva vendita di un numero di azioni pari a quello delle azioni che si riceveranno esercitando i diritti, già a partire dal primo giorno di avvio dell'aumento di capitale. Tale attività, a sua volta, permette di prevenire le eventuali anomalie di prezzo suindicate. In alternativa, i diritti di opzione potranno essere esercitati secondo il modello tradizionale, con la consegna delle azioni di nuova emissione alla fine dell'aumento.

Alla luce della nuova disciplina di derivazione MiFID II, nel medesimo documento la Consob ha richiamato l'attenzione sulla necessità che gli intermediari 'distributori' (ossia i soggetti che offrono, raccomandano o vendono un servizio e un prodotto di investimento a un cliente) tengano conto, nell'ambito delle proprie procedure, delle indicazioni fornite da Credito Valtellinese Spa ad esito del processo di *product governance*.

Nello stesso periodo la Consob è stata impegnata anche nel monitoraggio di numerose operazioni di riassetto del controllo degli emittenti quotati sui mercati regolamentati o negoziati sull'AIM Italia realizzate tramite offerte pubbliche di acquisto anche volte al *delisting* degli emittenti; complessivamente si sono registrate 12 operazioni, fra offerte in corso o annunciate al mercato, che hanno interessato anche società a elevata capitalizzazione.

## 2.4 Le società di revisione

L'attività di vigilanza sui revisori legali ha risentito sia della maggiore armonizzazione richiesta dalla riforma europea del settore sia dello specifico contesto nazionale, che ha posto la necessità di valutare l'operato dei revisori con particolare riferimento a taluni casi di crisi bancarie.

I significativi cambiamenti apportati alla disciplina della revisione legale dalle nuove disposizioni europee hanno reso necessario fornire agli operatori del settore chiarimenti interpretativi per garantire un approccio applicativo omogeneo.

A tal fine, un ruolo fondamentale è svolto dal CEAOB (Committee of European Audit Oversight Board), tra i cui compiti istituzionali figura quello di agevolare lo scambio di informazioni e la cooperazione tra le autorità di supervisione europee. Le attività attraverso le quali il suddetto obiettivo strategico deve essere raggiunto sono state distinte in cinque aree tematiche, con riguardo a ciascuna delle quali nell'ambito del CEAOB sono stati istituiti sottogruppi di lavoro permanenti.

Nel 2017 hanno inoltre assunto piena operatività le attività dei 'Collegi di autorità competenti' (*Colleges of Regulators*), la cui istituzione è stata prevista dal Regolamento (UE) n. 537/2014 e ai quali la Consob partecipa, al fine di agevolare e coordinare l'esercizio delle funzioni di vigilanza relativamente ai più importanti *network* internazionali della

revisione, anche attraverso l'elaborazione di posizioni comuni sugli interventi correttivi da realizzare.

Anche alla luce delle indicazioni metodologiche rivenienti dalle suddette attività di coordinamento, la vigilanza sui revisori legali ha avuto ad oggetto controlli di qualità ed *enforcement* su specifici casi (si veda il Capitolo II 'La vigilanza su emittenti e società di revisione', Parte B). Inoltre, per la prima volta nel 2017 alcune attività sono state svolte in collaborazione con l'Autorità di vigilanza statunitense sui revisori (Public Company Accounting Oversight Board - PCAOB), come previsto dall'apposito accordo di cooperazione internazionale sottoscritto a fine 2016.

Nel primo trimestre del 2018 sono proseguiti i controlli di qualità sulle società di revisione e sui revisori legali che svolgono incarichi su EIP e su enti sottoposti a regime intermedio (ESRI), ai fini della valutazione del sistema di controllo interno delle società di revisione e della conformità ai principi di revisione e ai requisiti di indipendenza delle procedure adottate e dei lavori svolti. A questi controlli, che proseguiranno nell'anno in corso, si affiancherà un'attività di *enforcement* sugli incarichi di revisione oggetto di segnalazione, al fine di valutare la correttezza dell'operato dei revisori.

Inoltre, in conformità alle nuove disposizioni europee, si intende realizzare un completo e aggiornato set informativo sulle società di revisione vigilate.

### 3 Gli intermediari

#### 3.1 Gli intermediari bancari autorizzati alla prestazione di servizi di investimento

Nel corso del 2017 la vigilanza sulla prestazione di servizi di investimento è stata indirizzata, come di consueto secondo una logica *risk based*, alla verifica delle modalità operative adottate dagli intermediari bancari in conflitto di interessi nella distribuzione di titoli di propria emissione, con particolare riferimento al caso in cui gli operatori fossero nella necessità di far fronte a significative esigenze di ripatrimonializzazione.

Sono quindi proseguite le indagini sul grado di concentrazione dei portafogli della clientela, nonché sull'operatività in titoli di propria emissione da parte degli emittenti bancari con titoli diffusi.

La distribuzione di titoli di propria emissione sarà oggetto di particolare attenzione anche nel corso del 2018, alla luce della nuova disciplina in tema di *product governance* e delle innovazioni in materia di remunerazione del personale e *disclosure* di costi e oneri applicati alla clientela.

Il tema è stato oggetto del già citato richiamo di attenzione della Consob del febbraio 2018 sull'aumento di capitale con diritto d'opzione sulle azioni di Credito Valtellinese, ove la Commissione sottolineava la necessità per gli intermediari 'distributori' di tener conto dell'esito del processo di *product governance* (si veda il precedente paragrafo 'Gli emittenti').

La definizione rigorosa e coerente del *target market* di riferimento, anche per i prodotti in conflitto di interessi, costituisce il punto di partenza da cui le banche dovranno muovere per declinare gli orientamenti commerciali in una logica di servizio nell'interesse del cliente. Le principali leve gestionali (pianificazione, budget, formulazione di obiettivi alla rete e connessa incentivazione del personale) non potranno infatti prescindere dalle risultanze del processo di *product governance*.

In ragione dei significativi mutamenti intervenuti nelle norme sulla *disclosure* dei costi, infine, sarà necessario monitorare la declinazione operativa delle indicazioni normative da parte del sistema bancario, al fine di assicurare omogeneità di approcci e confrontabilità delle offerte dei diversi operatori.

Nei primi mesi del 2018 sono stati svolti una serie di incontri con le principali banche nazionali per valutare come siano state implementate le principali modifiche normative derivanti dall'entrata in vigore della MiFID II nell'ambito dei processi aziendali.

Nello stesso periodo, attraverso la pubblicazione di un'apposita comunicazione della Commissione, è stato richiesto a tutte le banche di fornire, entro la fine di aprile 2018, informazioni sulle misure adottate per conformarsi alle nuove prescrizioni introdotte dalla normativa di recepimento della MiFID II. Tali informazioni vanno inserite nell'ambito della '*Relazione sulle modalità di svolgimento dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori e dell'attività di distribuzione di prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione o da banche*' di cui alla delibera Consob 17297/2010.

### 3.2 Le imprese di investimento e le società di gestione di portali di *equity crowdfunding*

Nel corso del 2017, in linea con un approccio *risk based*, è proseguita l'attività di verifica e monitoraggio dell'operatività di Sim e imprese di investimento europee per assicurare che la finalità di servire al meglio i bisogni dei clienti non fosse disattesa da condotte opportunistiche.

In questa ottica, la vigilanza si è focalizzata sui comportamenti pregiudizievoli del rispetto delle regole di correttezza e trasparenza nei confronti della clientela *retail* e sulla verifica della coerenza delle strategie di offerta di servizi di investimento con le disposizioni nazionali ed europee.

Particolare attenzione è stata rivolta alla verifica dei processi di valutazione di adeguatezza, con riferimento ai temi della corretta profilatura della clientela e della congruenza tra informazioni acquisite e mappatura dei prodotti

finanziari offerti o consigliati. Le verifiche relative alle Sim si sono inoltre concentrate sulla definizione degli assetti procedurali per il corretto adempimento delle regole di comportamento nei riguardi della clientela.

Nell'anno in corso, inoltre, la Consob proseguirà le verifiche sulle imprese di investimento europee presenti in Italia attraverso succursali, con particolare riferimento alla distribuzione di strumenti finanziari ad alto rischio (*contract for difference* - CFD, *rolling spot forex* e opzioni binarie).

Nel mese di febbraio 2017, la Commissione ha pubblicato una comunicazione a tutela degli investitori italiani riferita ai rischi connessi all'investimento in *CFD*, *rolling spot forex* e opzioni binarie. Tali prodotti, particolarmente complessi e rischiosi, sono spesso offerti da imprese di investimento o banche comunitarie che operano in Italia sulla base dell'autorizzazione concessa dall'autorità di vigilanza del loro paese di origine, nonché da numerosi soggetti abusivi, ossia soggetti sprovvisti di autorizzazione a operare nel nostro Paese, che offrono tali contratti tramite internet e che non sono sottoposti a vigilanza da parte di alcuna autorità.

Ad esito degli approfondimenti condotti nell'ambito di un'apposita *task force* sui CFD cui partecipa anche la Consob, l'ESMA ha avviato, nel gennaio 2018, una consultazione pubblica sulle misure di *product intervention* da adottare a livello europeo e ha adottato, nel mese di marzo, misure di divieto e restrizione su opzioni binarie e CFD.

In particolare, tali misure prevedono un divieto di commercializzazione, distribuzione o vendita di opzioni binarie a investitori al dettaglio e una limitazione concernente la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di CFD a investitori al dettaglio.

Si tratta del primo caso di *product intervention* operato ai sensi del Regolamento MiFIR. Come già anticipato, la norma ha rafforzato i poteri delle autorità competenti al fine di innalzare i presidi a tutela dei risparmiatori. Il disposto normativo prevede, tuttavia, che l'ESMA possa solo introdurre misure temporanee su base trimestrale. Entro la fine del trimestre successivo, pertanto, l'ESMA vaglierà la necessità di prorogare le misure d'intervento per altri tre mesi.

Nel 2018 la vigilanza dell'Istituto si focalizzerà sulla verifica dei presidi organizzativi e procedurali predisposti dalle Sim, anche alla luce delle novità introdotte nell'ordinamento nazionale a seguito del recepimento della MiFID II. A tale proposito, nel corso del primo trimestre 2018, è stato richiesto alle Sim e alle imprese di investimento comunitarie operative in Italia mediante stabilimento di succursale di fornire informazioni sulle misure adottate per conformarsi alle nuove prescrizioni introdotte dalla normativa di recepimento della MiFID II, secondo le modalità utilizzate per gli intermediari bancari (si veda il paragrafo 3.1).

Nel corso del medesimo trimestre, è stata avviata un'analisi dei piani di azione adottati in vista della Brexit dalle Sim notificate a operare in via transfrontaliera nel Regno Unito. Approfondimenti analoghi sono stati avviati anche con riferimento a un campione significativo di imprese di investimento di diritto inglese operative in Italia mediante stabilimento di succursale.

Con riferimento alla vigilanza sui gestori di portali di equity crowdfunding, nel corso del 2018 l'attività di verifica si concentrerà sugli assetti organizzativi e procedurali implementati dagli stessi gestori al fine di adeguarsi alle modifiche al Regolamento Equity crowdfunding introdotte dalla Legge di bilancio 2017 e dal d.lgs. 129/2017. Tali modifiche prevedono, tra l'altro, ai fini dell'iscrizione e della permanenza nella sezione ordinaria del registro dei gestori di portali *online*, l'adesione a un sistema di indennizzo a tutela degli investitori (riconosciuto ai sensi dell'art. 59 del Tuf) o, in alternativa, la stipula di un'assicurazione a copertura della responsabilità professionale.

Un'altra importante novità consiste nel rafforzamento degli obblighi in tema di conflitti di interessi, nonché nella previsione di presidi rafforzati a tutela dei risparmiatori nel caso in cui un gestore intenda condurre sul proprio portale offerte di strumenti finanziari di propria emissione o emessi da soggetti controllanti, controllati o sottoposti a comune controllo.

### 3.3 Gli intermediari gestori

La vigilanza sui gestori di organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr) si concentra, secondo un approccio *risk based*, sui profili di correttezza dei comportamenti connessi alle scelte di investimento, anche in termini di aderenza di tali scelte alla politica di investimento rappresentata nella documentazione d'offerta.

Con riferimento alla prestazione del servizio di gestione di portafogli, nel 2017 sono state approfondite le motivazioni sottese all'investimento in strumenti finanziari in conflitto di interessi (ad esempio, Oicr del gruppo di appartenenza del gestore) e alle modalità di gestione del conflitto.

In termini generali, anche per il 2018 la vigilanza sui gestori di Oicvm e di Fia concernerà sia la correttezza dei processi sottesi alle scelte di investimento del patrimonio gestito sia la trasparenza informativa nell'offerta al pubblico, con riguardo alla documentazione di offerta e all'attività pubblicitaria.

Per quanto attiene alle Sgr di fondi immobiliari, particolare attenzione è stata dedicata ai gestori di fondi destinati al pubblico *retail*, con riferimento alla coerenza tra le attività di dismissione del patrimonio immobiliare e la scadenza prevista da ciascun fondo, nonché alla corretta applicazione della disciplina in materia di conflitto di interessi. Nel 2018

l'attività di vigilanza proseguirà in linea di continuità con le verifiche dell'anno precedente, con particolare attenzione ai gestori di fondi destinati al pubblico *retail* per i quali si approssima la scadenza.

Nell'ambito dell'attività di vigilanza continuativa, si terrà conto dell'evoluzione del contesto di riferimento in termini di modello di *business* adottato dai gestori e di innovazione di prodotto.

Dal punto di vista del modello di *business*, assume sempre più rilevanza la commercializzazione da parte dei gestori di Oicr propri e/o di terzi. Con riferimento a questo profilo, la vigilanza sarà incentrata sulle soluzioni adottate dalle Sgr alla luce dell'entrata in vigore delle misure di recepimento della Direttiva MiFID II. Per quanto riguarda l'innovazione di prodotto, si segnala la significativa diffusione di Oicr (o di classi di Oicr) cosiddetti PIR *compliant* (la cui politica di investimento risulta coerente con i principi della disciplina in tema di Piani Individuali di Risparmio di cui alla Legge di bilancio 2017).

In tale contesto, nel corso del primo trimestre 2018, le specifiche azioni di vigilanza avviate, anche di natura ispettiva, sono state orientate all'approfondimento delle attività di gestione e commercializzazione di Oicr PIR *compliant*.

Infine, nel corso del primo trimestre 2018, si è provveduto a richiedere a tutte le Sgr di fornire informazioni sulle misure adottate per conformarsi alle nuove prescrizioni introdotte in recepimento della MiFID II, in linea con l'approccio seguito per gli intermediari bancari (si veda il paragrafo 3.1).

### 3.4 Gli intermediari-rete e i consulenti finanziari

Il nuovo impianto normativo in materia di consulenti finanziari assegna alla Consob il compito di deliberare la data di avvio dell'operatività dell'Albo unico dei consulenti finanziari e la data di avvio dell'operatività dell'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei Consulenti Finanziari (art. 1, comma 41, della legge 28 dicembre 2015, n. 208, Legge di stabilità per il 2016).

Come prescritto dalla Legge di stabilità per il 2016, entro sei mesi dall'adozione del nuovo Regolamento Intermediari, dovrà essere redatto un Protocollo d'intesa fra la Consob e l'Organismo, avente ad oggetto: 'le modalità operative e i tempi del trasferimento delle funzioni', 'gli adempimenti occorrenti per dare attuazione al nuovo assetto statutario e organizzativo' e 'le attività propedeutiche connesse all'iscrizione con esonero dalla prova valutativa delle persone fisiche consulenti finanziari autonomi e delle società di consulenza finanziaria'.

Ai sensi della legge 4 dicembre 2017, n. 172, di conversione, con modificazioni, del d.l. 148/2017, recante disposizioni urgenti in materia finanziaria e per esigenze indifferibili, la Consob dovrà adottare le delibere di avvio dell'operatività dell'Organismo entro il 31 ottobre 2018 e, in ogni caso,

l'Organismo potrà esercitare le proprie funzioni, anche in assenza delle citate delibere, a decorrere dal 1° dicembre 2018.

Nel primo trimestre del 2018 è stato costituito il 'Gruppo di lavoro consulenti finanziari' al fine di esaminare le molteplici tematiche riguardanti l'avvio di operatività dell'Organismo e dell'Albo unico dei consulenti finanziari, nonché finalizzare il trasferimento delle relative funzioni e competenze in capo all'Organismo.

In proposito si evidenzia che si sono già tenuti incontri con l'Organismo per valutare la documentazione illustrativa dello svolgimento delle nuove funzioni da questo predisposta. Inoltre, nell'ambito di apposite riunioni con il MEF sono stati discussi i contenuti dello Statuto e del Regolamento interno dell'Organismo che, ai sensi dell'art. 31, comma 4 del Tuf, devono essere approvati dal Ministero, sentita la Consob.

Dalla data in cui l'Organismo inizierà a operare munito delle nuove funzioni, la Consob manterrà la potestà di vigilanza regolamentare in merito all'attività delle relative categorie professionali, svolgendo inoltre una vigilanza diretta sull'Organismo.

Nel 2018 la vigilanza sugli intermediari-rete si focalizzerà sulla verifica dei presidi organizzativi e procedurali implementati da tali soggetti, anche alla luce delle novità introdotte nell'ordinamento nazionale in seguito al recepimento della MiFID II.

Nel corso del primo trimestre 2018, è stato richiesto a tutti gli intermediari di fornire informazioni sulle misure adottate per conformarsi alle nuove prescrizioni introdotte dalla normativa di recepimento della MiFID II, secondo le modalità utilizzate per gli intermediari bancari (si veda il paragrafo 3.1).

#### 4 I prodotti *non-equity*

Nel corso del 2017 sono proseguite le attività di monitoraggio delle caratteristiche strutturali dei prodotti finanziari emessi a valere su prospetti, nell'ambito di una complementarità tra vigilanza informativa e vigilanza sulla prestazione dei servizi di investimento e sul rispetto delle regole di condotta da parte degli intermediari.

L'attività di vigilanza, in particolare, si è focalizzata sugli strumenti finanziari più complessi, quali i *certificates*, strumenti derivati cartolarizzati che nel 2017 hanno superato, in termini di numero di titoli e controvalori collocati, i prestiti obbligazionari.

È stata altresì monitorata l'informativa fornita sui profili di liquidità dei prodotti finanziari, sia alla luce della comunicazione 0092492 del 18 ottobre 2016 in materia di distribuzione degli strumenti finanziari tramite

una sede di negoziazione multilaterale, sia a fronte della chiusura del mercato regolamentato SeDeX e del contestuale avvio del mercato MTF SeDeX.

Nel corso del 2018 proseguirà l'attività di vigilanza informativa e di monitoraggio delle caratteristiche dei prodotti *non-equity*, che dovrà tenere conto delle eventuali sinergie connesse ai poteri di *product governance* e *product intervention* nonché della nuova disciplina europea del KID relativo ai PRIIPs.

Tale disciplina trova applicazione a far data dal 1° gennaio 2018. Dalla medesima data gli operatori, ai sensi dell'art. 4-*decies* del Tuf, hanno cominciato ad assolvere agli obblighi di notifica preventiva dei KID alla Consob, seguendo le modalità operative dettagliate nelle istruzioni del 22 dicembre 2017.

Nel corso del primo trimestre 2018 la Consob ha accompagnato il processo di adeguamento del mercato alla nuova disciplina, attraverso confronti con gli operatori e le associazioni industriali. In data 9 febbraio 2018 si è tenuto un incontro aperto nel corso del quale gli operatori hanno evidenziato le problematiche riscontrate in fase di prima applicazione.

Inoltre, in ambito europeo, la Consob sta contribuendo all'attività di chiarimento interpretativo e di approfondimento delle metodologie, al fine di garantire l'applicazione uniforme della disciplina e il pieno allineamento in tutti i paesi dell'Unione.

## 5 L'attività di contrasto all'abusivismo

Nel 2017 l'attività di contrasto ai fenomeni di abusivismo si è intensificata, anche per effetto dell'accresciuto numero di segnalazioni pervenute da parte dei risparmiatori.

In dettaglio, la Commissione ha adottato 167 iniziative di contrasto all'abusivismo, in crescita del 10 per cento rispetto all'anno precedente, e ha pubblicato 54 comunicazioni a tutela dei risparmiatori (*warning*) riferite a soggetti che hanno operato prevalentemente tramite il canale internet, mettendo in atto violazioni della disciplina in materia di intermediari.

Con riferimento alle ipotesi di abusivismo per violazione delle disposizioni previste dalla disciplina degli emittenti (offerta al pubblico di prodotti finanziari e pubblicità relativa all'offerta al pubblico di prodotti finanziari in assenza di pubblicazione del prospetto), nel corso dell'anno sono stati assunti 25 provvedimenti cautelari e interdittivi (26 provvedimenti nel 2016).

L'Istituto ha altresì segnalato all'Autorità Giudiziaria 88 vicende in relazione alle quali, in esito alle indagini svolte, non è sembrato potersi escludere la sussistenza di profili di rilevanza penale connessi alla fattispecie di abusivismo di cui all'art. 166 del Tuf ovvero ad altre ipotesi di reato comune.

Nel corso dell'anno sono stati esaminati dalla Commissione diversi casi in cui l'operatività rilevata era connessa a criptovalute e alla vendita di diamanti via internet. A seconda delle caratteristiche riscontrate e, quindi, della riconducibilità a fattispecie di intermediazione abusiva ovvero di offerta al pubblico di prodotti finanziari in assenza di prospetto informativo, l'Istituto è intervenuto adottando le misure di *enforcement* proprie di ciascuna disciplina.

Nei primi tre mesi del 2018 la Commissione ha assunto quattro provvedimenti di sospensione cautelare e cinque provvedimenti di divieto relativamente a ipotesi di offerta al pubblico di prodotti finanziari in assenza di prospetto.

Considerando che il canale internet rappresenta la modalità di realizzazione della condotta illecita più utilizzata dai soggetti abusivi, il legislatore ha apportato talune modifiche al Tuf proposte dalla Consob, in vigore dal 3 gennaio 2018, tali da favorire una maggiore tutela del pubblico risparmio. Le modifiche attribuiscono alla Commissione il potere di intimare al prestatore abusivo, relativamente alle fattispecie di intermediazione finanziaria, la cessazione dell'attività.

Tale potere si affiancherebbe agli ulteriori poteri che il Tuf già attribuisce alla Consob in caso di violazione delle disposizioni della disciplina in materia di appello al risparmio e alle comunicazioni a tutela dei risparmiatori (cosiddetti *warning*). Nell'ambito dei poteri di intervento previsti dall'art. 7-*octies* del Tuf, trovano ora conferma normativa, dunque, le comunicazioni utilizzate dalla Consob per allertare i risparmiatori rispetto all'operato di soggetti che, in assenza di autorizzazione alla prestazione di servizi e attività di investimento, pongono in essere condotte idonee a integrare le fattispecie penalmente rilevanti di cui all'art. 166 del Tuf.

Nei primi tre mesi del 2018 la Commissione ha assunto 23 delibere di cessazione di attività, sette comunicazioni a tutela dei risparmiatori ed effettuato 30 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria.

A fronte dell'inerzia dei soggetti abusivi, la Consob comunica l'adozione dell'ordine di cessazione anche agli *internet service providers* chiedendo la loro collaborazione per la disattivazione delle pagine in italiano. La Consob non dispone infatti dei mezzi per oscurare i siti abusivi. Resta ferma la rilevanza penale di tali comportamenti che vengono segnalati all'Autorità Giudiziaria, dotata di poteri più ampi e incisivi. Alla luce della crescente diffusione e capacità di penetrazione degli abusivismi finanziari effettuata tramite internet e *social channels*, sono già allo studio ulteriori forme di collaborazione con gli altri soggetti coinvolti nell'azione di contrasto.

Nell'ambito degli avvisi ai risparmiatori, oltre alla citata comunicazione sui rischi legati a investimenti in CFD e opzioni binarie (si veda il precedente paragrafo 'Gli intermediari'), a inizio 2017 l'Istituto ha richiamato l'attenzione del pubblico sulla necessità di prestare la massima

cautela in merito alle proposte commerciali di compravendita di diamanti effettuate da società specializzate tramite i propri siti web o attraverso sportelli bancari e di ponderare con la massima attenzione investimenti che possono presentare rischi non immediatamente percepibili.

A seguito delle numerose segnalazioni ricevute nel corso del 2016 da parte di associazioni di consumatori, la Commissione ha ritenuto opportuno intervenire con una comunicazione a tutela dei consumatori, nonostante la disciplina di trasparenza e correttezza sui servizi di investimento non sia di per sé applicabile alla vendita di diamanti o di altri beni materiali e non sia prevista, in tali casi, la pubblicazione di un prospetto informativo. Come già chiarito nella comunicazione 13038246 del 6 maggio 2013, infatti, la vendita di un bene materiale, come i diamanti, può assumere le caratteristiche di offerta di un prodotto finanziario qualora siano esplicitamente previsti, anche tramite contratti collegati, elementi come, ad esempio, promesse di rendimento, obblighi di riacquisto, realizzazione di profitti ovvero vincoli al godimento del bene.

Nell'ambito della stessa comunicazione l'Istituto ha altresì raccomandato di attenersi sempre alla regola generale di considerare l'adesione a proposte contrattuali solo quando se ne abbia un'adeguata comprensione e solo quando siano assistite da una documentazione chiara e completa. È stata infine rappresentata la necessità che gli offerenti, in particolare se operatori bancari, rendano sempre edotti i potenziali acquirenti su disciplina applicabile, condizioni contrattuali e costi, anche commissionali, presenti nelle operazioni di vendita proposte allo sportello.

## 6 I provvedimenti sanzionatori

Nell'ambito dei procedimenti sanzionatori del 2017 che hanno riguardato violazioni consumatesi a partire dall'8 marzo 2016, hanno trovato applicazione le nuove disposizioni introdotte dal decreto legislativo 12 maggio 2015, n. 72, in attuazione della Direttiva 2013/36/UE (Capital Requirements Directive IV - CRD IV).

È prevedibile che la maggior parte dei procedimenti sanzionatori che saranno portati a termine nel corso del 2018 ricadrà nella nuova disciplina, di recente oggetto di ulteriori interventi legislativi di matrice europea.

Al ricorrere dei presupposti di legge, potranno trovare più frequente applicazione, tra l'altro, le previsioni dirette alla deflazione dei procedimenti sanzionatori e quelle che consentono una maggiore flessibilità nelle forme di reazione avverso gli illeciti accertati. Tra gli strumenti deflattivi assume particolare rilievo la disposizione che preclude la contestazione di condotte formalmente illecite ma sostanzialmente inoffensive per gli investitori. Sarà inoltre concretamente possibile ricorrere a misure alternative alla sanzione pecuniaria, quali l'ordine di eliminare le infrazioni contestate o la dichiarazione pubblica della violazione commessa e del soggetto responsabile.

Il comune obiettivo di tali novità legislative consiste nell'assicurare una reazione proporzionata alla rilevanza dell'illecito, così da potersi concentrare sulle violazioni più gravi da perseguire con vigore e tempestività. Il pieno raggiungimento di tale obiettivo potrebbe richiedere l'introduzione nell'ordinamento settoriale di forme di 'patteggiamento' già in uso presso altri ordinamenti e l'ampliamento dei margini di applicazione del *cash settlement of the fine*.

Va alimentato, in quest'ottica, il confronto con le omologhe autorità di altri Paesi e con i competenti organismi sovranazionali di settore, soprattutto nell'ambito dell'Unione europea: ben oltre lo scambio di informazioni concernenti le sanzioni applicate, infatti, occorre stabilire un costante dialogo sulle prassi interpretative e operative non meno che sulle prospettive di sviluppo, così da rendere effettive anche in materia sanzionatoria l'uniformità e la convergenza dei sistemi nazionali.

L'intensificarsi del confronto sul piano internazionale in *subjecta materia* è destinato a fornire spunti di riflessione anche in merito a un'eventuale riforma interna alla Consob per i profili attinenti all'esercizio della funzione sanzionatoria.

L'elevato livello di tutela del contraddittorio, della conoscenza degli atti e della verbalizzazione che già caratterizza il procedimento sanzionatorio della Consob deve essere supportato da un'efficiente interazione tra i molteplici attori coinvolti in tale processo, da realizzarsi con misure procedurali e organizzative che rafforzino l'operato della struttura e della Commissione nel pieno rispetto della distinzione tra le rispettive funzioni istruttorie e decisorie.

## 7 La tutela del consumatore

### 7.1 L'educazione finanziaria

Nel corso del 2017 la Consob ha realizzato numerose iniziative di *investor education* nel solco tracciato sin dal 2014 dal Progetto Carta degli Investitori e nell'ambito della costante interlocuzione con università, associazioni dei consumatori e industria.

In particolare, nel corso dell'anno la Commissione ha sottoscritto un protocollo di intesa con Unioncamere Nazionale volto ad accrescere la cultura finanziaria di imprenditori, studenti e cittadini. Nell'ambito di tale protocollo, e con la collaborazione del Consorzio Camerale per il credito e la finanza, alla fine dell'anno è stato avviato il *roadshow* 'Insieme per la cittadinanza economica'. Gli eventi si sono svolti e continueranno a svolgersi nel corso del 2018 presso le sedi di sei Camere di commercio dislocate sul territorio nazionale: Roma, Novara, Bari, Maremma e Tirreno, Pescara e Livorno.

Nell'ottobre del 2017, inoltre, l'Istituto ha partecipato alla prima edizione della World Investor Week (WIW), una campagna di sensibilizzazione sull'importanza dell'educazione finanziaria e della tutela degli investitori

promossa dall'International Organization of Securities Commissions (IOSCO), il forum mondiale delle autorità di vigilanza dei mercati finanziari nazionali.

Durante la WIW, l'Istituto ha organizzato molteplici iniziative di formazione destinate a studenti universitari e dell'ultimo biennio della scuola superiore secondaria, adulti e formatori, su temi relativi a pianificazione delle risorse finanziarie personali, processo di investimento del risparmio, nozioni oggettive e soggettive di rischio finanziario e diversificazione del rischio.

Le iniziative, complessivamente pari a 90, hanno avuto luogo in oltre 50 città italiane, con il coinvolgimento di più di 50 scuole superiori, più di 20 atenei e oltre 30 docenti universitari.

In occasione della WIW è stato pubblicato, inoltre, il Quaderno di finanza n. 84 dal titolo *Challenges in ensuring financial competencies. Essays on how to measure financial knowledge, target beneficiaries and deliver educational programmes* (disponibile anche in lingua italiana), teso a promuovere una riflessione metodologica sui profili più delicati dell'educazione finanziaria, con particolare riferimento a rilevazione dei bisogni formativi, individuazione dei destinatari delle iniziative, definizione di una comunicazione innovativa ed efficace.

Nel corso del 2017, con l'articolo 24-*bis* del decreto legge 23 dicembre 2016, n. 237, convertito in legge, con modificazioni, dalla legge 17 febbraio 2017, n. 15, è stato istituito il Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria, previdenziale e assicurativa che rappresenta l'ambito di riferimento privilegiato per promuovere l'educazione finanziaria nel nostro Paese e per attuare la relativa Strategia nazionale insieme agli altri soggetti partecipanti. Al Comitato partecipano, oltre alla Consob, il Ministro dell'Economia e delle Finanze, il Ministro dell'Istruzione, dell'Università e della Ricerca, il Ministro dello Sviluppo Economico, il Ministro del Lavoro e delle Politiche Sociali, la Banca d'Italia, l'IVASS, la COVIP, il Consiglio nazionale dei consumatori e degli utenti e l'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo dei Consulenti Finanziari (OCF).

La Consob, secondo una logica di condivisione e di massima collaborazione finalizzata a sviluppare la visione e la missione del Comitato, sta contribuendo alla definizione di un rigoroso approccio metodologico volto alla progettazione e alla realizzazione delle iniziative di *education*, oltre che alla creazione di un portale nazionale di educazione finanziaria.

## 7.2 L'Arbitro per le controversie finanziarie

Dal 9 gennaio 2017 è operativo l'Arbitro per le controversie finanziarie (ACF), l'organismo istituito dalla Consob con delibera 19602/2016 per la risoluzione stragiudiziale delle controversie tra investitori *retail* e intermediari, in caso di violazione da parte di questi ultimi degli obblighi di diligenza, correttezza, informazione e trasparenza nella prestazione dei servizi di investimento e di gestione collettiva del risparmio.

L'ACF rappresenta un ulteriore strumento a tutela degli investitori, caratterizzato da tempi e costi ridotti rispetto al tradizionale ricorso alla giustizia civile, che rimane possibile qualora il ricorso all'ACF non abbia consentito di dirimere la controversia insorta con soddisfazione di entrambe le parti.

Con riferimento agli intermediari, fin dall'adozione delle sue prime decisioni, l'ACF si è posto tra i suoi obiettivi quello di fornire un contributo anche per elevare la qualità delle procedure di trattamento dei reclami, per le quali è espressamente previsto che gli intermediari autorizzati debbano tenere conto degli orientamenti elaborati dall'ACF.

Il bilancio del primo anno di attività dell'ACF si è chiuso con risultati che possono ritenersi positivi, ove si consideri anzitutto il volume dei ricorsi ricevuti (1.839), a fronte di stime iniziali che facevano supporre un dato non superiore ai mille ricorsi.

Confermano un tale giudizio anche i dati relativi alla distribuzione a livello regionale, essendo pervenuti ricorsi da soggetti residenti in tutte le regioni del nostro Paese, il che dimostra come il nuovo strumento di tutela rappresentato dall'ACF sia stato fin da subito conosciuto e utilizzato da un'ampia cerchia di risparmiatori. Confortante è anche il dato relativo al numero degli intermediari coinvolti (111), da cui si può evincere che la prima fase di operatività, sebbene sia coincisa con una congiuntura economico-sociale critica per effetto di talune specifiche vicende bancarie, ha riguardato una pluralità di operatori professionali e un'ampia gamma di fattispecie.

L'esperienza finora maturata, dunque, anche se relativa a un arco temporale ancora limitato, dà il senso che l'ACF sia stato sin da subito inteso da un'ampia schiera di investitori *retail* quale 'sede di giustizia', gratuita accessibile e funzionale alla risoluzione delle controversie che possono 'fisiologicamente' insorgere nelle relazioni cliente/intermediario, al di là di specifiche vicende e situazioni emergenziali.

Alla luce della prima esperienza applicativa, è possibile sin d'ora esprimere alcune riflessioni anche in una prospettiva evolutiva e di rafforzamento dell'efficacia e dell'effettività della tutela apprestata nei confronti dei risparmiatori mediante il nuovo Organismo di risoluzione stragiudiziale delle controversie in materia finanziaria.

In particolare, risultano prospettabili alcune possibili linee d'intervento, emendative dell'attuale quadro normativo di riferimento: l'ampliamento dei poteri dell'ACF nella fase istruttoria, con la possibilità di svolgere autonomi accertamenti, funzionali alla più adeguata e consapevole soluzione di ciascuna controversia, al di là dell'apporto documentale delle parti coinvolte che, allo stato, esaurisce l'ambito dei poteri conoscitivi e accertativi dell'ACF; il riconoscimento di un maggiore potere vincolante alle decisioni del Collegio, pur facendo salva la facoltà per ciascuna delle parti di

potersi comunque rivolgere all'Autorità Giudiziaria, così preservando nella sua pienezza un diritto costituzionalmente garantito.

Un ulteriore tema meritevole di valutazione in una sede emendativa risulta essere quello di una migliore specificazione del quadro sanzionatorio, attualmente delineato in termini assai generali dall'art. 32-ter del Tuf, a presidio dell'obbligatoria adesione degli intermediari al sistema e, soprattutto, del rispetto da parte degli stessi di tutte le previsioni di cui al Regolamento attuativo adottato dalla Consob con delibera 19602 del 4 maggio 2016.

## 8 L'assetto organizzativo e funzionale interno

Il 2017 è stato caratterizzato da varie iniziative concernenti la gestione e l'organizzazione interna dell'Istituto.

In primo luogo, è proseguita l'analisi degli assetti organizzativi e operativi, supportata da una complessiva attività di mappatura dei processi e delle fasi che li compongono.

In coerenza con gli obiettivi individuati nel piano strategico, nel 2017 si è dato avvio a cinque procedure concorsuali, volte all'assunzione di risorse con diversi e specifici profili professionali.

Nell'ottica di una gestione strategica delle risorse umane, finalizzata anche alla crescita e allo sviluppo organizzativo, sono proseguiti i lavori per il recepimento della riforma delle carriere.

In virtù di modelli gestionali più flessibili e meno condizionati dall'elemento gerarchico, nonché di sistemi di *compensation* maggiormente finalizzati a premiare la crescita professionale e il conseguimento dei risultati, la riforma permetterà di valorizzare in modo più incisivo il prezioso patrimonio di risorse umane di cui dispone la Consob, contribuendo ad accrescere i livelli di efficienza ed efficacia dell'azione dell'Istituto.

Per il conseguimento di un così importante obiettivo riformatore, resterà fondamentale l'apporto delle Organizzazioni Sindacali, che hanno sino ad ora contribuito alla ricerca di soluzioni adeguate alle non trascurabili specificità della Consob rispetto al contratto di riferimento.

### *Le infrastrutture informatiche*

Il 2017 è stato il primo anno di operatività della neo-costituita Divisione Infrastrutture Informative, unità organizzativa nella quale è stato fatto confluire – con delibera del dicembre 2016 – il settore informatico dell'Istituto al fine di organizzare e presidiare meglio l'operatività tecnica dello stesso, già oggetto di un piano di potenziamento dalla fine del 2016.

Con particolare riferimento al personale informatico, è stato avviato, nell'ultimo quadrimestre 2017, un percorso formativo di durata pluriennale che ha visto lo svolgimento, da parte di primarie istituzioni universitarie, di una serie di interventi formativi anche in modalità di '*training on the job*'.

Tali iniziative sono volte a riqualificare il *know how* del personale tecnico interno, a supportare l'evoluzione tecnologica dell'architettura informatica dell'Istituto verso modelli più attuali e, infine, ad avviare il processo di progressivo *insourcing* di alcune attività e servizi informatici, tra cui quelli di supporto alla vigilanza.

In considerazione della pluriennalità degli obiettivi strategici dell'Istituto e delle connesse attività di supporto informatico, il Piano di sviluppo informatico è stato predisposto secondo una logica di programmazione triennale delle attività nel periodo 2018-2020. Nel Piano sono state individuate, tra le altre, le seguenti aree: applicazioni per la vigilanza, applicazioni a supporto della comunicazione e della tutela dell'investitore, applicazioni trasversali e di *back-office*.

Tra le applicazioni per la vigilanza rileva lo sviluppo di sistemi che consentano all'Istituto di rispondere efficacemente ai nuovi e più estesi compiti di vigilanza previsti per il 2018 dalle normative MiFID II e PRIIPs. Le applicazioni a supporto della comunicazione e della tutela dell'investitore sono connesse al miglioramento del sito internet dell'Istituto e della intranet e all'evoluzione del sistema informatico realizzato nel 2017 per le attività dell'ACF.

Ulteriori iniziative riguardano, infine, le attività progettuali di innovazione tecnologica (definite in coerenza con la strategia di adeguamento e ammodernamento tecnologico e di presidio dei dati e della sicurezza informatica) e, nell'ambito della gestione ordinaria ICT, le attività connesse con la manutenzione delle infrastrutture informative e con il mantenimento dei livelli di servizio, ivi comprese quelle per il completamento del sistema di *disaster recovery* dell'Istituto. In tema di sicurezza informatica sono previste iniziative progettuali tese a incrementare la capacità dell'Istituto di prevenire, rilevare e contrastare eventuali attacchi ai dati informatizzati; l'iniziativa sarà accompagnata da un percorso di informazione a beneficio di tutto il personale Consob in materia di utilizzo sicuro delle risorse informatiche.

Con riferimento alla cooperazione internazionale, si segnala che in sede di gruppo di lavoro ITMG (*Information Technology Management Group*) l'ESMA ha annunciato che l'accentramento di alcuni compiti di vigilanza, oggetto di proposta della Commissione europea, determinerà un significativo rafforzamento della propria capacità informatica già riflesso nel proprio piano informatico triennale. Risulta di assoluto rilievo il progetto di centralizzazione del sistema di *transaction reporting*, per il quale l'ESMA prevede cospicui investimenti per il triennio 2019-2021.

A tale riguardo sarà necessario, già a partire dal 2019, che l'Istituto partecipi con proprie qualificate risorse allo sviluppo dei nuovi progetti centralizzati per la cooperazione nella vigilanza, al fine di mantenere un presidio attivo sui sistemi che saranno sviluppati centralmente, valorizzare gli investimenti dell'Istituto e conservare il *know-how* interno sui nuovi sistemi a supporto della vigilanza, conseguendo nel contempo una maggiore *assurance* sulla qualità dei dati. Il Piano di sviluppo informatico 2018-2020 pertanto tiene conto anche di tali attività.

## 9 La gestione e la programmazione finanziaria

Con riferimento alla gestione finanziaria, la spesa complessiva per l'esercizio 2017 (131,7 milioni di euro) risulta incrementata rispetto al dato consuntivato dell'esercizio 2016 di oltre sette milioni di euro. In particolare, la spesa corrente 2017 si è attestata a 127,6 milioni di euro, con un incremento di circa sei milioni di euro rispetto all'omologo dato 2016. Tali maggiori oneri derivano essenzialmente dall'incremento delle spese per il personale e degli accantonamenti ai Fondi rischi e oneri (Fondo oneri per rinnovi contrattuali, Fondo rischi connessi a ipotesi di risarcimento danni ex art. 2043 c.c., Fondo per la tutela stragiudiziale delle controversie, Fondo rischi restituzione somme liquidate a favore dell'Istituto da provvedimenti giudiziari non definitivi). Gli incrementi risultano in parte compensati dalle minori spese per acquisizione di beni di consumo e servizi, oltre che dal venir meno del trasferimento di risorse finanziarie a favore di altre autorità indipendenti (Garante per la protezione dei dati personali), gravante nell'esercizio 2016 per complessivi due milioni di euro. La spesa in conto capitale 2017, pari a 4,1 milioni di euro, è risultata anch'essa in incremento per effetto delle acquisizioni di prodotti *hardware* e *software* e degli interventi di manutenzione straordinaria sull'immobile di proprietà.

La complessiva spesa 2017 tiene in particolare conto degli effetti derivanti dal riavvio del programmato completamento dell'organico di legge e dal previsto recepimento della riforma delle carriere del personale, oltre che dell'accantonamento al Fondo per la tutela stragiudiziale delle controversie istituito ai sensi dell'art. 1, comma 44, della Legge di stabilità per il 2016, al fine di rendere gratuito l'accesso dei risparmiatori e degli investitori alle procedure di risoluzione innanzi all'Arbitro per le controversie finanziarie, la cui operatività è stata avviata a inizio 2017. Il dato tiene altresì conto degli interventi di contenimento operati nel corso degli ultimi anni sulla spesa corrente dell'Istituto (riguardanti, tra gli altri, la gestione e la manutenzione degli immobili, il noleggio e la manutenzione delle auto di servizio, le spese d'ufficio, le banche dati, le pubblicazioni d'Istituto).

Le entrate complessive del 2017 (al netto dell'avanzo di amministrazione) sono risultate pari a 125,2 milioni di euro, riferibili per l'89 per cento circa a contributi di vigilanza e per il restante 11 per cento a entrate diverse (essenzialmente interessi attivi, utilizzo fondi ripristino immobilizzazioni, sanzioni amministrative pecuniarie e somme liquidate a

favore dell'Istituto da provvedimenti giudiziari). Nelle entrate diverse è ricompreso il trasferimento da parte dello Stato (pari a 0,2 milioni di euro) destinato al finanziamento del Fondo per la tutela stragiudiziale dei risparmiatori e degli investitori. A tale Fondo sono anche destinate le sanzioni amministrative pecuniarie riscosse per la violazione delle norme che disciplinano le attività della parte II del Tuf (Disciplina degli intermediari).

La spesa programmata per l'anno 2018, computata nel rispetto delle disposizioni di legge in materia di *spending review*, è pari a 148,5 milioni di euro, e supera l'omologa spesa programmata per l'anno 2017 di 13,3 milioni di euro.

Detto incremento è essenzialmente da ricondurre ai seguenti profili: la prevista assunzione di personale; il recepimento degli accordi negoziali aventi ad oggetto la riforma delle carriere del personale; il piano di ammodernamento dei sistemi informativi e allo sviluppo di nuove applicazioni informatiche a sostegno dell'azione di vigilanza, in linea con il mutato quadro normativo di riferimento; le attività di educazione finanziaria finalizzate a innalzare il livello di conoscenze e competenze finanziarie dei cittadini; gli oneri di gestione dell'Arbitro per le controversie finanziarie.

Nella determinazione della spesa programmata per l'anno 2018 si è tenuto conto degli effetti rivenienti dalle misure di razionalizzazione dei costi di gestione adottate negli scorsi anni, oltre che del rispetto delle disposizioni di legge in materia di *spending review* delle amministrazioni pubbliche. Quanto alle fonti di finanziamento, la copertura finanziaria delle spese 2018 ricade integralmente sul mercato e su altre entrate proprie dell'Istituto.

Le entrate contributive previste per il 2018, dovute dai soggetti vigilati, sono pari a 137,8 milioni e risultano incrementate rispetto al dato programmatico 2017. L'avanzo di amministrazione presunto dell'esercizio 2017, stimato pari a 1,8 milioni, è stato integralmente utilizzato per contenere l'incremento della pressione contributiva.

Nel corso del 2017 è proseguita l'attività di controllo sulla regolarità amministrativa contabile dell'Istituto da parte del Collegio dei revisori dei conti. Nel corso dell'anno sono inoltre proseguite le attività di implementazione del nuovo sistema integrato per la gestione della contabilità finanziaria ed economico-patrimoniale, nel rispetto delle norme introdotte dal Regolamento per l'amministrazione e la contabilità della Consob, approvato con la delibera 18540 del 24 aprile 2013, e reso esecutivo dal Presidente del Consiglio dei Ministri il 23 maggio 2013.



L'attività della Consob B



# La vigilanza sui mercati

## 1 Le piattaforme di negoziazione

Nel corso del 2017 i principali mercati regolamentati italiani hanno registrato una generale diminuzione degli scambi relativi a strumenti sia azionari domestici sia obbligazionari, in linea con la contrazione registrata nell'anno precedente. Sebbene in misura diversa, il fenomeno ha riguardato quasi tutti i mercati, tanto quelli gestiti da Borsa Italiana quanto quelli gestiti da MTS (Tav. 1).

**Tav. 1 Mercati regolamentati italiani**

gestore	mercato	strumenti negoziati	controvalore negoziazioni <sup>1</sup>			numero contratti <sup>2</sup>			controvalore medio contratti <sup>3</sup>	
			2016	2017	variazione <sup>4</sup>	2016	2017	variazione <sup>4</sup>	2016	2017
<b>Borsa Italiana</b>										
	MTA <sup>5</sup>	azioni, diritti	623	626	..	75.111	69.428	-8	8	9
	di cui: MTA Domestic		615	606	-2	73.949	67.563	-9	8	9
	MTA Foreign		8	20	150	1.162	1.865	60	7	10
	MIV	azioni	..	..	-5	80	70	-13	2	4
	MOT	obbligazioni	215	205	-5	3.668	3.411	-7	59	60
	EtfPlus	fondi quotati	108	98	-9	5.099	4.388	-14	21	22
	Idem <sup>6</sup>	derivati	1.318	1.021	-23	49.020	34.151	-30	27	30
	SeDeX <sup>7</sup>	derivati	23	19	-17	2.808	2.174	-23	8	9
<b>MTS</b>										
	MTS	obbligazioni	1.385	1.216	-12	216	213	-1	6.413	5.697
	BondVision	obbligazioni	924	856	-7	145	179	24	6.365	4.770

Fonte: elaborazioni Consob su dati di mercato. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. <sup>1</sup> Controvalore in miliardi di euro. <sup>2</sup> Migliaia di contratti. <sup>3</sup> Controvalore in migliaia di euro. <sup>4</sup> Variazioni percentuali rispetto all'anno precedente. <sup>5</sup> Dall'11 luglio 2016 il mercato MTA non include più il segmento MTA International, confluito nel sistema multilaterale di negoziazione denominato Global Equity Market di Borsa Italiana. <sup>6</sup> Il mercato Idem include i segmenti Equity, Idex (dedicato ai derivati su *commodities*) e Agrex (dedicato ai derivati agricoli); controvalori nozionali. <sup>7</sup> Il 24 novembre 2017 il mercato regolamentato ha cessato l'attività trasformandosi in *multilateral trading facility*. Borsa Italiana ha comunicato l'avvio delle negoziazioni del sistema multilaterale di negoziazione SeDeX con avviso n. 21825 del 20 novembre 2017.

Solo il segmento MTA Foreign ha registrato indicatori in crescita per effetto del forte incremento degli scambi su un singolo titolo, quotato anche sul mercato Euronext.

La contrazione degli scambi registrata da Idem e SeDeX, in linea con gli andamenti registrati nel 2016, riflette la bassa volatilità che ha caratterizzato il mercato azionario nel 2017.

Nei mercati obbligazionari all'ingrosso, il calo dei volumi complessivi si associa alla riduzione del controvalore medio dei contratti, riconducibile a una maggiore attività di operatori di minori dimensioni.

Con riferimento ai sistemi multilaterali di negoziazione (MTF), nel 2017 si è osservato in generale un aumento dei volumi negoziati relativi a strumenti finanziari rappresentativi di capitale, tra cui emerge in ordine di significatività la crescita delle negoziazioni sulle piattaforme AIM Italia-MAC, Hi-MTF *order driven* ed EuroTLX (Tav. 2).

**Tav. 2 Sistemi multilaterali di negoziazione italiani**

gestore	mercato	strumenti negoziati	controvalore negoziazioni <sup>1</sup>			numero contratti <sup>2</sup>			controvalore medio contratti <sup>3</sup>	
			2016	2017	variazione <sup>4</sup>	2016	2017	variazione <sup>4</sup>	2016	2017
<b>Borsa Italiana</b>										
	Global Equity Market	azioni	1	1	-9	235	197	-16	5	6
	AIM Italia-MAC	azioni	..	2	567	138	566	310	2	4
	ExtraMOT	obbligazioni	3	3	-24	53	42	-21	63	59
<b>EuroTLX Sim</b>										
	EuroTLX	azioni	..	..	100	25	45	80	7	9
		obbligazioni, certificates	67	56	-16	2.320	2.170	3	30	25
<b>Hi-MTF Sim</b>										
	<i>order driven</i>	azioni	..	..	233	3	7	172	3	3
		obbligazioni	2	1	-38	74	55	-25	21	18
	<i>quote driven</i>	obbligazioni	12	6	-47	173	1.105	-36	67	55
	<i>request for quote</i>	obbligazioni	2	1	-56	..	..	-47	7.193	4.618
<b>MTS</b>										
	BondVision MTF	obbligazioni	25	12	-52	5	4	-16	4.981	2.932
<b>EMid Sim</b>										
	e-Mid Repo	contratti Repo	20	91	353	..	..	133	60.989	138.015

Fonte: elaborazioni Consob su dati di mercato. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. <sup>1</sup> Controvalore in miliardi di euro. <sup>2</sup> Migliaia di contratti. <sup>3</sup> Controvalore in migliaia di euro. <sup>4</sup> Variazioni percentuali rispetto all'anno precedente.

L'andamento positivo delle negoziazioni su tali *trading venues* può essere associato all'aumento del numero delle quotazioni e alle agevolazioni fiscali previste nella legge 11 dicembre 2016, n. 232 (Legge di bilancio 2017) per gli investimenti in Piani Individuali di Risparmio (cosiddetti PIR) finalizzate a indirizzare il risparmio verso investimenti produttivi.

Per quanto riguarda gli MTF nei quali sono ammessi strumenti non rappresentativi di capitale, in linea di continuità con l'anno precedente, il sistema gestito da EuroTLX continua a risultare quello più rilevante in termini di volumi negoziati.

Gli scambi riferibili agli internalizzatori sistematici (IS) hanno riguardato complessivamente più di tremila strumenti finanziari (in aumento rispetto ai 2.739 nel 2016) per un controvalore pari a circa 156 miliardi di euro (in crescita di circa tre miliardi di euro rispetto all'anno precedente; Tav. 3).

**Tav. 3 Internalizzatori sistematici italiani**

categoria di strumenti negoziati	numero di gestori		numero di strumenti		controvalore negoziazioni <sup>1</sup>			numero contratti <sup>2</sup>			controvalore medio contratti <sup>3</sup>	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017	var. <sup>4</sup>	2016	2017	var. <sup>4</sup>	2016	2017
azioni	2	2	83	90	42	51	21	2.880	3.266	13	1	16
strumenti diversi da azioni	16	9	2.656	3.002	111	105	-5	5.569	4.889	-12	82	21
<i>di cui:</i>												
titoli di Stato	3	3	547	450	4	3	-25	83	93	12	9	32
obbligazioni del gruppo di appartenenza	7	7	456	284	2	1	-60	92	30	-67	42	27
obbligazioni bancarie	5	4	400	232	1	..	-60	59	26	-56	21	15
obbligazioni corporate	2	2	140	107	1	..	-98	2	1	-60	24	26
obbligazioni sovrane	2	2	91	77	..	..	..	..	..	..	370	30
derivati OTC <sup>5</sup>	1	1	1.022	1.822	102	100	-2	5.037	4.511	-10	20	22
ETF/ETC	—	1	—	16	—	1	—	—	221	—	—	5

Fonte: elaborazioni Consob su dati di mercato. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. <sup>1</sup> Controvalore in miliardi di euro. <sup>2</sup> Migliaia di contratti. <sup>3</sup> Controvalore in migliaia di euro. <sup>4</sup> Variazioni percentuali rispetto all'anno precedente. <sup>5</sup> *Contracts for difference* (CFD).

Con l'entrata in vigore della normativa MiFID II-MiFIR (Direttiva 2014/65/UE Markets in Financial Instruments Directive - MiFID e Regolamento (UE) n. 600/2014 Markets in Financial Instruments Regulation - MiFIR) è demandata all'ESMA la definizione delle soglie di operatività rilevante per l'applicazione del regime di internalizzazione sistematica. Nel corso del 2017, in vista di questa evoluzione del quadro regolamentare, la Consob ha ricevuto le comunicazioni da parte delle imprese di investimento in merito all'intenzione di cessare l'attività di internalizzazione sistematica svolta in precedenza.

Quattro intermediari hanno comunicato l'intenzione di proseguire tale attività, scegliendo volontariamente di sottoporsi al regime di internalizzazione sistematica (cosiddetto '*opt-in*'), indipendentemente dal superamento dei limiti dei parametri fissati dalla normativa europea di primo e secondo livello.

In vista dell'entrata in vigore della suddetta normativa, Borsa Italiana ha inoltre presentato istanza di revoca dell'autorizzazione del mercato regolamentato SeDeX, con il conseguente avvio del nuovo sistema multilaterale di negoziazione (MTF) denominato Mercato SeDeX.

A seguito dell'accoglimento da parte della Consob della suddetta istanza, al termine della seduta di negoziazione di venerdì 24 novembre 2017 è avvenuta la

chiusura del mercato regolamentato SeDeX, seguita il lunedì successivo (27 novembre) dall'avvio senza soluzione di continuità delle negoziazioni del nuovo MTF denominato Mercato SeDeX. Tutti gli emittenti i cui strumenti finanziari erano quotati sul mercato regolamentato SeDeX hanno richiesto il relativo trasferimento sul nuovo MTF SeDeX (in merito agli effetti della trasformazione del mercato in MTF sull'ammissione dei nuovi strumenti alle negoziazioni, si veda il Capitolo III 'La vigilanza su offerta al pubblico e informativa societaria').

Nel mese di dicembre 2017 la Commissione ha infine provveduto a registrare, previa istanza del gestore del mercato Borsa Italiana Spa, il sistema multilaterale di negoziazione AIM Italia - Mercato Alternativo del Capitale come Mercato di crescita per le piccole e medie imprese (PMI), ai sensi dell'art. 69, comma 1, del Tuf.

La Direttiva MiFID II e la normativa europea di secondo livello, recepita dal Tuf, hanno previsto la figura dei Mercati di crescita per le PMI, al fine di ridurre gli oneri amministrativi e semplificare l'accesso al mercato dei capitali da parte delle imprese di piccola e media capitalizzazione.

La registrazione, efficace a far data dal 3 gennaio 2018, è stata deliberata a seguito della verifica del rispetto delle regole dettate per AIM Italia-MAC, dei requisiti generali definiti per gli MTF e dei requisiti specifici che concorrono alla definizione di Mercato di crescita per le PMI.

Nel corso del 2017, anche MTS Spa ha provveduto a una riorganizzazione e semplificazione dell'offerta delle piattaforme di negoziazione.

In particolare, con effetto dal 3 gennaio 2018, MTS è stato autorizzato - rispettivamente dal MEF (sentita Banca d'Italia e Consob) e dalla Consob (sentita Banca d'Italia) - a cessare l'attività dei mercati regolamentati 'MTS Corporate' e 'BondVision Italia', le cui negoziazioni sono state oggetto di contestuale migrazione sull'MTF BondVision.

Al contempo, l'attività di BondVision MTF (che ha assunto la denominazione di 'BondVision Europe MTF') è stata estesa anche ai titoli di Stato e a modalità di negoziazione diverse dal conto proprio, con conseguente qualificazione dell'MTF come sede di negoziazione 'non all'ingrosso'.

## 1.1 Il mercato MTA

In linea con l'andamento dell'indice Ftse Mib, che nel 2017 è cresciuto di quasi 14 punti percentuali, nell'anno trascorso la capitalizzazione delle società domestiche quotate sul mercato è aumentata in misura significativa da 522 a 634 miliardi di euro (+21 per cento circa). Anche il rapporto fra capitalizzazione e prodotto interno lordo è risultato in crescita, passando dal 32 al 37 per cento (Tav. 4).

Il numero di società domestiche quotate è rimasto complessivamente invariato a 240, di cui 237 quotate sul mercato MTA (in aumento di tre unità rispetto all'anno precedente) e tre sul mercato MIV (in diminuzione di altrettante unità).

Nel 2017, il rapporto fra dividendi e prezzi si è attestato al 2,9 per cento (sui livelli del 2015 e in calo rispetto al 2016), mentre il rapporto fra prezzo e utili è ulteriormente diminuito (da 19,1 a 17,7).

**Tav. 4 Indicatori dei mercati azionari gestiti da Borsa Italiana**  
(valori monetari in miliardi di euro)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>MTA<sup>1</sup></b>							
capitalizzazione	332	365	445	480	571	522	634
<i>in % del Pil</i>	21,1	23,3	28,6	29,5	35,1	31,6	37,1
controvalore scambi	684	487	526	702	792	615	606
società quotate domestiche	263	255	249	245	242	240	240
società ammesse <sup>2</sup>	3	2	7	6	10	6	14
società revocate <sup>3</sup>	12	10	13	11	13	8	14
rapporto dividendi-prezzo <sup>4</sup>	5,0	4,2	3,1	3,0	2,7	3,4	2,9
rapporto utili-prezzo <sup>4</sup>	8,8	7,2	5,0	5,2	4,2	5,2	5,6
rapporto prezzo-utili <sup>5</sup>	11,1	13,9	20	18,9	23,7	19,1	17,7
<b>AIM Italia-MAC</b>							
capitalizzazione	0,6	0,6	1,2	2,0	2,92	2,9	5,6
controvalore scambi	..	..	0,1	0,3	0,8	0,3	2
società quotate	24	27	36	57	74	77	95
<i>totale società quotate<sup>6</sup></i>	<i>328</i>	<i>323</i>	<i>326</i>	<i>342</i>	<i>356</i>	<i>387</i>	<i>421</i>
<i>Ftse Mib (var.)<sup>7</sup></i>	<i>-25,2</i>	<i>7,8</i>	<i>16,6</i>	<i>0,2</i>	<i>12,7</i>	<i>-10,2</i>	<i>13,6</i>

Fonte: Borsa Italiana, Bloomberg, Thomson Reuters Datastream. <sup>1</sup> Dati riferiti alle società per le quali l'MTA è considerato il mercato domestico o di prima quotazione. I dati includono il MIV (Mercato degli Investment Vehicles). I dati sulle società domestiche precedenti il 2014 non sono direttamente confrontabili con i successivi a seguito della riclassificazione delle società quotate sull'MTA effettuata da Borsa Italiana. <sup>2</sup> Dati relativi alle nuove società ammesse a seguito di Ipo, scissioni, fusioni e passaggi di mercato. <sup>3</sup> Dati relativi alle società revocate a seguito di Opa, fusioni, passaggi di mercato e altri provvedimenti ai sensi del Regolamento di Borsa Italiana. <sup>4</sup> Valori percentuali relativi all'indice Datastream rappresentativo delle società quotate sul mercato italiano, calcolati sulla base del prezzo corrente e, rispettivamente, dei dividendi stimati e degli utili attesi. Il rapporto dividendi-prezzo (*dividend yield*) rappresenta il rendimento atteso relativo solo agli utili che saranno distribuiti, mentre il rapporto utili-prezzo esprime una misura di redditività complessiva (includendo anche gli utili non distribuiti) rispetto al valore di mercato delle società. <sup>5</sup> Il rapporto prezzo-utili (*price-earnings*) costituisce un indicatore del maggiore o minore valore attribuito alle società quotate sulla base degli utili attesi dal mercato. <sup>6</sup> Inclusive società estere. <sup>7</sup> Variazioni percentuali rispetto all'anno precedente.

La capitalizzazione del mercato di AIM Italia è quasi raddoppiata, passando da circa 2,9 miliardi di euro a fine 2016 a 5,6 miliardi a fine 2017. Il numero delle società quotate è parimenti aumentato in misura sostanziale, portandosi da 77 a 95.

Con riferimento alle negoziazioni, dopo il significativo calo dell'anno precedente, nel corso del 2017 il controvalore degli scambi di azioni di società domestiche sul mercato MTA Domestic ha registrato una ulteriore

modesta riduzione, passando da 615 a 606 miliardi di euro (-1,5 per cento circa).

Nell'ambito del mercato MTA Domestic, in corso d'anno si è registrato un forte incremento delle negoziazioni di azioni appartenenti al segmento STAR, passate da 11,7 a 21,3 miliardi di euro.

Sono invece risultati in forte aumento gli scambi sull'AIM Italia-MAC, dove il controvalore delle negoziazioni ha sfiorato la soglia dei due miliardi di euro (da 300 milioni circa nel 2016).

Per quanto riguarda la ripartizione degli scambi per tipologia di operatori nel corso del 2017, in linea con l'anno precedente, il 29 per cento circa dei controvalori scambiati sull'MTA è riconducibile a operatori attivi nelle negoziazioni ad alta frequenza (*high frequency trading*, HFT; Tav. 5).

In particolare, il 27 per cento del controvalore delle negoziazioni è stato effettuato da *high frequency traders* (HFTs) esteri; il 25 per cento degli scambi totali è riferibile ai primi tre intermediari per controvalori negoziati, in lieve calo rispetto al 27 per cento dell'anno precedente. In calo anche la concentrazione dell'operatività degli HFTs sui primi tre titoli azionari, passata dal 40 al 37 per cento circa.

Con riferimento al trading *online* non HFT, la quota degli investitori si è attestata attorno al 18 per cento, in crescita di circa due punti percentuali rispetto all'anno precedente.

**Tav. 5 High frequency trading e trading online sul mercato MTA**

	2016	2017
quota delle negoziazioni riferibile a operatività HFT	29	29
di cui: HPFRs esteri	28	27
quota trading online non HFT	16	18

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana.

La ripartizione degli scambi e della capitalizzazione per comparto di appartenenza delle società quotate ha subito variazioni di diversa intensità anche nel corso del 2017, in base alla diversa reattività dei vari settori alla volatilità complessiva del mercato (Fig. 1).

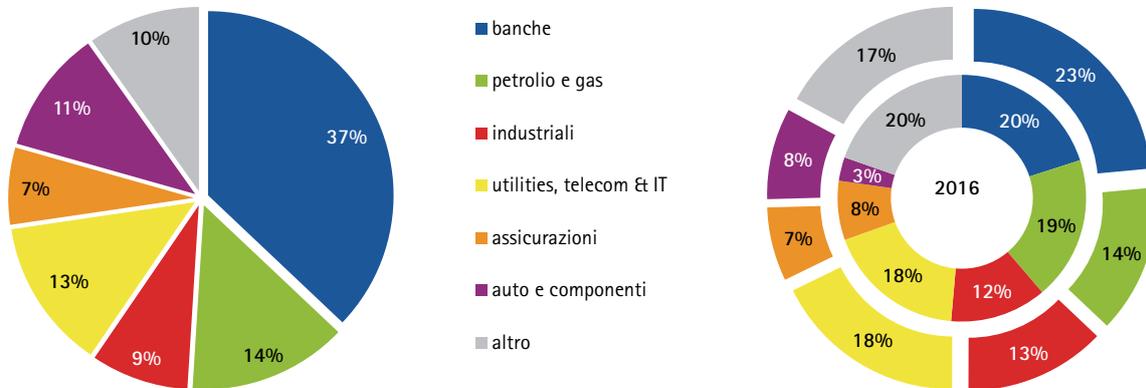
In particolare, per quanto riguarda la ripartizione degli scambi per settore, il comparto bancario (comprendente anche i servizi finanziari) come di consueto ha attratto il maggior numero di negoziazioni (37 per cento circa del totale, 44 per cento circa considerando anche il settore assicurativo). Si confermano significativi gli scambi sui titoli del comparto energetico (petrolio e gas, 14 per cento circa), *telecom* e *utilities* (13 per cento) e del settore *automotive* (11 per cento).

In termini di capitalizzazione, a fine 2017 la quota relativa al settore bancario ha registrato un modesto recupero rispetto all'anno precedente (dal 20 al 23 per cento circa), mentre è stato soprattutto il comparto auto a registrare una significativa crescita di valore (passando dal 3 all'8 per cento circa).

**Fig. 1 Ripartizione settoriale delle negoziazioni e della capitalizzazione dei titoli azionari italiani**

scambi nel 2017

capitalizzazione

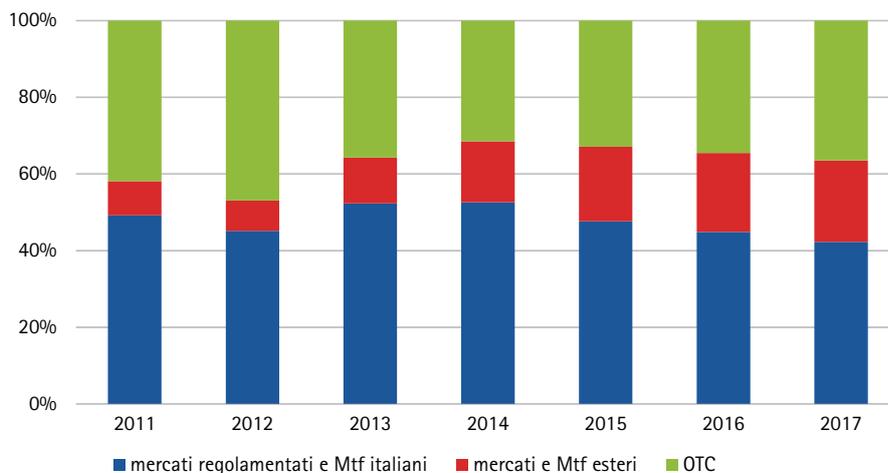


Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg. Il grafico di sinistra rappresenta la ripartizione settoriale degli scambi di titoli domestici nel 2017. L'anello interno del grafico di destra rappresenta la capitalizzazione settoriale a fine 2016 e l'anello esterno quella a fine 2017. Per quanto riguarda i settori merceologici, 'altro' include beni di consumo e per la salute, *real estate* e materie prime.

Con riferimento alla frammentazione degli scambi azionari, nel 2017 la quota delle negoziazioni relative a società domestiche su mercati regolamentati italiani si è attestata al 42 per cento circa, proseguendo il calo registrato negli ultimi tre anni (in particolare, si è passati dal 53 per cento circa nel 2014 al 45 nel 2016; Fig. 2).

La diminuzione degli scambi sulle piattaforme domestiche è stata controbilanciata dall'incremento degli scambi sui circuiti regolamentati esteri (la cui quota è aumentata di circa un punto percentuale portandosi al 21 per cento) e *over the counter* (in crescita dal 35 al 36 per cento circa).

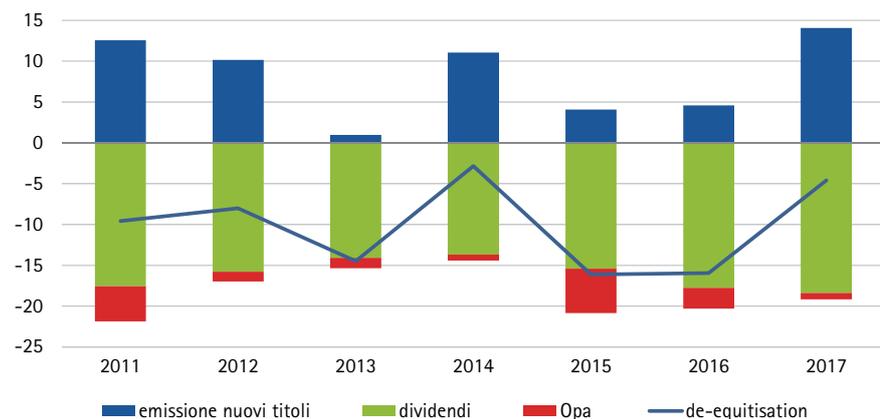
**Fig. 2 Distribuzione degli scambi di titoli azionari italiani per tipologia di mercato**



Fonte: elaborazioni su dati Consob e Borsa Italiana.

Per quanto riguarda la funzione di canalizzazione del risparmio svolta dalla borsa, nel 2017 è migliorato il saldo fra le risorse raccolte e quelle distribuite dalle imprese quotate sul mercato MTA. L'indicatore di *de-equitisation* si è infatti riportato sui livelli più elevati da inizio del decennio (attestandosi a -4,6 miliardi di euro), in rialzo rispetto ai minimi degli ultimi due anni (Fig. 3).

**Fig. 3 Saldo fra risorse raccolte e restituite agli azionisti di società quotate italiane**  
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Consob, Borsa Italiana e Thomson Reuters 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 e Opa. I dividendi complessivi delle società domestiche quotate sono calcolati sulla base del *dividend yield* di mercato (stima Datastream) e sulla complessiva capitalizzazione di borsa delle stesse società a fine anno.

Il miglioramento dell'indice è dovuto, da un lato, alle maggiori risorse raccolte nel corso dell'anno dalle società quotate mediante aumenti di capitale a pagamento (circa 14 miliardi di euro a fronte dei circa 4,6 nel 2016) e, dall'altro, alle risorse rivenienti da collocamenti iniziali (Ipo), passati da circa 0,2 a 0,5 miliardi di euro.

Nel dettaglio, l'afflusso di risorse più significativo (13 miliardi di euro circa) è relativo alla sola operazione di aumento di capitale effettuata da Unicredit Spa (si veda il successivo Capitolo III 'La vigilanza sull'offerta al pubblico e sull'informativa societaria'). Per quanto riguarda le Ipo, i flussi maggiori hanno riguardato l'AIM Italia (1,2 miliardi di euro), seguito dal MIV (0,5 miliardi).

Con riferimento alle componenti che incidono negativamente sull'indicatore, è risultato in leggero aumento, da 17,7 a 18,4 miliardi di euro, il flusso relativo ai dividendi calcolato sulla base del *dividend yield* stimato. Nel corso dell'anno è inoltre diminuita l'incidenza delle offerte pubbliche d'acquisto (passate da 2,5 a meno di un miliardo di euro; per dettagli sull'attività di vigilanza della Consob in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio, si veda il successivo Capitolo II 'La vigilanza su emittenti e società di revisione').

## 1.2 Il mercato EtfPlus

A fine 2017 il numero complessivo di *exchange traded products* (Etp) quotati sul mercato EtfPlus di Borsa Italiana era pari a 1.226, di cui 785 *exchange traded funds* (Etf) e 315 *exchange traded commodities* ed *exchange traded notes* (Etc/Etn).

In linea con gli anni precedenti, nel corso del 2017 il patrimonio gestito dagli Etp negoziati è cresciuto superando i 65 miliardi di euro (+23 per cento rispetto al 2016; Tav. 6).

**Tav. 6 Patrimonio gestito da *exchange traded products* negoziati sul mercato EtfPlus**  
(dati di fine periodo; valori monetari in miliardi di euro)

	Etf az. mercati avanzati	Etf az. mercati emergenti	Etf obbligaz.	altri Etf	Etc / Etn	<i>totale</i>	<i>variazione</i> <sup>1</sup>
2011	6,7	3,5	4,8	1,7	1,9	<b>18,6</b>	-6,1
2012	7,3	3,3	5,7	1,8	2,6	<b>20,7</b>	11,3
2013	11,7	2,8	8,0	2,3	1,9	<b>26,7</b>	29,0
2014	15,2	2,9	13,2	3,0	2,7	<b>37,0</b>	38,7
2015	21,1	2,5	15,8	3,9	4,3	<b>47,6</b>	28,6
2016	20,7	3,2	19,3	4,6	5,1	<b>52,9</b>	11,1
2017	24,0	4,6	24,1	6,3	6,1	<b>65,1</b>	23,1

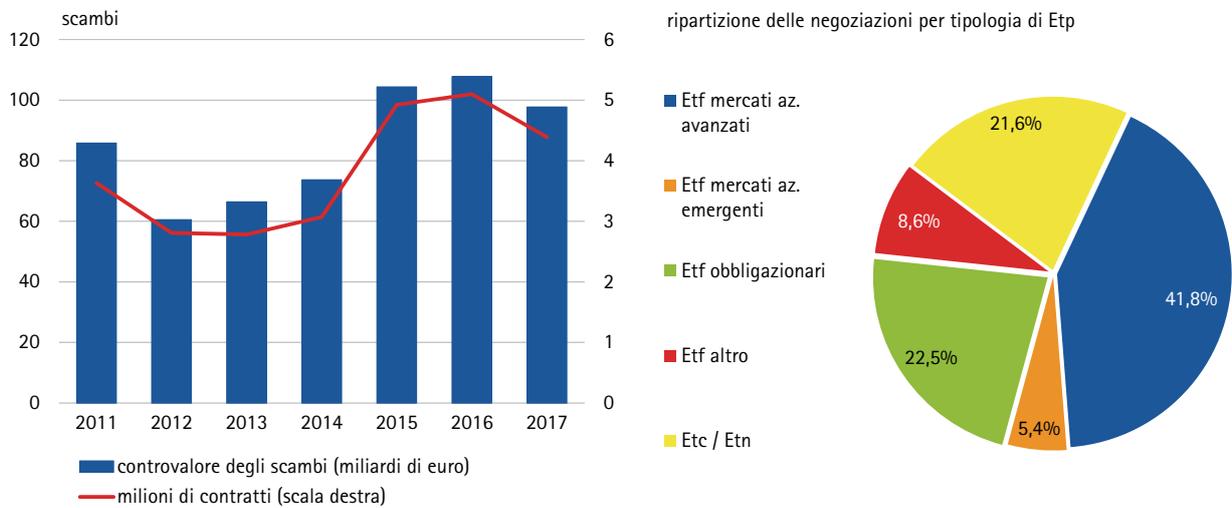
Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. <sup>1</sup> In percentuale rispetto all'anno precedente.

La quota maggiore delle masse in gestione è quasi equamente distribuita fra Etf azionari (28,6 miliardi di euro, dei quali 24 investiti in mercati azionari avanzati) e obbligazionari (24,1 miliardi), mentre il patrimonio gestito da Etc/Etn resta molto più contenuto, attestandosi attorno ai sei miliardi di euro.

Per quanto riguarda le negoziazioni, il controvalore complessivo degli scambi sul mercato EtfPlus ha registrato una flessione di nove punti percentuali, più accentuata rispetto a quella del mercato MTA, passando a 97,6 miliardi di euro da 107,7 miliardi dell'anno precedente. Nello stesso periodo, il numero di transazioni è risultato in calo del 14 per cento circa, attestandosi a 4,4 milioni di contratti (Fig. 4).

Il 42 per cento circa delle negoziazioni ha riguardato Etf collegati a mercati azionari avanzati (in calo di circa due punti rispetto al 2016), il 22,5 per cento Etf connessi a indici obbligazionari (stabile rispetto all'anno precedente) e il 5 per cento circa Etf relativi a mercati emergenti (dato anch'esso sostanzialmente invariato). Gli scambi di Etc/Etn, infine, hanno registrato un calo di circa quattro punti, con volumi pari al 21,6 per cento delle negoziazioni.

**Fig. 4** Negoziazioni di *exchange traded products* sul mercato EtfPlus nel 2017

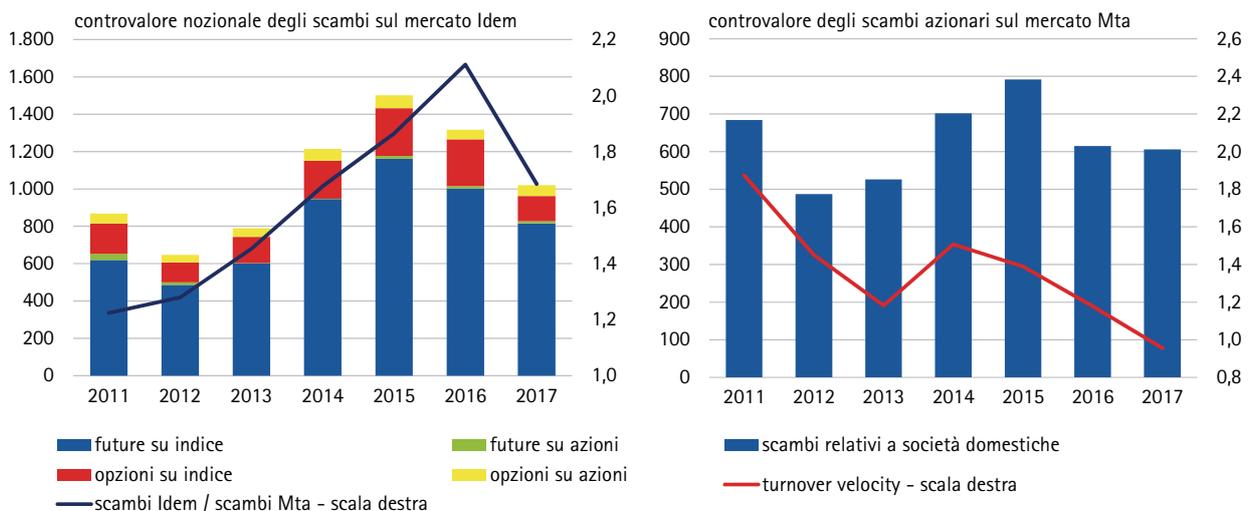


Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana.

### 1.3 Il mercato Idem

Nel 2017 il controvalore nozionale degli scambi su strumenti derivati negoziati sul mercato Idem di Borsa Italiana ha registrato un calo del 22,5 per cento, passando da circa 1.317 miliardi di euro nel 2016 a 1.021 miliardi, a fronte della sostanziale stabilità dei controvalori negoziati sul mercato azionario (Fig. 5).

**Fig. 5** Negoziazioni di strumenti finanziari derivati sull'Idem e di titoli azionari sull'MTA (miliardi di euro)



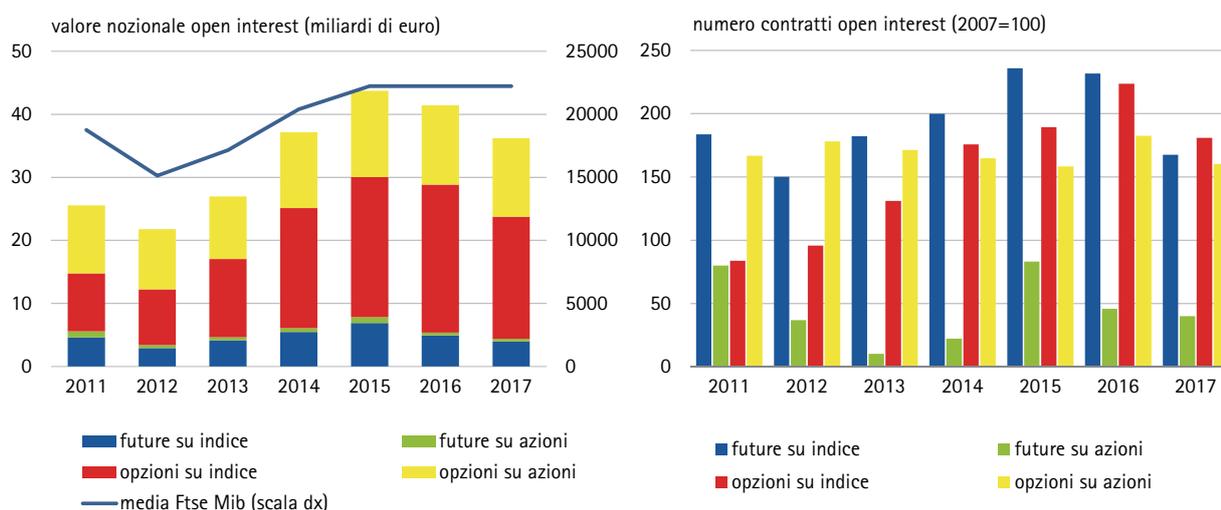
Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. I 'future su indice' includono i *minifuture* su indice.

In particolare, nel corso dell'anno il rapporto fra controvalore nozionale degli scambi in derivati azionari e controvalore delle negoziazioni sul mercato MTA si è ridotto da circa 2,1 a 1,7, riflettendo anche il prolungato rallentamento dell'indicatore di *turnover velocity* (rapporto fra scambi e capitalizzazione), sceso a un livello intorno all'unità (da 1,2 circa nel 2016).

In dettaglio, anche nel 2017 gli scambi più significativi hanno riguardato i contratti *future* e di opzione sull'indice Ftse Mib (rispettivamente, 815 e 135 miliardi di valore nozionale, in calo del 22 e del 46 per cento circa).

Con riferimento alle posizioni aperte, nel corso dell'anno si è ulteriormente ridotto rispetto al 2016, il controvalore nozionale medio giornaliero dell'*open interest*, passato da 41,4 a 36 miliardi di euro (-13 per cento circa; Fig. 6).

**Fig. 6 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 Datastream. I 'future su indice' includono i *minifuture* sull'indice Ftse Mib, mentre i *future* su azioni non includono i contratti su azioni estere. I dati sulle opzioni includono i contratti settimanali (*weekly options*). I valori annuali dell'indice Ftse Mib sono medie dei dati di fine mese.

In linea con la contrazione delle negoziazioni, la riduzione maggiore dell'*open interest* medio giornaliero in termini di controvalore nozionale ha riguardato i *future* e le opzioni sull'indice Ftse Mib (rispettivamente, -19 e -17 per cento), seguita dal calo della media delle posizioni aperte relative ai *future* su singole azioni (-13 per cento), mentre è rimasto sostanzialmente stabile l'*open interest* medio relativo alle opzioni su azioni (-1 per cento circa).

Un andamento simile è desumibile anche osservando il numero medio giornaliero delle posizioni aperte, in netto calo per i *future* e le opzioni sull'indice Ftse Mib (rispettivamente, -28 e -19 per cento circa) e in flessione per i *future* e le opzioni su azioni (rispettivamente, -13 e -12 per cento).

## 1.4 Il mercato SeDeX

Nel corso dell'anno gli scambi di *covered warrant* e *certificates* quotati sul SeDeX hanno registrato un considerevole calo in termini di controvalore negoziato da 23,2 a 19,1 miliardi di euro (-18 per cento circa), in linea con la contrazione già emersa nel 2016 e nonostante un'attività di *origination* particolarmente dinamica, con nuove emissioni e strumenti in essere a fine anno sui valori massimi dal 2011 (rispettivamente, 10.274 e 9.420 strumenti; Tav. 7).

**Tav. 7 Covered warrant e certificates quotati sul SeDeX**  
(dati di fine periodo; valori monetari in miliardi di euro)

	numero di emissioni			controvalore degli scambi
	in essere	nuove <sup>1</sup>	scadute <sup>2</sup>	
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	24,7
2015	5.609	7.006	5.524	33,6
2016	6.696	8.549	7.461	23,2
2017	9.420	10.274	7.261	19,1

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

Mentre il dinamismo dell'attività di *origination* ha interessato in modo trasversale tutte le categorie di strumenti finanziari, la marcata diminuzione del controvalore complessivamente negoziato è ascrivibile sostanzialmente ai soli strumenti *plain vanilla* (passati da 7,4 miliardi di euro nel 2016 a 2,8 miliardi nel 2017, con un decremento del 62 per cento; Tav. 8).

**Tav. 8 Tipologie di covered warrant e certificates quotati sul SeDeX**  
(dati di fine periodo; valori monetari in miliardi di euro)

segmento e categoria	plain vanilla		investment		leverage		esotici		totale	
	numero emissioni	controvalore scambi								
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	..	4.173	24,4
2015	4.128	10,4	1.143	4,9	275	18,3	63	..	5.609	33,6
2016	4.559	7,4	1.191	3,2	891	12,5	55	..	6.696	23,2
2017	6.956	2,8	1.271	4,4	1.141	11,9	52	..	9.420	19,1

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Come negli anni precedenti, anche nel 2017 l'operatività sul mercato SeDeX si è caratterizzata per una marcata concentrazione degli scambi: in particolare, ai primi cinque *covered warrant* e *certificates* per categoria è riferibile oltre la metà dei controvalori complessivamente negoziati. La maggiore concentrazione è stata registrata per la categoria dei certificati a leva (43 per cento circa; Tav. 9).

**Tav. 9 Concentrazione degli scambi sul SeDeX**

(valori percentuali dei primi cinque titoli più negoziati per categoria sul totale degli scambi)

categoria	2012	2013	2014	2015	2016	2017
leverage	5,5	31,6	43,6	46,0	41,0	42,9
plain vanilla	29,3	19,8	14,3	13,5	14,1	8,1
investment certificates	1,9	2,3	1,7	1,9	1,4	1,6
<i>totale cinque titoli più scambiati</i>	<i>36,7</i>	<i>53,8</i>	<i>59,6</i>	<i>61,5</i>	<i>56,5</i>	<i>52,6</i>

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana.

## 1.5 I mercati obbligazionari

Nel corso del 2017 il controvalore degli scambi di titoli obbligazionari è risultato in calo su tutte le principali sedi di negoziazione, sia all'ingrosso sia *retail* (Tav. 10).

In particolare, sul mercato all'ingrosso dei titoli di Stato MTS il valore delle negoziazioni è diminuito del 12 per cento circa, attestandosi a 1.216 miliardi di euro e tornando così sui livelli del 2015. Nello stesso periodo, anche la piattaforma BondVision ha registrato una riduzione dei controvalori scambiati, sebbene in misura più contenuta (-7,4 per cento).

**Tav. 10 Scambi di titoli obbligazionari su mercati italiani**

(dati di fine periodo; miliardi di euro)

	mercati regolamentati e MTF all'ingrosso				mercati regolamentati e MTF <i>retail</i>				totale
	MTS (titoli di Stato)	BondVision (titoli di Stato)	MTS (obbligaz. non governative)	BondVision MTF (obblig. non governative)	MOT <sup>1</sup>	EuroTLX MTF	Hi-MTF MTF	ExtraMOT MTF	
2011	868	562	....	6	204	84	16	3	<i>1.743</i>
2012	567	645	1	8	321	104	20	5	<i>1.671</i>
2013	904	804	..	7	330	90	24	5	<i>2.164</i>
2014	1.487	1.041	..	9	323	91	23	6	<i>2.980</i>
2015	1.225	1.082	..	36	277	79	19	4	<i>2.722</i>
2016	1.385	924	....	25	215	....	15	....	<i>2.788</i>
2017	1.216	856	....	12	204	56	8	2	<i>2.354</i>

Fonte: elaborazioni su dati MTS, Borsa Italiana ed EuroTLX. L'eventuale mancata quadratura è dovuta agli arrotondamenti. <sup>1</sup> Sono inclusi gli scambi su obbligazioni negoziate sull'EuroMOT.

I controvalori scambiati sul MOT, principale mercato obbligazionario *retail*, sono anch'essi ulteriormente diminuiti rispetto all'anno precedente, passando da circa 215 a 204 miliardi di euro (-5 per cento). Degno di nota, infine, il calo del volume delle negoziazioni sulla piattaforma Hi-MTF, quasi dimezzatosi (da 15 a otto miliardi di euro circa).

## 2 La vigilanza sulle piattaforme di negoziazione

### 2.1 La vigilanza regolamentare

Nel corso del 2017 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. 11).

Le modifiche ai regolamenti delle sedi di negoziazione italiane adottate nel corso dell'anno (in particolare nella seconda metà del 2017) sono state funzionali all'adeguamento al nuovo contesto normativo delineato dalla Direttiva MiFID II e dal Regolamento MiFIR e dalla normativa domestica di primo e secondo livello che ne ha consentito, rispettivamente, il recepimento e l'applicazione.

Tra le modifiche più rilevanti si segnalano, in particolare, l'adeguamento ai nuovi obblighi dettati in tema di accesso dei membri e partecipanti alle sedi di negoziazione, microstruttura del mercato e trasparenza (si veda anche il successivo Capitolo VI 'L'attività regolamentare').

Con riferimento ai profili di trasparenza, si segnala che nelle modifiche introdotte ai regolamenti delle sedi di negoziazione italiane trovano espressione, sulla base di quanto previsto dal Regolamento Consob in materia di mercati, anche le deroghe al regime generale di trasparenza *pre*-negoziazione, nonché ipotesi di differimento della trasparenza *post*-negoziazione.

Ai sensi del MiFIR, le autorità competenti possono concedere ai gestori del mercato e alle imprese di investimento che gestiscono una sede di negoziazione specifiche esenzioni/deroghe (*waiver*) rispetto all'obbligo di pubblicare le informazioni *pre*-negoziazione, in presenza di determinate condizioni, dettate nel medesimo Regolamento e nei relativi Regolamenti delegati (UE) 2017/583 e 2017/587 del 14 luglio 2016, distinguendo fra strumenti finanziari azionari (*equity*) e strumenti a essi assimilabili (*equity-like*) e strumenti non rappresentativi di capitale (*non-equity*). Il processo di approvazione di tali deroghe alla trasparenza prevede il rilascio di uno specifico parere (*Opinion*) da parte dell'ESMA, di cui le autorità nazionali competenti devono tener conto nel concedere l'esenzione.

**Tav. 11 Modifiche ai Regolamenti dei mercati regolamentati e alle relative disposizioni di attuazione nel 2017**

data e intervento	contenuto	mercato interessato
<b>Borsa Italiana Spa</b>		
modifiche al Regolamento e relative Istruzioni (delibera 20003 del 17 maggio 2017)	Resoconti intermedi di gestione e relazioni finanziarie semestrali: mantenimento delle attuali previsioni	MTA (segmento Star)
	Modifica in tema di requisiti di ammissione, quali le soglie rilevanti per i soggetti esteri e gli Oicr, nonché <i>fine tuning</i> in tema di partecipazione pari o superiore al 5 per cento	tutti (tranne Idem)
	Disciplina di esclusione dalle negoziazioni su richiesta	tutti (tranne Idem)
	Estensione agli strumenti azionari della modalità distributiva sul mercato fino ad allora prevista solo per gli strumenti obbligazionari	MTA
	Introduzione di specifici requisiti di trasparenza in tema di <i>green e social bonds</i>	MOT
	Revisione degli schemi di comunicato <i>price-sensitive</i> per adeguamento ex art. 7 MAR	tutti
	Estensione degli orari di negoziazione dei contratti <i>futures</i> su Ftse Mib e <i>minifutures</i> su Ftse Mib fino alle ore 20:30 dalle ore 17:50	Idem
modifiche alle Istruzioni (assenso della Consob del 18 maggio 2017)	Anticipo dalle ore 9:30 alle ore 9:15 degli obblighi di quotazione degli operatori <i>market maker</i> e specialisti	Idem
modifiche al Regolamento e relative Istruzioni (delibera 20188 del 15 novembre 2017)	Eliminazione di tutte le previsioni relative al mercato SeDeX in vista della chiusura del mercato, a seguito di revoca e relativa cancellazione dall'elenco dei mercati regolamentati di cui all'art. 63, comma 2, Tuf	SeDeX
	Adeguamento al nuovo quadro regolamentare MiFID II-MiFIR in materia di: disciplina di ammissione degli operatori (classificazione degli operatori ammessi alle negoziazioni); microstruttura dei mercati con particolare riguardo alle disposizioni in materia di attività di <i>market making e market making strategies</i> , negoziazione algoritmica, specialisti e <i>market maker</i> volontari, contenuto minimo delle proposte ( <i>short code</i> ), meccanismi per fronteggiare la volatilità	tutti
	Estensione della regola di condotta che prevede obbligo di immettere proposte aventi ad oggetto strumenti sottostanti a contratti derivati nelle giornate di scadenza di questi ultimi	tutti
	Ridenominazione degli strumenti derivati cartolarizzati negoziati su EtfPlus in 'Etc/Etn'	EtfPlus
	Introduzione di un obbligo di comunicazione in capo agli emittenti del mercato EtfPlus del sito dove è reso disponibile il KID, alla luce del nuovo Regolamento PRIIPs	EtfPlus
	Introduzione dei nuovi <i>tick size</i> per gli strumenti del mercato EtfPlus	EtfPlus
	Modifiche di <i>fine tuning</i> volte a meglio specificare gli adempimenti nel mercato EtfPlus e ricondurli alle diverse tipologie di strumenti ivi trattati	EtfPlus
	Previsione dell'obbligo di compensazione per i diritti di opzione	MTA
	Revisioni della metodologia e dei limiti delle fasce di prezzo	MTA
	Introduzione di una regola di condotta ai sensi del Regolamento PRIIPs che vieta agli operatori del mercato di accettare ordini per conto di investitori al dettaglio di Stati membri che prescrivono una lingua diversa da quelle nelle quali Borsa Italiana rende disponibile il KID	Idem
	Previsione di un obbligo di accordi di compensazione per i clienti per conto dei quali operano gli operatori del mercato Idem, sulla base dei quali il cliente medesimo diventa controparte dell'operazione in derivati	Idem
Introduzione di disposizioni in materia di <i>position limit e position reporting</i> delle posizioni su derivati su merce	Idem	
modifiche al Regolamento e relative Istruzioni (delibera 20223 del 13 dicembre 2017)	Revisione delle disposizioni in materia di trasparenza <i>pre-</i> e <i>post-</i> negoziazione ai fini dell'adeguamento al nuovo quadro MiFID II-MiFIR, in particolare per quanto riguarda il regime generale di trasparenza prescritto per un sistema di tipo <i>order driven</i> e per la funzionalità RFQ operativa su MOT ed EtfPlus, il funzionamento delle deroghe alla trasparenza <i>pre-</i> negoziazione, incluse le regole di registrazione delle operazioni concordate, e l'operatività del regime di differimento	tutti

- segue -

segue Tav. 11 Modifiche ai Regolamenti dei mercati regolamentati e alle relative disposizioni di attuazione nel 2017

data e intervento	contenuto	mercato interessato
<b>MTS Spa</b>		
modifiche al Regolamento e relative Istruzioni (parere al MEF del 16 giugno 2017)	Introduzione, relativamente al segmento 'pronti contro termine', di una nuova funzionalità di negoziazione, la <i>request for competitive quote</i> (RFCQ), attraverso la quale è possibile inviare una richiesta di quotazione competitiva anche a più operatori, e della regola in base alla quale per i contratti bilaterali conclusi tra un 'end user' e un operatore sul segmento, le istruzioni relative al servizio di liquidazione dei contratti possono essere inviate 'manualmente' dai singoli contraenti, che si avvarranno delle informazioni messe a disposizione dalla società	MTS Italia
modifiche al Regolamento e relative Istruzioni (parere al MEF del 15 dicembre 2017)	Adeguamento al nuovo quadro regolamentare MiFID II-MiFIR in materia di: accesso degli operatori al mercato; microstruttura dei mercati con particolare riguardo alle disposizioni in materia di attività di <i>market making</i> e <i>market making strategies</i> , alla negoziazione algoritmica, ai meccanismi per fronteggiare la liquidità ( <i>trading halt</i> ); trasparenza <i>pre-</i> e <i>post-</i> negoziazione, in particolare per quanto riguarda il regime generale di trasparenza applicabile a un sistema di tipo ibrido e per la funzionalità RFQ, il funzionamento delle deroghe alla trasparenza <i>pre-</i> negoziazione e l'operatività del regime di differimento	MTS Italia
	Introduzione di previsioni di maggiore dettaglio in merito alla negoziazione del cosiddetto 'Grey Market'	

Fonte: Consob.

Con riferimento alle deroghe per gli strumenti non rappresentativi di capitale, si segnala tuttavia che, nelle more dell'elaborazione di tutte le richieste di *Opinion* prima dell'entrata in vigore del nuovo quadro regolamentare MiFID II-MiFIR, l'Autorità europea ha pubblicato in data 28 settembre 2017 un *Contingency Plan* (ESMA70-154-356), con il quale ha invitato le autorità nazionali competenti ad approvare le istanze presentate dalle sedi di negoziazione vigilate, a condizione che: i) il *waiver* sia concesso in via temporanea, provvisoria, ovvero tramite ulteriori strumenti amministrativi che garantiscano la sua revisione a seguito della formalizzazione del necessario parere dell'ESMA; ii) la sede di negoziazione istante venga adeguatamente informata in merito al punto precedente.

La valutazione di conformità con il regime europeo effettuata dalla Consob con riferimento alle istanze di deroga alla trasparenza *pre-*negoziazione presentate nel 2017 dalle sedi di negoziazione italiane su strumenti *non-equity* richiederà pertanto di essere nuovamente condotta in esito all'emanazione da parte dell'ESMA delle previste *Opinion*.

Anche per quanto concerne il regime di trasparenza dei dati di *post-*negoziazione, le autorità competenti possono concedere ai gestori del mercato e alle imprese di investimento che gestiscono una sede di negoziazione di pubblicare le informazioni con un tempo di ritardo predeterminato per tipologie di strumenti finanziari, anziché nel lasso temporale predefinito dal MiFIR, purché ne ricorrano le condizioni appositamente dettate. In tal caso, non è richiesta l'emanazione di un parere preventivo da parte dell'ESMA e dunque le singole autorità nazionali competenti possono procedere in via autonoma all'approvazione delle eventuali istanze di differimento.

Analogamente a quanto avvenuto per i mercati regolamentati, la Commissione ha effettuato un'intensa attività di vigilanza anche con riferimento alle modifiche apportate alle regole di funzionamento di MTF e IS, al fine di verificarne la conformità agli indirizzi comunitari e, in particolare, al nuovo quadro MiFID II-MiFIR (Tav. 12).

**Tav. 12 Modifiche alle regole di funzionamento di sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici nel 2017**

entrata in vigore	contenuto	MTF e IS interessati
<b>Borsa Italiana Spa</b>		
febbraio 2017	Introduzione della specificazione per cui le risposte alle RFQ devono essere inserite per una quantità 'almeno' pari a quella della RFQ (si consente, dunque, l'inserimento di quantità anche superiori)	ExtraMOT
marzo 2017	Introduzione della possibilità che le obbligazioni e altri titoli di debito siano ammessi a negoziazione con l'indicazione di 'Green bonds' o 'Social bonds', a condizione che vi sia un soggetto terzo (in possesso di specifici requisiti di professionalità e indipendenza) che certifichi la natura ambientale e/o sociale dei progetti finanziati con l'emissione di tali strumenti e che l'emittente adempia, almeno una volta l'anno, a obblighi di comunicazione al pubblico circa l'impiego effettivo dei proventi in progetti di natura ambientale e/o sociale	ExtraMOT
novembre 2017/gennaio 2018	Adozione delle regole di funzionamento, di ammissione degli operatori, di ammissione degli strumenti sul nuovo mercato e di trasparenza delle negoziazioni del nuovo MTF, in linea con il nuovo quadro MiFID II-MiFIR	SeDeX
dicembre 2017/gennaio 2018	Adeguamento al nuovo quadro regolamentare MiFID II-MiFIR in tema di: disciplina di ammissione degli operatori; microstruttura dei mercati con particolare riguardo alle disposizioni in materia di attività di <i>market making</i> e <i>market making strategies</i> , negoziazione algoritmica, specialisti e <i>market maker</i> volontari, meccanismi per fronteggiare la volatilità; trasparenza <i>pre-</i> e <i>post-</i> negoziazione, in particolare per quanto riguarda il regime generale di trasparenza prescritto per un sistema di tipo <i>order driven</i> , il funzionamento delle deroghe alla trasparenza <i>pre-</i> negoziazione, incluse le regole di registrazione delle operazioni concordate, e l'operatività del regime di differimento	AIM Italia / Bit Equity / ExtraMOT
dicembre 2017/gennaio 2018	Revisione delle disposizioni in materia di: offerta istituzionale; produzione e pubblicazione di ricerche; comunicazione di <i>pre-</i> ammissione; disciplina delle società costituite per acquisizione di un <i>business</i> specifico; adeguamenti normativi	AIM Italia
<b>EuroTLX Sim Spa</b>		
aprile 2017	Introduzione sia per le obbligazioni e gli altri titoli di debito sia per i <i>covered warrant</i> e <i>certificates</i> della modalità di distribuzione sul mercato con conseguente introduzione di una fase di mercato durante la quale il soggetto richiedente vende gli strumenti finanziari oggetto di futura emissione	EuroTLX
novembre 2017/gennaio 2018	Introduzione di nuovi obblighi (a seguito dell'applicazione del Regolamento MAR) riguardanti, fra l'altro, i seguenti aspetti: i) estensione dell'obbligo di comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate; ii) obbligo di istituire e conservare le ' <i>insider list</i> '; iii) obblighi di comunicazione ' <i>internal dealing</i> ' e divieti nei ' <i>closing periods</i> '	EuroTLX
<b>MTS Spa</b>		
3 gennaio 2018	Adeguamento al nuovo quadro regolamentare MiFID II-MiFIR in tema di: accesso degli operatori al mercato; microstruttura del mercato, con particolare riguardo alle disposizioni in materia di negoziazione algoritmica, ai meccanismi per fronteggiare la liquidità ( <i>trading halt</i> ); trasparenza <i>pre-</i> e <i>post-</i> negoziazione, in particolare per quanto riguarda il regime generale di trasparenza applicabile a un sistema di tipo ibrido e per la funzionalità RFQ, il funzionamento delle deroghe alla trasparenza <i>pre-</i> negoziazione e l'operatività del regime di differimento; ampliamento delle categorie di strumenti finanziari negoziabili: in particolare, ammessi anche i titoli di Stato; introduzione della possibilità di negoziare anche per conto terzi	BondVision Italia MTF (ora ridenominato BondVision Europe MTF)

- segue -

segue Tav. 12 Modifiche alle regole di funzionamento di sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici nel 2017

entrata in vigore	contenuto	MTF e IS interessati
<b>Hi-MTF Sim Spa</b>		
gennaio 2017	Introduzione, nel mercato Hi-MTF <i>order driven</i> , di un modello di mercato per le azioni di banche non quotate finalizzato ad assicurarne una maggiore liquidabilità e la formazione di un prezzo di mercato che segua la dinamica della domanda e dell'offerta	Hi-MTF <i>order driven</i>
maggio 2017	Introduzione della funzionalità del collocamento diretto sui mercati Hi-MT <i>quote driven</i> e Hi-MTF <i>order driven</i> di strumenti finanziari obbligazionari di futura emissione, introdotta a seguito della Raccomandazione Consob 0092492 del 18 ottobre 2016 in materia di distribuzione degli strumenti finanziari tramite un sede di negoziazione multilaterale	Hi-MTF <i>quote driven</i> Hi-MTF <i>order driven</i>
luglio 2017	Ulteriori modifiche alla funzionalità di collocamento sul solo mercato Hi-MTF <i>order driven</i> , relative alla tempistica per la comunicazione delle caratteristiche del collocamento stesso da parte del cosiddetto intermediario incaricato	Hi-MTF <i>order driven</i>
gennaio 2018	Modifiche ai regolamenti, finalizzate all'adeguamento da parte della sede di negoziazione agli obblighi derivanti dalla normativa europea di primo e secondo livello (Direttiva MiFID II, Regolamento MiFIR e Regolamenti delegati emanati in materia)	Hi-MTF <i>quote driven</i> Hi-MTF <i>order driven</i> Hi-MTF <i>request for quote</i>
<b>E-MID Sim Spa</b>		
3 gennaio 2018	Adeguamento al nuovo quadro regolamentare MiFID II-MiFIR	E-MID Repo E-MIDER

Fonte: Consob.

## 2.2 La vigilanza su ammissione, sospensione, esclusione e revoca di strumenti finanziari

Con riferimento alle decisioni di Borsa Italiana circa l'ammissione alle negoziazioni sul proprio mercato regolamentato MTA, la Commissione ha esercitato per le nuove quotazioni del 2017 l'attività di vigilanza di propria competenza come previsto dal Tuf (art. 64, comma 1-*bis*, come trasfuso nell'art. 66-*ter*, comma 6 del Tuf, a decorrere dal 3 gennaio 2018). In tutti i casi oggetto di vigilanza l'Istituto ha riscontrato l'assenza dei presupposti per l'esercizio del potere di vietare l'esecuzione delle decisioni operative prese da Borsa Italiana.

A tale riguardo, i poteri della Consob attengono alla possibilità di vietare l'ammissione qualora, in base a informazioni diverse da quelle valutate dalla società di gestione del mercato, dovesse ritenere la stessa quotazione incompatibile con la tutela degli investitori, la trasparenza e l'ordinato svolgimento delle negoziazioni.

Nel 2017 l'Istituto ha ricevuto da Borsa Italiana nove comunicazioni di revoca (*delisting*) dalle negoziazioni di azioni quotate sull'MTA (Tav. 13). In relazione a tali provvedimenti, la Commissione ha svolto le valutazioni di competenza, tenendo conto di eventuali elementi informativi diversi da quelli considerati dalla società di gestione dei mercati nonché delle finalità di tutela degli investitori, trasparenza e ordinato svolgimento delle negoziazioni, riscontrando l'assenza dei presupposti per l'esercizio del potere di vietare l'esecuzione della decisione di revoca dalla quotazione, ai sensi dell'art. 64, comma 1-*bis* del Tuf.

In tre casi la revoca è stata disposta a conclusione di un'offerta pubblica di acquisto, in due casi a seguito di fusione per incorporazione, in tre casi per l'impossibilità di mantenere un mercato normale e regolare e in un caso, infine, per l'assoggettamento dell'emittente a procedure concorsuali.

**Tav. 13 Azioni revocate dalle negoziazioni sull'MTA nel corso del 2017**

data	strumento finanziario	motivazione
02 gennaio	Banca Popolare di Milano	Fusione di Banca Popolare di Milano e Banco Popolare
02 gennaio	Banco Popolare	Fusione di Banca Popolare di Milano e Banco Popolare
24 gennaio	Moleskine	Revoca a seguito di Opa promossa da DM Invest
15 maggio	Banca Popolare Etruria e Lazio	Impossibilità di mantenere un mercato normale e regolare
15 maggio	Premuda	Mancanza di flottante minimo per mantenere un mercato normale e regolare
04 agosto	Ciccolella	Ammissione dell'emittente a procedure concorsuali
3 ottobre	Banca Popolare di Spoleto	Impossibilità di mantenere un mercato normale e regolare: modifiche sostanziali nella situazione economico, patrimoniale o finanziaria dell'emittente
23 ottobre	Save	Opa promossa da Agorà Investimenti
8 novembre	Bonifiche Ferraresi	Opa promossa da B.F. Holding

Fonte: Consob.

Borsa Italiana, inoltre, su richiesta della Commissione (delibera 20193 del 17 novembre 2017), che si è avvalsa del potere conferitogli dall'art. 64, comma 1-bis, lettera c) del Tuf, ha disposto la sospensione a tempo indeterminato dei titoli emessi o garantiti da Banca Carige Spa dalle negoziazioni nei mercati regolamentati e nei sistemi multilaterali di negoziazione italiani, a causa della mancanza di un corretto quadro informativo. Con la delibera 20196 del 20 novembre 2017, a seguito del comunicato diffuso dalla Banca, la Commissione ha disposto la revoca della delibera sopra richiamata riammettendo i titoli a negoziazione.

Nel corso del 2017, infine, Borsa Italiana ha adottato sei provvedimenti di sospensione a tempo determinato di strumenti finanziari negoziati sull'MTA, motivati dalla mancata o attesa diffusione di notizie *price-sensitive* da parte dell'emittente, e un provvedimento di sospensione a tempo determinato di azioni quotate sul mercato regolamento MIV, a seguito di Opa (Tav. 14).

Al 31 dicembre 2017, infine, risultavano sospese a tempo indeterminato, dal 29 marzo 2016, le azioni emesse da Olidata Spa in liquidazione.

I provvedimenti di sospensione a tempo determinato e indeterminato e di revoca dalle negoziazioni sono stati notificati dalla Consob all'ESMA e alle altre autorità competenti degli Stati membri dell'UE, tramite il sistema SARIS. Dal 2015 tali provvedimenti sono disponibili anche al pubblico sul sito dell'ESMA, nel registro *Suspensions and Removals of instruments from trading*, per consentirne una più ampia pubblicità.

Tav. 14 Sospensioni a tempo determinato su mercati regolamentati in attesa di comunicato *price-sensitive* dell'emittente nel 2017

data	strumento finanziario	mercato regolamentato
31 marzo	Premuda	MTA
3 aprile	Alba	MIV
7 giugno	CTI Biopharma	MTA
3 luglio	CHL	MTA
31 luglio	Prelios	MTA
1° agosto	Indel B	MTA
14 dicembre	Molmed	MTA

Fonte: Consob.

### 3 La vigilanza sulle negoziazioni e sulla integrità informativa dei mercati

#### 3.1 La vigilanza su trasparenza e ordinato svolgimento delle negoziazioni

Nel corso del 2017, la consueta attività di 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 all'adempimento degli obblighi di trasparenza *pre-* e *post-*negoziazione, ha fatto emergere alcuni casi di irregolarità e talvolta di assenza delle segnalazioni, a fronte dei quali sono stati attivati gli opportuni presidi di vigilanza.

Nella seconda metà del 2017, le attività di vigilanza si sono incentrate sull'avvio del nuovo regime MiFID II-MiFIR di *transaction reporting* nonché sull'entrata in vigore degli obblighi di pubblicazione e diffusione delle informazioni *post-*negoziazione.

In tale ambito, la Consob ha tenuto diversi incontri con le associazioni di categoria, i gestori delle sedi di negoziazione e gli intermediari, volti a fornire chiarimenti normativi nonché tecnico-operativi.

Si segnalano, in particolare, gli incontri relativi al nuovo regime di utilizzo dei codici LEI (Legal Entity Identifier) per l'identificazione di emittenti, intermediari e clienti di questi ultimi nel caso in cui non siano persone fisiche.

Nella seconda metà del 2017 sono state altresì avviate le attività di verifica sulle scelte degli intermediari in merito ai canali utilizzati per l'adempimento degli obblighi di trasparenza e di *transaction reporting*.

### 3.2 La vigilanza su integrità informativa dei mercati, *buy back e internal dealing*

Con riferimento ai sistemi di diffusione delle informazioni regolamentate (SDIR) e dei relativi meccanismi di stoccaggio, il 15 febbraio 2017 Spafid Connect Spa è stata autorizzata a subentrare a Bit Market Services Spa nella gestione del sistema SDIR-NIS e del meccanismo di stoccaggio NIS-Storage, all'uopo ridenominati 'eMarket SDIR' ed 'eMarket Storage'.

A seguito dell'entrata in vigore del Regolamento delegato (UE) 2016/1437, che detta norme tecniche di regolamentazione in tema di accesso e classificazione delle informazioni regolamentate, e delle intervenute modifiche del Regolamento Emittenti che, tra l'altro, hanno abrogato l'allegato 3N, i meccanismi di stoccaggio autorizzati hanno recepito le modifiche attinenti alle nuove classi e sottoclassi di tali informazioni. A tale riguardo, nel corso dell'anno la Commissione ha fornito agli emittenti supporto sul corretto utilizzo dei nuovi codici.

In riferimento alla diffusione delle informazioni *price-sensitive* su internet, la Commissione ha effettuato una ricognizione sulle modalità utilizzate a tal fine dagli emittenti di titoli quotati, negoziati sui sistemi multilaterali di negoziazione o diffusi tra il pubblico in misura rilevante (Riquadro 1).

### 3.3 Gli aumenti di capitale fortemente diluitivi

Dal 15 dicembre 2016 è operativo il cosiddetto modello *rolling* per la gestione degli aumenti di capitale fortemente diluitivi, ossia operazioni con emissione del diritto di opzione in cui l'emittente intende raccogliere sul mercato un ammontare di risorse finanziarie superiore alla capitalizzazione della società.

Il modello *rolling* è stato adottato dagli operatori di mercato domestici su iniziativa della Commissione allo scopo di evitare il ripetersi delle forti e anomale oscillazioni del prezzo delle azioni verificatesi in pressoché tutte le operazioni fortemente dilutive condotte fra il 2009 e il 2016. Tali oscillazioni di prezzo sono causate dalla scarsa conoscenza del funzionamento dei meccanismi di mercato da parte degli investitori, da tentativi di speculazione e da cause tecniche. La scarsità di titoli che si genera, per cause tecniche, nel corso dell'aumento di capitale impedisce alle forze di mercato di riequilibrare autonomamente il prezzo del titolo.

Il modello *rolling* consiste nel mettere a disposizione le nuove azioni rivenienti dall'esercizio dei diritti di opzione in ciascun giorno dell'aumento di capitale e non soltanto al termine dello stesso, come avviene nel modello tradizionale di gestione degli aumenti di capitale. Grazie all'emissione anticipata dei nuovi titoli si risolve il problema della scarsità delle azioni nel corso dell'aumento e si evitano anomalie di prezzo su impulso, in particolare, dell'attività degli arbitraggisti.

## Riquadro 1

### Le modalità utilizzate dagli emittenti per la diffusione di informazioni *price-sensitive* su internet

Nell'ambito delle attività della Commissione volte a garantire la diffusione di una corretta informazione da parte degli emittenti attraverso i *new media*, nel corso del primo trimestre del 2017 è stata completata un'analisi dei siti internet degli emittenti per verificare la completezza e l'accessibilità delle informazioni *price-sensitive* in essi contenute. Il campione esaminato comprendeva: emittenti quotati sul mercato MTA e aventi anche obbligazioni e altri titoli di debito scambiati sul sistema multilaterale di negoziazione ExtraMOT, emittenti con azioni scambiate sull'AIM Italia, che offrono obbligazioni e altri titoli di debito ammessi sull'ExtraMOT PRO ed emittenti di titoli diffusi.

L'analisi ha evidenziato che la maggior parte dei siti degli emittenti quotati sull'MTA sono ben organizzati e consentono di accedere agevolmente alle informazioni *price-sensitive* tramite una sottosezione di una specifica area denominata *Investor relations*, dedicata ai comunicati stampa suddivisi per anno di pubblicazione. Nel caso di emittenti quotati sull'MTA e aventi anche obbligazioni o altri titoli di debito negoziati sull'ExtraMOT è risultato più difficile reperire l'informativa relativa alle emissioni sull'ExtraMOT.

Anche la maggior parte degli emittenti sull'AIM Italia ha realizzato siti internet ben organizzati, in cui risulta agevole l'accesso alle diverse informazioni sulla società.

L'analisi del campione di emittenti sull'ExtraMOT PRO ha invece evidenziato una situazione eterogenea: alcuni siti risultano ben strutturati, con sezioni informative *ad hoc* per gli obbligazionisti e la sezione *Investor relations*, con buona accessibilità ai comunicati stampa. Altri, invece, sono poco strutturati, con informativa prevalente riferibile al *business* societario.

È opportuno evidenziare che, per minimizzare gli oneri in capo agli intermediari, si è deciso di applicare il modello *rolling* soltanto agli aumenti fortemente diluitivi. Gli altri aumenti di capitale, dove le anomalie di prezzo sono assenti o minori, continuano a seguire il modello tradizionale, con l'emissione delle azioni soltanto alla fine dell'operazione.

Il primo aumento fortemente diluitivo a cui è stato applicato il modello *rolling* è stata l'operazione avviata da Banca Carige Spa il 22 novembre 2017. Il modello *rolling* ha dimostrato di essere pienamente efficace in quanto ha evitato anomalie di prezzo. Circa un terzo delle nuove azioni offerte dall'emittente è stato emesso nelle finestre anticipate di consegna previste dal modello.

L'analisi svolta sui siti di emittenti diffusi ha evidenziato, analogamente a quanto rilevato per l'ExtraMOT PRO, un'eccessiva focalizzazione sulla descrizione del *business*, un'elevata dispersione delle informazioni *price-sensitive* e in genere difficoltà di accesso. Insieme a elementi di qualità, sono quindi emerse aree di potenziale miglioramento. In particolare, l'accessibilità delle informazioni può essere accresciuta inserendo i comunicati in un'unica sezione dedicata all'informativa *price-sensitive*, denominata in modo chiaro e accessibile direttamente dalla *home page* o tramite *hyperlink* ben visibile. È inoltre opportuno distinguere la sezione dedicata ai comunicati stampa *price-sensitive*, evidenziando che contiene informativa diffusa ai sensi della normativa rilevante per i mercati finanziari (art. 17, par. 1, del Regolamento (UE) n. 596/2014), da quella avente finalità esclusivamente commerciale o di marketing. La consultazione, infine, può essere facilitata classificando i comunicati in ordine cronologico e consentendo la ricerca per anno e mese di diffusione.

Con riferimento ai profili degli emittenti sui diversi *social network* nonché ai loro interventi in *forum* o altri siti di informazione finanziaria, si ritiene opportuno raccomandare la massima prudenza nella diffusione di informazioni, al fine di non alterare le condizioni di parità informativa tra investitori.

Si rileva, infine, che nelle avvertenze per gli utenti dei suddetti siti web sono spesso presenti clausole limitative della responsabilità per le informazioni pubblicate sul sito e per quelle richiamate da collegamenti ipertestuali, sebbene tali clausole non siano di per sé sufficienti a escludere l'eventuale responsabilità dei gestori del sito in caso di svolgimento di attività espressamente vietate dalle disposizioni vigenti.

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

Nel corso del 2017 si è conclusa la migrazione dei depositari centrali dei paesi europei alla piattaforma di regolamento pan-europea Target 2 Securities (T2S), gestita dalla Banca centrale europea.

A fine anno, il sistema T2S regolava una media di circa 550 mila transazioni giornaliere su titoli, per un controvalore pari a circa 800 miliardi di euro, di cui poco meno di un quinto eseguite dal depositario centrale italiano Monte Titoli Spa.

A fine 2017 risultavano migrati a T2S i depositari centrali di tutti i principali paesi dell'area euro (Italia, Francia, Germania, Spagna, Grecia, Austria,

Malta, Belgio, Olanda, Lussemburgo, Portogallo, Paesi Baltici, Slovacchia, Slovenia). A questi si aggiungono alcuni depositari centrali di paesi non appartenenti all'area euro (Svizzera, Romania, Danimarca e Ungheria), che hanno migrato sulla piattaforma T2S la parte delle loro attività denominata nella moneta unica europea.

Non hanno aderito a T2S i depositari centrali di tre paesi dell'area euro (Irlanda, Finlandia e Cipro) e quelli degli altri paesi membri dell'Unione europea che non aderiscono alla moneta unica (Croazia, Polonia, Regno Unito, Bulgaria, Repubblica Ceca, Svezia), oltre ai due depositari centrali internazionali che non utilizzano la moneta europea per regolare le operazioni gestite.

Si può così dire conclusa la migrazione alla piattaforma unica pan-europea, dopo un lavoro complesso, costoso e lungo quasi dieci anni (il progetto T2S è stato avviato dalla BCE nel 2008). T2S ora si concentrerà sui miglioramenti delle funzionalità della piattaforma e sull'armonizzazione delle prassi operative al fine di incrementare gli scambi *cross-border*. Una volta raggiunti, tali obiettivi dovrebbero permettere di ottenere i pieni benefici dell'uso di una piattaforma comune pan-europea.

Il 16 giugno 2017, con apposito Richiamo di attenzione, la Commissione ha evidenziato agli intermediari depositari alcuni aspetti relativi al trattamento degli strumenti finanziari oggetto di provvedimento di riduzione integrale in esito a risoluzione bancaria.

È questo il caso delle azioni e obbligazioni emesse dalla Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, dalla Banca delle Marche, dalla Cassa di Risparmio di Ferrara e dalla Cassa di Risparmio di Chieti, colpite da provvedimenti di riduzione integrale nel novembre 2015.

Nel Richiamo di attenzione, *inter alia*, si evidenzia che, dal momento in cui i suddetti titoli sono colpiti da un provvedimento di riduzione integrale, non si giustifica l'addebito ai clienti, detentori dei suddetti titoli, di spese commissionali per lo svolgimento del servizio di custodia e amministrazione.

Nel corso del 2017 la Consob e la Banca d'Italia (in quanto autorità italiane competenti per la vigilanza sulle controparti centrali) hanno effettuato l'annuale riesame delle disposizioni, strategie e procedure della controparte centrale italiana, Cassa di Compensazione e Garanzia, autorizzata nel maggio 2014 a prestare servizi di *clearing* ai sensi del Regolamento (UE) n. 648/2012 (European Market Infrastructure Regulation - EMIR). Le valutazioni effettuate sono state altresì condivise con il Collegio EMIR.

La Commissione ha fornito inoltre il proprio contributo nell'ambito degli altri collegi di controparti centrali europee cui è chiamata a partecipare. Nel corso del 2017 si è ulteriormente intensificata l'attività di vigilanza sulle controparti di contratti derivati. L'accesso da parte dell'Istituto alle *trade repository* registrate presso l'ESMA ha consentito di acquisire i dati per il monitoraggio della correttezza delle segnalazioni effettuate.

L'adozione da parte delle *trade repository* del set completo delle regole di validazione imposte dall'ESMA a seguito dell'entrata in vigore dei nuovi standard di *reporting* a partire dal 1° novembre 2017 consente infatti un maggior controllo del contenuto e del formato dei report con un impatto positivo sulla qualità complessiva delle segnalazioni.

Anche nel 2017 la Commissione ha effettuato un'attività di *data quality review* nei confronti delle controparti con maggior numero di report segnalati come non conformi da parte delle rispettive *trade repository*. L'analisi si è focalizzata sui soggetti con il maggior numero di report rigettati e non riconciliati con le rispettive controparti e sulle controparti più attive sul mercato dei derivati.

Con riferimento a questi soggetti l'Istituto ha richiesto dati sui contratti segnalati e informazioni sulle procedure adottate per monitorare la correttezza della reportistica e assicurare la riconciliazione dei dati segnalati con quelli comunicati dalle rispettive controparti. Nei confronti di tali soggetti è in corso un monitoraggio continuo teso a verificare i progressi nella risoluzione delle criticità rilevate.

In data 22 maggio 2017, ad esito del monitoraggio delle segnalazioni alle *trade repository*, l'Istituto ha pubblicato un Richiamo di attenzione sull'obbligo di segnalare correttamente i contratti derivati ai sensi del Regolamento EMIR.

In tale ambito ha fornito indicazioni sul reporting delegato, sulla validazione delle segnalazioni da parte delle *trade repository*, sui codici identificativi da utilizzare nelle segnalazioni ai fini della corretta identificazione delle controparti e dei *trades* e, da ultimo, ha fornito chiarimenti sulla corretta qualificazione della finalità del contratto derivato concluso (ovvero se derivato di *trading* o di copertura).

Con riguardo ai codici identificativi utilizzati nelle segnalazioni alle *trade repository*, la Consob continua a contribuire, in qualità di membro del ROC (Organismo di supervisione del Sistema LEI), ai lavori per l'espansione del Sistema LEI e promuove l'utilizzo del codice LEI come codice identificativo dei soggetti che operano sui mercati finanziari.

A fine 2017, circa 60 mila soggetti italiani avevano acquisito un codice LEI valido per adempiere all'obbligo di segnalazione dei contratti ai sensi dei Regolamenti EMIR e MiFIR.

Nel corso del 2017, gli enti autorizzati a rilasciare i codici LEI hanno iniziato la raccolta dei *'relationship data'*, ovvero dei dati sull'identità delle persone che controllano i soggetti dotati di codice LEI (sia la controllante diretta sia la controllante finale). Uno degli obiettivi più ambiziosi del Sistema LEI è la possibilità di usarne i dati al fine di conoscere i gruppi di appartenenza dei soggetti e, in ultima istanza, monitorare i rischi anche a livello di gruppo.

Nel corso del 2017 la Consob ha inoltre esaminato la prima notifica di esenzione, da parte di una controparte non finanziaria qualificata, dall'obbligo di scambio di garanzie relativo a transazioni in derivati

infragrupo. Al riguardo, ricorrendo i presupposti di cui all'art. 11.7 del Regolamento EMIR, la Commissione non ha sollevato obiezioni all'intenzione di avvalersi dell'esenzione dall'obbligo di scambiare garanzie.

## 5 La vigilanza sulle vendite allo scoperto

Nel corso del 2017 la Commissione ha adottato un unico divieto alle vendite allo scoperto, ai sensi dell'art. 23 del Regolamento (UE) n. 236/2012 (Regolamento Short Selling), a fronte di sette nel 2016.

Il divieto è stato adottato sulle azioni di Credito Valtellinese a causa della rilevante diminuzione di prezzo verificatasi sul mercato il 17 novembre 2017, superiore alla soglia prevista nel citato Regolamento, e ha avuto una durata limitata a un giorno, il 20 novembre 2017, in linea con quanto previsto dal Regolamento medesimo.

Con riguardo al regime delle esenzioni, al 31 dicembre 2017 risultano autorizzati a beneficiare delle esenzioni per le attività di *market making* 20 intermediari nazionali, rispetto ai 19 dell'anno precedente. Alla stessa data, inoltre, risultano oggetto di esenzione oltre duemila strumenti finanziari, prevalentemente azioni, italiane ed estere, e strumenti correlati (ad esempio, strumenti derivati), ma anche indici finanziari e titoli di debito sovrano. Nel corso dell'anno la Commissione ha accolto le richieste di esenzione da parte di operatori *market maker* relative a nuovi strumenti finanziari su cui utilizzare l'esenzione (12 rispetto a 21 del 2016).

In linea con il dato a fine 2016, infine, sono 18 gli intermediari, in maggioranza esteri, esentati in qualità di *primary dealer* su titoli di Stato italiani.

Per quanto concerne le posizioni nette corte (PNC) su titoli italiani, nel corso del 2017 sono state ricevute circa 7.660 notifiche su azioni italiane, rispetto alle 8.500 dell'anno precedente. Nel 73 per cento dei casi le notifiche hanno riguardato posizioni comprese fra lo 0,2 e lo 0,5 per cento del capitale sociale dei titoli interessati. Il restante 27 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 articoli 6 e 9 del Regolamento Short Selling.

Il controvalore delle PNC comunicate alla Commissione a fine 2017 rappresentava il 2,3 per cento circa della capitalizzazione dell'indice Ftse Mib (in calo rispetto al 2,7 per cento registrato a fine 2016).

Con riferimento alla concentrazione di PNC su azioni italiane, a fine 2017 il principale soggetto deteneva circa il 17 per cento del controvalore totale delle posizioni (18 per cento nel 2016). I primi quattro investitori detenevano PNC pari a circa il 51 per cento del totale (44 per cento nel 2016; Fig. 7).

**Fig. 7 Concentrazione e ripartizione per nazionalità degli investitori delle posizioni nette corte su titoli azionari italiani**  
(dati al 31 dicembre 2017)



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

In termini di distribuzione per area geografica degli investitori ai quali sono riferibili PNC su azioni italiane, a fine 2017 prevalgono quelli con sede negli Stati Uniti (51 per cento del controvalore totale, in aumento rispetto al 45 per cento del 2016), seguiti dagli investitori con sede nel Regno Unito (29 per cento), nei territori d'oltremare del Regno Unito (12 per cento) e in Francia (tre per cento).

## 6 La vigilanza sulla diffusione degli studi societari e sui giudizi di rating

### 6.1 La vigilanza sulla diffusione delle ricerche e delle raccomandazioni di investimento

L'attività di vigilanza svolta nel corso del 2017 ha tenuto anche conto della definizione finale delle linee-guida sulle raccomandazioni di investimento (oggetto di consultazione e successivamente pubblicate dalla Commissione nel mese di ottobre), finalizzate a offrire agli operatori indicazioni utili in merito all'applicazione operativa di alcuni dei nuovi obblighi introdotti dal Regolamento (UE) n. 596/2014 (Market Abuse Regulation - MAR; si veda il successivo Capitolo VI 'L'attività regolamentare'). In quest'ambito, sono state parzialmente riviste e meglio definite le condizioni e le circostanze in presenza delle quali la Commissione può esercitare il potere di richiedere la pubblicazione delle raccomandazioni di investimento ai sensi dell'art. 69-*novies*, comma 2 del Regolamento Emittenti (per ulteriori dettagli sull'attività di vigilanza in materia, si veda il successivo Capitolo III 'La vigilanza su offerta al pubblico e informativa societaria').

Le raccomandazioni di investimento (o 'studi') trasmesse all'Istituto nel corso del 2017, ai sensi dell'art. 69-*novies*, comma 1, del Regolamento Emittenti (aventi ad oggetto emittenti quotati sui mercati regolamentati e sull'AIM Italia) si sono attestate a 19.807, di cui 3.059 monografiche (15,4

per cento del totale) e 16.748 non monografiche (84,6 per cento), in leggero aumento rispetto al 2016 (Tav. 15).

**Tav. 15 Distribuzione delle ricerche per tipologia di studio e nazionalità degli intermediari**

	2016		2017		variazione <sup>1</sup>
	numero	peso	numero	peso	
<b>tipologia di studio</b>					
monografico	2.861	15,1	3.059	15,4	6,9
non monografico	16.070	84,9	16.748	84,6	4,2
<b>totale</b>	<b>18.931</b>	<b>100,0</b>	<b>19.807</b>	<b>100,0</b>	<b>4,6</b>
<b>intermediari</b>					
italiani	1.506	52,6	1.655	54,1	9,9
esteri	1.355	47,4	1.404	45,9	3,6
<b>totale</b>	<b>2.861</b>	<b>100,0</b>	<b>3.059</b>	<b>100,0</b>	<b>6,9</b>

Fonte: elaborazioni Consob. <sup>1</sup> Variazioni percentuali rispetto all'anno precedente.

La distribuzione degli studi monografici su società quotate per tipologia di consiglio operativo conferma la netta prevalenza di valutazioni di tipo positivo, già osservata negli anni precedenti (Tav. 16).

**Tav. 16 Studi monografici su società quotate per tipologia di consiglio operativo**  
(valori percentuali per tipologia)

	consiglio operativo				totale studi
	buy	hold	sell	altro <sup>1</sup>	
2014	53,0	36,8	8,1	2,0	2.529
2015	57,7	34,9	6,7	0,7	2.978
2016	61,0	32,3	6,3	0,4	2.861
2017	60,5	34,9	4,1	0,5	3.059

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Include giudizi come 'under review', not rated e simili.

La frequenza maggiore è appunto riferibile ai giudizi 'buy' (60,5 per cento), seguiti dai giudizi 'hold' (circa 35 per cento) e da una percentuale molto bassa di consigli 'sell' (circa 4 per cento, peraltro in ulteriore riduzione rispetto al 2016).

Con riferimento al grado di copertura da parte degli intermediari abilitati, il numero di società quotate sui mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana e oggetto di raccomandazioni di investimento monografiche è aumentato da 196 nel 2016 a 203 nel 2017, anche a seguito di alcune Ipo realizzate nel corso dell'anno (Tav. 17).

Tra le società coperte, è cresciuta la quota di emittenti oggetto di un numero limitato di studi (meno di 12 all'anno), a cui corrisponde una diminuzione del peso dei titoli oggetto di almeno 25 studi l'anno.

Tav. 17 Società quotate oggetto di studi monografici per grado di copertura

	numero di società <sup>1</sup>	≥ 100	≥ 51	25 - 50	13 - 24	5 - 12	≤ 4
2015	210	30,7	11,0	11,5	12,9	17,9	16,0
2016	196	30,1	15,3	14,3	13,8	12,2	14,3
2017	203	26,0	13,5	10,8	13,0	18,8	17,9

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Società quotate su mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana. Il dato non comprende le società negoziate sull'AIM Italia coperte da studi trasmessi alla Consob, pari a 23, 11 e 16 rispettivamente nel 2015, 2016 e 2017. Il numero di titoli oggetto di copertura, comprendendo anche le azioni di risparmio e privilegiate, è pari a 218, 201 e 207 rispettivamente nel 2015, 2016 e 2017.

## 6.2 La vigilanza sulla diffusione dei giudizi di rating

Nel corso del 2017 la vigilanza sulla diffusione dei giudizi di rating riguardanti gli emittenti quotati e lo Stato italiano, finalizzata a verificare la correttezza e la trasparenza del quadro informativo e gli effetti sull'andamento e sulle negoziazioni dei titoli oggetto di rating, non ha lasciato emergere casi di possibile violazione delle norme europee meritevoli di segnalazione all'ESMA. La vigilanza ha altresì riguardato le emissioni di rating sul debito sovrano dello Stato italiano inserite nel cosiddetto 'calendario annuale' previsto dalla regolamentazione europea.

La vigilanza della Commissione in materia di giudizi di rating è in linea con gli standard promossi dall'ESMA, che nel 2017 ha pubblicato un *supervisory briefing* mirato a promuovere un comune approccio di vigilanza e di *enforcement* con riguardo all'applicazione degli articoli 8-*quater* e 8-*quinqüies* del Regolamento (CE) n. 1060/2009 in materia di agenzie di rating (Credit Rating Agencies - CRAs) relativi alle misure per incentivare il ricorso alle agenzie di rating minori.

Sempre nel corso del 2017, l'ESMA ha pubblicato il *Final report* che ha modificato le *Guidelines on the application of the endorsement regime under the CRAs Regulation* (per ulteriori dettagli sulla pubblicazione del *supervisory briefing* e delle *Guidelines*, si veda il successivo Capitolo IX 'Le attività di supporto e la cooperazione internazionale').

## 7 La vigilanza sugli abusi di mercato

### 7.1 La prevenzione

Il monitoraggio sull'ordinato svolgimento delle negoziazioni di mercato si è basato, come di consueto, sulle evidenze di andamenti anomali individuati dai sistemi di vigilanza dell'Istituto, in tempo reale e in differita, nonché sull'analisi dei flussi di dati di vigilanza ricevuti dalle competenti autorità estere.

Le vicende rilevanti che hanno interessato le società emittenti (tra le quali operazioni societarie, accordi industriali, aumenti di capitale e *buyback*)

sono state analizzate con riferimento non solo alle negoziazioni sui mercati regolamentati, ma anche all'operatività posta in essere in altre sedi di negoziazione e fuori mercato. Ciò ha consentito, non di rado, di rilevare il *fumus* di condotte anomale successivamente confermate dalla ricezione di segnalazioni di operatività sospetta pervenute all'Istituto principalmente da soggetti vigilati (società di gestione di *trading venues* e intermediari italiani ed esteri) ai sensi della normativa vigente (art. 16, Regolamento MAR).

In particolare, nel 2017 la Consob ha ricevuto 352 segnalazioni di operazioni sospette, di cui 262 provenienti da soggetti vigilati italiani (intermediari e società di gestione di mercati ovvero di sistemi multilaterali di negoziazione) e 80 da omologhe autorità estere (principalmente la FCA britannica). Le rimanenti dieci segnalazioni sono derivate da esposti (cinque casi) e altre fonti qualificate.

Ventiquattro delle segnalazioni ricevute riguardavano aggiornamenti di segnalazioni già inviate, ovvero risposte a richieste di integrazione di informazioni formulate dall'Istituto al soggetto segnalante.

La Consob ha trasmesso alle omologhe autorità estere 42 segnalazioni ricevute da soggetti vigilati italiani (23 ad autorità che partecipano al Consiglio dell'ESMA e 19 ad altre autorità, principalmente la SEC statunitense; si veda anche il successivo Capitolo IX 'L'attività di supporto e la cooperazione internazionale').

Delle segnalazioni ricevute, il 57 per cento ha riguardato condotte riconducibili, in prima battuta, all'abuso di informazioni privilegiate e il 31 per cento a ipotesi di manipolazione operativa. Il restante 12 per cento ha riguardato condotte che integrano entrambe le fattispecie illecite oppure non risultano immediatamente identificabili sulla base delle informazioni in esse contenute o ancora sono riconducibili a tentativi di manipolazione operativa/utilizzo di informazioni privilegiate (fattispecie queste ultime introdotte dalla nuova disciplina in tema di *market abuse*).

Gli strumenti finanziari oggetto di segnalazione sono stati prevalentemente azioni (78 per cento), seguiti da Etf, certificati (8 per cento), obbligazioni (7 per cento), derivati (5 per cento) e, nei restanti casi, combinazioni di più strumenti.

Le attività di analisi hanno inoltre tenuto conto dei reclami ricevuti, prevalentemente da investitori privati, attinenti alle *performance* negative registrate su titoli azionari o strutturati.

Al fine di rendere l'azione di vigilanza tempestiva e coerente con l'effettiva gravità della condotta sospetta segnalata, la Commissione ha proseguito nell'applicazione di un sistema di valutazione preliminare della gravità delle segnalazioni ricevute (cosiddetto *triage*) funzionale a definire la tempestività dell'avvio degli approfondimenti da effettuare, il loro grado di dettaglio nonché la portata degli eventuali interventi di vigilanza necessari.

Nel 46 per cento dei casi le segnalazioni sono state valutate come meritevoli di priorità di trattamento, nel 32 per cento come caratterizzate da un basso grado di rilevanza, mentre le restanti segnalazioni come marginali o non procedibili.

Nel corso dell'anno la Consob ha svolto attività di *education* rivolte agli intermediari ed effettuato quattro incontri su base individuale finalizzati alla risoluzione di talune criticità emerse nell'attività di individuazione di comportamenti manipolativi e nelle conseguenti modalità di segnalazione all'Istituto da parte dei soggetti vigilati.

La nuova normativa in tema di abusi di mercato (Regolamento MAR), che ha trovato applicazione dal 3 luglio 2016, ha ampliato la platea di soggetti obbligati alla comunicazione all'Istituto di operatività sospetta; ha incrementato il numero di condotte rilevanti; ha esteso gli obblighi di comunicazione anche a operatività anomala posta in essere nei mercati delle merci (sia a pronti sia a termine).

In considerazione di tali estensioni applicative, è continuato il confronto sul tema dell'individuazione e della segnalazione di operazioni sospette sia con i soggetti vigilati di minore dimensione, tipicamente meno attivi sui mercati finanziari e meno abituati a interagire con l'Istituto su tematiche di *market abuse*, sia con tutti i soggetti che comunque, nell'ambito della propria operatività ordinaria, «predispongono o eseguono a titolo professionale operazioni», vale a dire soggetti anche esterni al perimetro di vigilanza dell'Istituto ma professionalmente attivi sui mercati finanziari (società di assicurazione, *buy side firms*, *proprietary traders*, società commerciali di grandi dimensioni con rilevanti esigenze di tesoreria/investimento della liquidità, società operanti nel settore energetico). In quest'ottica si sono tenuti due incontri illustrativi con altrettanti soggetti non vigilati (un'associazione di categoria e un *info provider* estero).

La qualità media del contenuto delle segnalazioni ricevute in materia di operatività sospetta è costantemente migliorata nel tempo, così da consentire un tempestivo avvio di approfondimenti puntuali, con ricadute positive sull'efficienza dell'azione amministrativa. Tale miglioramento qualitativo ha riguardato la descrizione di condotte che, nella maggior parte dei casi, contenevano elementi tali da suggerire la concreta esistenza di elementi di anomalia.

Con riferimento al nuovo quadro normativo e alle nuove regole europee in tema di abusi di mercato, la Consob ha proposto una consultazione finalizzata all'adozione di linee-guida operative concernenti la gestione delle informazioni privilegiate e le raccomandazioni di investimento, poi adottate nel mese di ottobre 2017. In relazione alle nuove norme contenute nel Regolamento MAR in tema di informazioni privilegiate e differimento della comunicazione al pubblico, si veda il Capitolo VI 'L'attività regolamentare'.

## 7.2 La repressione

Nel 2017 la Commissione ha contestato illeciti amministrativi in esito a sei delle dieci indagini concluse in materia di abusi di mercato (Tav. 18).

Quattro dei sei casi in cui sono stati contestati illeciti amministrativi erano relativi a condotte riconducibili all'abuso di informazioni privilegiate, uno alla manipolazione del mercato di tipo operativo e uno alla manipolazione del mercato di tipo informativo.

**Tav. 18 Risultati delle indagini in materia di abusi di mercato**

	ipotesi di illeciti amministrativi e/o penali	di cui per abuso di informazioni privilegiate	casi in cui non sono stati rilevati illeciti	<i>totale</i>
2011	15	7	14	<i>29</i>
2012	12	4	14	<i>26</i>
2013	13	4	9	<i>22</i>
2014	13	5	22	<i>35</i>
2015	14	10	3	<i>17</i>
2016	4	2	5	<i>9</i>
2017	6	4	4	<i>10</i>

Fonte: Consob.

In esito a cinque delle sei indagini che hanno portato alla contestazione di illeciti amministrativi, sono state anche trasmesse relazioni all'Autorità Giudiziaria perché apparivano configurabili i corrispondenti illeciti penali.

Un caso di abuso di informazioni privilegiate per il quale sono stati contestati illeciti amministrativi non ha comportato la segnalazione di ipotesi di reato all'Autorità Giudiziaria perché si riferiva a fattispecie per cui non sono previste sanzioni penali, riguardando condotte ascrivibili esclusivamente a cinque cosiddetti 'insider secondari', cioè a persone fisiche entrate in possesso di informazioni privilegiate per ragioni estranee all'esercizio della loro professione o funzione (art. 187-bis, comma 4, del Tuf).

In due dei quattro casi in cui sono stati contestati illeciti di abuso di informazioni privilegiate le informazioni si riferivano alla promozione di un'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria delle azioni di una società quotata e alla promozione di un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria a seguito del trasferimento della proprietà di una partecipazione di controllo in una società quotata.

Negli altri due casi le informazioni si riferivano alla risoluzione di un contratto rilevante per le prospettive reddituali di una società e alla fusione per incorporazione di una società non quotata in una società quotata (Tav. 19).

**Tav. 19 Tipologia delle informazioni privilegiate nei casi relativi a *insider trading***

	mutamento del controllo - Opa	risultati economici - situazione patrimoniale e finanziaria	operazioni sul capitale - fusioni - scissioni	altre	di cui per ipotesi di front running	totale
2011	5	--	--	2	--	7
2012	4	--	--	--	--	4
2013	1	1	--	2	--	4
2014	1	1	1	2	1	5
2015	1	1	1	7	1	10
2016	1	--	--	1	--	2
2017	2	--	1	1	--	4

Fonte: Consob.

Il caso di manipolazione del mercato di tipo operativo ha riguardato operatività su obbligazioni che ha prodotto un continuativo sostegno artificiale del prezzo, fornendo in tal modo indicazioni false e fuorvianti circa il prezzo medesimo. Il caso di manipolazione del mercato di tipo informativo ha riguardato la diffusione di informazioni false o fuorvianti in merito a una proposta di investimento nel capitale di una società quotata presentata alla medesima società quotata.

Nel 2017 la Commissione ha avviato procedimenti sanzionatori amministrativi per abusi di mercato nei confronti di 33 persone fisiche, di un ente per la responsabilità solidale (ai sensi dell'art. 6, comma 3, della legge 24 novembre 1981, n. 689) e di un ente sia per la responsabilità solidale (ai sensi dell'art. 6, comma 3, della legge 24 novembre 1981, n. 689) sia per la responsabilità in proprio prevista dell'art. 187-*quinquies* del Tuf (Tav. 20).

Anche nel 2017 sono state inviate numerose richieste di notizie, dati e documenti in materia di abusi di mercato (737), con un significativo incremento di quelle ad autorità estere. Le richieste hanno avuto come destinatari intermediari autorizzati per circa la metà dei casi, soggetti privati in un quinto circa dei casi, autorità estere nell'11 per cento circa dei casi; il 7 per cento delle richieste è stato effettuato per conto di autorità estere (Tav. 21).

**Tav. 20 Soggetti coinvolti in ipotesi di abusi di mercato**

	intermediari autorizzati <sup>1</sup>	insider istituzionali <sup>2</sup>	altri soggetti <sup>3</sup>	operatori esteri	<i>totale</i>
<b>abuso di informazioni privilegiate</b>					
2011 <sup>4</sup>	1	4	5	--	10
2012	--	2	4	--	6
2013	3	1	10	3	17
2014	--	5	4	1	10
2015	2	9	7	2	20
2016	--	2	12	--	14
2017	--	2	27	--	29
<b>manipolazione di mercato</b>					
2011	--	7	7	--	14
2012	1	8	6	--	25
2013	2	12	12	--	26
2014	1	18	9	1	29
2015	0	7	2	--	9
2016 <sup>5</sup>	--	23	--	--	23
2017	--	1	3	2	6

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio. <sup>2</sup> Soci, amministratori, dirigenti di società quotate e altri *insider* primari. <sup>3</sup> *Insider* secondari (art. 187-bis, comma 4, del Tuf). <sup>4</sup> Per quanto riguarda l'intermediario coinvolto, si tratta di una succursale londinese di un intermediario italiano. <sup>5</sup> Nel numero degli *insider* istituzionali sono compresi alcuni intermediari esteri e relativi esponenti o dipendenti.

**Tav. 21 Richieste di dati e notizie in materia di abusi di mercato**  
(numero soggetti destinatari delle richieste)

	intermediari autorizzati <sup>1</sup>	società quotate e loro controllanti o controllate	soggetti privati		pubbliche amministrazioni <sup>2</sup>	autorità estere	<i>totale</i>	<i>di cui per conto di autorità estere</i>
			<i>di cui auditi</i>					
2011	161	7	109	57	2	61	340	29
2012	207	9	71	30	27	50	364	40
2013	154	14	78	39	81	22	349	11
2014	173	6	37	20	63	24	303	45
2015	215	19	100	42	47	21	402	42
2016	370	21	145	58	147	49	732	59
2017	375	15	135	51	128	84	737	53

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Banche, Sim, Sgr, agenti di cambio e gestori di mercati regolamentati. <sup>2</sup> A partire dal 2012 il dato comprende gli accessi autonomamente effettuati dalla Consob all'Anagrafe dei rapporti finanziari gestita dall'Agenzia delle Entrate.

Sono stati inoltre avviati complessivamente cinque procedimenti sanzionatori (dieci nel 2016) per violazioni della disciplina sulla diffusione dell'informativa *price-sensitive* al pubblico.

Con riferimento alla disciplina delle operazioni effettuate dal *management* su titoli delle società gestite (cosiddetto *internal dealing*), ora

regolata dall'art. 19 del Regolamento MAR (soggetti che esercitano funzioni di amministrazione, controllo e direzione nell'emittente e persone strettamente associate) e dall'art. 152-*octies* del Regolamento Emittenti (soggetti rilevanti), a conclusione delle abituali verifiche sulla completezza e tempestività delle comunicazioni al pubblico, sono stati avviati due procedimenti sanzionatori nei confronti di altrettante persone fisiche, consiglieri di emittenti quotati, per l'omessa/differita informativa di operazioni di compravendita su titoli dell'emittente effettuate in proprio o da persona strettamente legata.

Inoltre, con la delibera 20064 del 12 luglio 2017 è stata irrogata dalla Commissione la prima sanzione per violazioni al Regolamento Short Selling.

La sanzione è stata irrogata a un investitore tedesco, il quale ha posto in essere nel febbraio 2016 consistenti vendite allo scoperto 'nude', in violazione dell'articolo 12 del Regolamento Short Selling, su azioni di un emittente quotato italiano durante l'aumento di capitale della società. L'investitore aveva anche omesso la comunicazione alla Consob e la conseguente pubblicazione della posizione netta corta risultante da tali vendite allo scoperto nude, in violazione degli articoli 5, 6 e 9 del Regolamento Short Selling. La sanzione, comprensiva della confisca del profitto ottenuto dall'attività illecita, è stata pari a circa 1,2 milioni di euro.

In merito a provvedimenti assunti, procedimenti conclusi e sanzioni deliberate in materia di insider trading e abusi di mercato, si veda il successivo Capitolo V 'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori'.

### 7.3 La rappresentanza in giudizio

Nel corso del 2017, la Consob si è costituita parte civile in tre nuovi procedimenti penali in materia di abusi di mercato (di cui uno per abuso di informazioni privilegiate e due per manipolazione del mercato; Tav. 22).

Sono stati inoltre definiti in primo grado quattro procedimenti penali nei quali la Consob si era precedentemente costituita parte civile. In due casi vi è stato il riconoscimento della responsabilità degli imputati e la condanna al risarcimento dei danni in favore della Consob; in un altro caso il procedimento è stato definito con sentenza di patteggiamento; infine un ulteriore giudizio si è concluso con sentenza sfavorevole alla Consob. L'Istituto ha proposto appello avverso tale ultima sentenza, non ritenendo condivisibili i principi espressi nella decisione di primo grado.

In senso favorevole alla Consob, si segnala la sentenza 11836 del 27 novembre del 2017, depositata il 13 febbraio 2018, con cui il Tribunale di Milano, I Sezione Penale, in relazione a un rilevante caso di manipolazione del mercato di tipo operativo, ha riconosciuto alla Consob il ristoro del danno non patrimoniale all'integrità del mercato.

La sentenza merita particolare attenzione poiché ha confermato un'ordinanza emessa nel corso del dibattimento con la quale il Tribunale aveva rigettato la richiesta formulata dalle difese di applicazione diretta del principio del *ne bis in idem* di cui all'art. 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea, ritenendo non operante detto principio nonostante l'avvenuto passaggio in giudicato della sanzione amministrativa adottata dalla Consob nel caso di specie.

In particolare, l'ordinanza richiamata ha recepito i chiarimenti forniti dalla sentenza della Grande Camera della Corte EDU del 15 novembre 2016 nel caso A e B c. Norvegia e ha escluso la violazione del principio del *ne bis in idem*, ravvisando una «*connessione sostanziale e temporale molto stretta*» tra il processo penale in corso e «*i procedimenti amministrativi già istruiti e decisi da Consob*». Peraltro, il Tribunale ha anche affermato: «*Non vi è poi alcun dubbio (...) che, nel sistema positivo italiano, la duplicità dei procedimenti (penale ed amministrativo) sia all'evidenza una 'conseguenza prevedibile' della condotta*».

Inoltre, due giudizi sono stati definiti in grado d'appello. Nel primo – concernente un caso di manipolazione operativa – con sentenza 2115 del 17 marzo 2017, depositata il 15 giugno 2017, la Corte d'Appello di Milano, Il Sezione Penale, ha confermato la sentenza di primo grado in tutte le sue statuizioni, ivi comprese quelle relative al risarcimento del danno in favore della Consob. In relazione alla competenza territoriale, la sentenza ha osservato che «*la competenza territoriale per il delitto di manipolazione operativa posta in essere dagli imputati mediante l'inserimento sul book telematico di proposte di negoziazione artificiose deve ritenersi correttamente radicata presso il Tribunale di Milano, ossia presso il giudice del luogo in cui ha sede Borsa Italiana, società di gestione del mercato regolamentato in cui sono negoziati gli strumenti finanziari oggetto degli ordini di acquisto descritti nel capo di imputazione*».

Quanto al requisito della cosiddetta '*price sensitivity*', la sentenza rileva che «*la stessa formulazione legislativa della fattispecie in termini di reato di pericolo esclude la necessità di una verifica ex post riguardo l'effettiva sensibile alterazione del prezzo dei titoli e circa gli effetti sul mercato. Piuttosto, secondo la giurisprudenza, tale accertamento si presenta utile unicamente a corroborare a posteriori la sussistenza di tale elemento già desumibile a monte*».

Nel secondo caso – riguardante un'ulteriore ipotesi di manipolazione operativa – la Corte d'Appello di Milano, Il Sezione Penale, con sentenza 1696 del 1° marzo 2017, depositata il 26 maggio 2017, ha confermato le statuizioni civili della sentenza di primo grado in favore della Consob.

**Tav. 22 Costituzioni di parte civile dell'Istituto in procedimenti penali relativi a reati di *insider trading* e manipolazione del mercato**

anno	costituzioni	reato <sup>1</sup>	esito al 31 dicembre 2017
2009	1	manipolazione del mercato	1 sentenza di condanna
2010	3	insider trading, manipolazione del mercato	2 sentenze di condanna <sup>2</sup> 1 sentenza di assoluzione
2011	6 <sup>3</sup>	manipolazione del mercato	3 sentenze di condanna <sup>4</sup> 1 sentenza di patteggiamento 1 sentenza di proscioglimento per prescrizione
2012	2	insider trading, manipolazione del mercato	1 sentenza di condanna 1 sentenza di assoluzione <sup>5</sup>
2013	5	insider trading, manipolazione del mercato	1 sentenza di condanna <sup>6</sup> 3 sentenze di patteggiamento 1 sentenza di proscioglimento per prescrizione
2014	9	insider trading, manipolazione del mercato	5 sentenze di condanna <sup>7</sup> 1 sentenza di patteggiamento 2 decisioni dichiarative di incompetenza per territorio <sup>8</sup>
2015	6	insider trading, manipolazione del mercato	1 sentenza di condanna 3 sentenze di assoluzione
2016	6 <sup>9</sup>	insider trading, manipolazione del mercato	1 sentenza di condanna 1 sentenza di patteggiamento
2017	3	insider trading, manipolazione del mercato	

Fonte: Consob. <sup>1</sup> *Insider trading*: art. 184 del Tuf; manipolazione del mercato: art. 185 del Tuf. <sup>2</sup> La competente Corte d'Appello ha confermato la sentenza di condanna, concedendo all'imputato il beneficio della non menzione della condanna. <sup>3</sup> Tra i sei, successivamente alla costituzione di parte civile, due procedimenti sono stati riuniti per connessione oggettiva e soggettiva. <sup>4</sup> Una delle sentenze di primo grado è stata riformata dalla Corte d'Appello di Roma con sentenza di assoluzione. In un altro caso, la Corte d'Appello di Milano ha rideterminato la pena e ha confermato le statuizioni civili della sentenza di condanna di primo grado. <sup>5</sup> La Corte d'Appello di Milano, a parziale riforma della sentenza di primo grado, ha dichiarato l'imputato responsabile agli effetti civili; la Corte di Cassazione ha annullato la sentenza della Corte d'Appello di Milano, con rinvio al giudice civile competente. <sup>6</sup> La Corte d'Appello di Milano ha confermato la sentenza di condanna di primo grado in tutte le sue statuizioni, civili e penali. <sup>7</sup> La Corte d'Appello di Milano ha confermato una tra le sentenze di condanna di primo grado in tutte le sue statuizioni, civili e penali. <sup>8</sup> In due casi di manipolazione del mercato, il Giudice per l'udienza preliminare (rispettivamente, presso il Tribunale di Siena e di Torino) ha dichiarato la propria incompetenza per territorio e ha disposto la trasmissione degli atti alla Procura della Repubblica presso il Tribunale di Milano, ritenuto competente. <sup>9</sup> Oltre a queste, in un procedimento penale ove la costituzione di parte civile è avvenuta nel 2016, vi è stata riunione ad altro procedimento in cui la Consob si è costituita parte civile nel 2015.

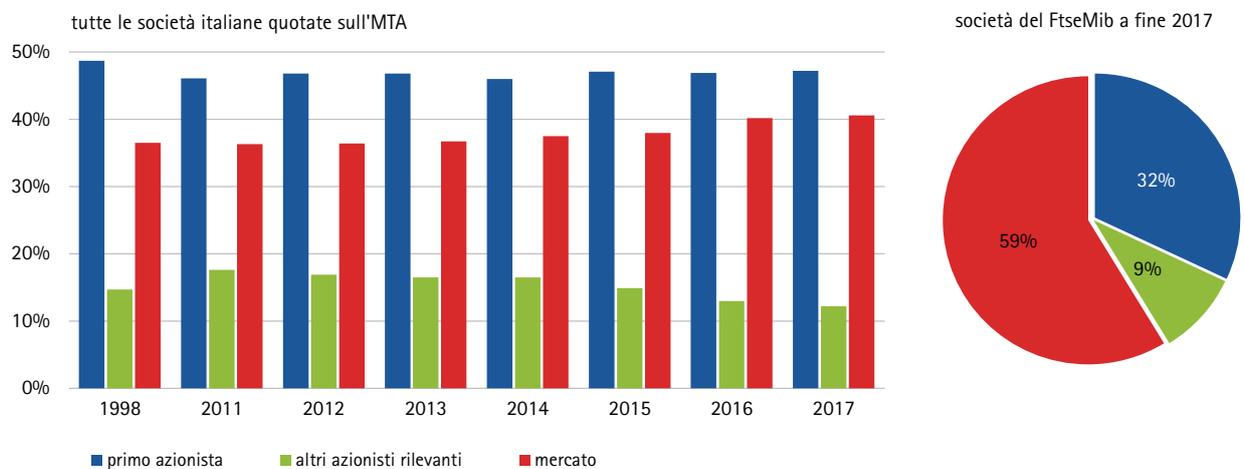


# La vigilanza su emittenti e società di revisione

## 1 Gli assetti proprietari delle società quotate

A fine 2017 gli assetti proprietari delle società quotate italiane continuano a caratterizzarsi per l'elevata concentrazione proprietaria e la conseguente scarsa contendibilità del controllo. La quota di capitale ordinario con diritto di voto mediamente detenuta dal principale azionista è pari al 47,2 per cento; gli altri azionisti rilevanti detengono il 12 per cento circa del capitale, mentre la quota del mercato è mediamente pari al 40,6 per cento (Fig. 8).

**Fig. 8 Concentrazione proprietaria delle società quotate italiane**  
(dati di fine periodo; valori percentuali)



Fonte: Consob. Dati relativi alle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA; le cooperative sono escluse. Media del capitale ordinario con diritto di voto. La voce 'mercato' include le partecipazioni detenute da azionisti non rilevanti.

Dall'osservazione dei dati degli ultimi anni emergono tuttavia dei segnali di cambiamento. In particolare, la quota di capitale nelle mani del mercato è cresciuta di quasi 5 punti percentuali rispetto al 2011, quando era pari al 36 per cento circa, mentre la quota detenuta dagli altri azionisti rilevanti risulta in flessione dal 17,6 per cento nel 2011. La quota di capitale del primo azionista appare stabile nel medio periodo e in leggero calo rispetto al 1998, quando si attestava al 48,7 per cento.

Le società del Ftse Mib si caratterizzano per una minore concentrazione proprietaria rispetto al resto del mercato. La quota riferibile al primo azionista risulta infatti mediamente pari al 32 per cento, quella relativa agli altri azionisti rilevanti è uguale al 9,3 per cento, mentre il mercato detiene quasi il 60 per cento del capitale con diritti di voto.

## 2 Le assemblee e gli organi societari

Secondo quanto emerge dalle evidenze raccolte a partire dal 2012, le assemblee delle 100 società italiane a più elevata capitalizzazione registrano in media la partecipazione di oltre il 70 per cento del capitale sociale. Nel 2017, la presenza degli investitori istituzionali ha raggiunto il valore più elevato dal 2012, attestandosi al 19,4 per cento del capitale. Il dato riflette la continua crescita nella partecipazione degli investitori istituzionali esteri (dal 10,4 al 18,3 per cento del capitale sociale), mentre la presenza degli italiani rimane stabile a circa l'uno per cento del capitale (Tav. 23).

**Tav. 23 Partecipazione alle assemblee delle prime 100 società quotate italiane per capitalizzazione**

	numero di partecipanti		quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea			
	totale	investitori istituzionali	totale	investitori istituzionali	investitori istituzionali italiani	investitori istituzionali esteri
2012	454	350	70,2	11,5	1,1	10,4
2013	408	338	70,3	13,0	0,9	12,1
2014	407	353	70,7	17,5	0,9	16,5
2015	479	402	71,1	18,1	0,9	17,3
2016	532	448	70,6	19,1	1,2	17,9
2017	623	469	71,3	19,4	1,2	18,3

Fonte: elaborazioni sui verbali delle assemblee di approvazione delle relazioni sulla remunerazione tenutesi nel primo semestre dell'anno. Valori medi relativi alle prime 100 società italiane (per capitalizzazione) con azioni ordinarie quotate sull'MTA; le cooperative sono escluse.

A fine 2016 gli organi di amministrazione delle società quotate italiane sono composti in media da circa dieci membri, dato in linea con le evidenze precedenti. La dimensione media dei consigli di gestione delle società che adottano il modello dualistico si è invece ridotta nel corso degli anni, attestandosi a un valore di 4,3 a fine 2016 (6,5 nel 2011). Questa dinamica ha caratterizzato anche i consigli di sorveglianza, composti da circa 13 membri, dai 17,4 nel 2013 (Tav. 24).

**Tav. 24 Composizione degli organi di amministrazione delle società quotate italiane**  
(dati di fine periodo; numero medio di componenti)

	consiglio di amministrazione <sup>1</sup>	consiglio di gestione	consiglio di sorveglianza
2011	10,2	6,5	14,3
2012	10,0	6,3	14,2
2013	9,9	6,6	17,4
2014	9,8	6,5	17,3
2015	9,8	6,0	17,0
2016	9,9	4,3	13,0

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario e gli assetti proprietari delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA pubblicate nell'anno successivo a quello di riferimento. I dati si riferiscono alle società le cui relazioni erano disponibili alla data di rilevazione. <sup>1</sup> Sono incluse le società monistiche.

La maggior parte delle società quotate italiane adotta il modello di governo tradizionale (227 società su 231), due il modello monistico e altrettante il dualistico. Rispetto al 2011, quando tre società adottavano il sistema monistico e sette il dualistico, si è ridotto il numero di emittenti che hanno scelto modelli di governo alternativi al tradizionale (Tav. 25).

**Tav. 25 Sistemi di amministrazione e controllo adottati dalle società quotate italiane**  
(dati di fine periodo)

	monistico <sup>1</sup>		dualistico <sup>2</sup>		tradizionale		totale	
	numero	peso <sup>3</sup>	numero	peso <sup>3</sup>	numero	peso <sup>3</sup>	numero	peso <sup>3</sup>
2011	3	0,1	7	8,1	250	91,8	260	100,0
2012	2	0,1	6	7,5	243	92,4	251	100,0
2013	2	0,1	5	8,6	237	91,3	244	100,0
2014	2	0,1	4	10,7	232	89,2	238	100,0
2015	2	0,1	4	11,3	228	88,6	234	100,0
2016	2	8,5	3	0,9	226	90,6	231	100,0
2017	2	8,1	2	0,8	227	91,1	231	100,0

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Il modello monistico prevede la presenza di un consiglio di amministrazione nominato dall'assemblea degli azionisti e di un comitato per il controllo sulla gestione composto da amministratori non esecutivi indipendenti. <sup>2</sup> Il modello dualistico prevede la presenza di un consiglio di sorveglianza nominato dall'assemblea degli azionisti e di un consiglio di gestione nominato dal consiglio di sorveglianza. <sup>3</sup> Percentuale sulla capitalizzazione delle azioni ordinarie di tutte le società.

A fine 2017 la presenza femminile ha raggiunto un terzo del totale degli incarichi di amministratore (33,6 per cento), quota obiettivo della legge 12 luglio 2011, n. 120. Le società in cui è presente almeno una donna sono 226 e corrispondono al 98,7 per cento del totale delle società quotate (Tav. 26).

**Tav. 26 Presenza femminile negli organi di amministrazione delle società quotate italiane**  
(dati di fine periodo)

	donne componenti gli organi di amministrazione		società in cui è presente almeno una donna nell'organo di amministrazione	
	numero	peso <sup>1</sup>	numero	peso <sup>2</sup>
2011	193	7,4	135	51,7
2012	288	11,6	169	66,8
2013	421	17,8	202	83,5
2014	521	22,7	217	91,9
2015	622	27,6	230	98,3
2016	701	31,6	226	99,1
2017	760	33,6	226	98,7

Fonte: dati Consob sulla composizione degli organi sociali. <sup>1</sup> Percentuale sul totale dei componenti degli organi di amministrazione. <sup>2</sup> Peso percentuale sul numero totale delle società quotate italiane.

Tutte le società del Ftse Mib hanno almeno una donna nel *board*, con una presenza femminile mediamente pari al 35,4 per cento del totale (Tav. 27).

**Tav. 27 Presenza femminile negli organi di amministrazione delle società quotate italiane per indice di appartenenza**  
(dati al 31 dicembre 2017)

	società in cui è presente almeno una donna nell'organo di amministrazione			percentuale media delle donne nei Cda <sup>3</sup>
	numero	peso <sup>1</sup>	capitalizzazione <sup>2</sup>	
Ftse Mib	34	100,0	74,6	35,4
Mid Cap <sup>4</sup>	36	97,3	14,7	32,3
Star <sup>4</sup>	70	98,6	7,5	33,2
altro	86	98,9	2,9	34,9
<i>totale</i>	<i>226</i>	<i>98,7</i>	<i>99,7</i>	<i>34,0</i>

Fonte: dati Consob sulla composizione degli organi sociali. <sup>1</sup> Peso in percentuale del numero di società quotate italiane riferibili a ciascun indice. <sup>2</sup> In percentuale della capitalizzazione delle azioni ordinarie di tutte le società quotate italiane. <sup>3</sup> I dati si riferiscono alle sole società in cui è presente almeno una donna. <sup>4</sup> Le società che appartengono sia al segmento Star sia all'indice Mid Cap vengono incluse solo nella categoria Star.

Gli amministratori delle società italiane quotate hanno in media 56,6 anni, sono stranieri nel sette per cento dei casi e sono classificabili come *'family'* (azionisti di controllo o membri della famiglia del socio di controllo) nel 15,6 per cento dei casi. Con riferimento al livello di istruzione, quasi nove amministratori su dieci sono in possesso di una laurea e, tra questi, circa due su dieci hanno conseguito un titolo di studio *post-laurea* (dottorato e/o master). Il profilo professionale prevalente è quello manageriale (70 per cento del totale); seguono i professionisti/consulenti (21 per cento) e gli accademici (8 per cento; Tav. 28).

Le caratteristiche degli amministratori presentano una certa variabilità per dimensione e settore delle società.

L'età media è più elevata nelle società del Ftse Mib (57,9 anni) e in quelle operanti nel settore finanziario (57,7 anni). Gli amministratori stranieri sono maggiormente rappresentati nelle imprese di servizi (8,5 per cento) e nelle imprese più grandi (9,7 per cento). La presenza di amministratori *family* è più frequente nelle imprese industriali di piccole dimensioni. Suddividendo le società in base all'identità dell'azionista di controllo, gli organi di amministrazione delle società controllate da istituzioni finanziarie si caratterizzano per componenti mediamente più giovani, con titoli di studio più elevati e più eterogenei in termini di nazionalità. Al contrario, nelle società per le quali non è identificabile un *ultimate controlling agent* (UCA) gli amministratori sono in media più anziani, meno frequentemente stranieri e meno frequentemente laureati.

**Tav. 28 Caratteristiche degli amministratori nelle società quotate italiane**  
(dati al 31 dicembre 2016)

	numero	% donne	età media	% stranieri	% family <sup>1</sup>	titolo di studio		profilo professionale		
						% laureati	% post- laurea <sup>2</sup>	% manager	% professionisti	% accademici
finanziario	575	32,3	57,7	4,3	6,4	88,2	20,9	65,6	22,1	11,7
industriale	1.090	30,6	56,6	7,8	21,8	85,2	19,6	72,4	20,4	6,6
servizi	495	31,9	55,4	8,5	12,7	88,1	26,6	70,9	20,6	7,9
Ftse Mib	431	32,7	57,9	9,7	5,1	92,6	27,1	72,2	14,2	12,8
Mid Cap <sup>3</sup>	419	30,3	57,2	7,2	11,9	91,2	20,4	68,3	22,7	8,4
Star <sup>3</sup>	642	29,8	56,6	6,2	22,0	82,1	18,4	71,7	20,1	8,1
altro	668	32,6	55,4	6,0	18,7	84,4	21,5	68,9	24,9	5,4
famiglia	1.308	30,6	56,8	7,2	25,8	85,2	20,3	70,7	21,3	7,4
Stato ed enti locali	192	32,8	55,1	4,2	—	90,1	24,3	70,3	20,8	7,3
istituz. finanziarie	92	28,3	53,4	17,4	—	95,7	31,8	71,7	20,7	7,6
misto <sup>4</sup>	123	32,5	56,1	6,5	—	94,3	19,8	72,4	21,1	6,5
no UCA <sup>5</sup>	445	33,3	57,3	5,8	—	85,6	22,3	67,9	19,8	11,7
<i>totale</i>	<i>2.160</i>	<i>31,3</i>	<i>56,6</i>	<i>7,0</i>	<i>15,6</i>	<i>86,7</i>	<i>21,6</i>	<i>70,2</i>	<i>20,9</i>	<i>8,2</i>

Fonte: Consob; classificazione settoriale Borsa Italiana. <sup>1</sup> Numero di amministratori *family* (azionista di controllo o membro della famiglia del socio di controllo) in percentuale del numero totale degli amministratori compresi in ogni categoria. <sup>2</sup> Numero di amministratori laureati che hanno frequentato un corso *post-laurea* e/o sono in possesso di un dottorato di ricerca in percentuale del numero totale di amministratori laureati di ogni categoria. <sup>3</sup> Le società che appartengono sia al segmento Star sia all'indice Mid Cap vengono incluse solo nella categoria Star. <sup>4</sup> Società non incluse in una delle categorie precedenti. <sup>5</sup> Società per le quali non è identificabile l'*ultimate controlling agent* (UCA), ossia società non controllate e società quotate controllate da società non controllate.

Le caratteristiche dei componenti degli organi di amministrazione si sono modificate nel corso del tempo (Tav. 29).

In particolare, nel periodo 2012-2016 l'età media si è ridotta di un anno; la presenza di amministratori *family* è lievemente calata dal 16,2 al 15,6 per cento; la percentuale di manager è diminuita a favore dei consulenti/professionisti. La presenza di amministratori laureati è passata dall'84,4 per cento all'86,7 per cento, mentre la percentuale di coloro che sono in possesso di un titolo di studio *post-laurea* è cresciuta dal 15,3 al 21,6 per cento.

I cambiamenti descritti sono prevalentemente guidati dall'ingresso delle donne nominate a seguito dell'entrata in vigore della legge 120/2011. Infatti, le nuove amministratrici sono mediamente più giovani degli uomini, meno frequentemente legate all'azionista di controllo da rapporti di parentela, hanno profili professionali più diversificati rispetto agli uomini e hanno in media un livello di istruzione più elevato.

**Tav. 29 Caratteristiche degli amministratori nelle società quotate italiane per genere**  
(dati di fine periodo)

		numero	% stranieri	età media	% family <sup>1</sup>	titolo di studio		profilo professionale			
						% laurea	% post-laurea <sup>2</sup>	% manager	% professionisti	% accademici	% altro
2012	amministratori	2.401	5,0	57,6	16,2	84,4	15,3	76,4	15,4	8,0	0,2
	donne	283	5,3	50,5	25,8	82,7	20,9	68,7	17,8	13,2	0,4
	uomini	2.118	4,9	58,5	14,9	84,6	14,5	77,4	15,1	7,4	0,2
2015	amministratori	2.222	7,1	56,7	15,8	85,6	20,5	70,3	21,2	8,0	0,5
	donne	617	7,5	50,9	13,1	88,5	29,7	54,1	33,2	12,2	0,5
	uomini	1.605	7,0	58,9	16,9	84,5	16,7	76,5	16,6	6,4	0,6
2016	amministratori	2.160	7,0	56,6	15,6	86,7	21,6	70,2	20,9	8,2	0,6
	donne	677	7,1	51,6	11,8	90,3	29,0	55,4	31,6	12,4	0,6
	uomini	1.483	7,0	58,9	17,4	85,0	18,0	77,0	16,0	6,3	0,7

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Numero di amministratori *family* (azionista di controllo o membro della famiglia del socio di controllo) in percentuale del numero totale degli amministratori compresi in ogni ripartizione. <sup>2</sup> Numero di amministratori laureati che hanno frequentato un corso *post-laurea* e/o sono in possesso di un dottorato di ricerca in percentuale del numero totale di amministratori laureati di ogni ripartizione.

Le caratteristiche degli amministratori presentano un certo grado di variabilità a seconda della presenza o meno di un legame con l'azionista di controllo.

Con riguardo al livello di istruzione, la presenza di amministratori in possesso di una laurea e di un titolo *post-laurea* è maggiore tra i *non-family*. Inoltre, questi ultimi presentano profili professionali più diversificati, avendo un *background* diverso da quello manageriale nel 34,1 per cento dei casi, a fronte di un valore del 6,5 per cento per gli amministratori *family* (Tav. 30).

**Tav. 30 Caratteristiche degli amministratori nelle società quotate italiane per genere e relazione con l'azionista di controllo**

(dati al 31 dicembre 2016)

		numero	presenza media <sup>1</sup>	titolo di studio		profilo professionale			
				% laurea	% post-laurea <sup>2</sup>	% manager	% professionisti	% accademici	% altro
amministratori	<i>family</i> <sup>3</sup>	338	91,8	71,6	15,3	93,5	6,2	--	0,3
	<i>non-family</i>	1.822	92,0	89,5	22,5	65,9	23,6	9,8	0,7
donne	<i>family</i> <sup>3</sup>	80	89,9	65,0	19,2	82,5	16,3	--	1,3
	<i>non-family</i>	597	92,5	93,6	29,9	51,8	33,7	14,1	0,5
uomini	<i>family</i> <sup>3</sup>	258	92,4	73,6	14,2	96,9	3,1	--	--
	<i>non-family</i>	1.225	91,8	87,4	18,7	72,8	18,7	7,7	0,8

Fonte: Consob ed elaborazioni sulle relazioni sul governo societario e gli assetti proprietari delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA pubblicate nell'anno successivo a quello di riferimento. Dati relativi alle società le cui relazioni erano disponibili alla data di rilevazione.

<sup>1</sup> Percentuale media di riunioni a cui hanno partecipato amministratori per ogni categoria (sono esclusi gli amministratori nominati nel corso dell'anno in carica per meno di 200 giorni). <sup>2</sup> Numero di amministratori laureati che hanno frequentato un corso *post laurea e/o* sono in possesso di un dottorato di ricerca in percentuale del numero totale di amministratori laureati di ogni ripartizione. <sup>3</sup> L'amministratore *family* è l'azionista di controllo o un membro della famiglia del socio di controllo.

Nella maggior parte delle società quotate almeno un amministratore è titolare di incarichi di amministrazione in altre società quotate (*interlocker*).

In particolare, ad eccezione di 46 imprese che non presentano amministratori *interlocker*, il fenomeno dell'*interlocking* interessa meno di un quarto dei membri in 76 casi, tra il 25 e il 50 per cento degli amministratori in 78 imprese e più della metà del *board* nelle restanti 26 imprese (Tav. 31).

**Tav. 31 Società quotate italiane interessate da *interlocking***

(dati al 31 dicembre 2017)

quota dei componenti del consiglio di amministrazione con più di una carica <sup>2</sup>	società finanziarie		società non finanziarie		totale	
	numero	peso <sup>1</sup>	numero	peso <sup>1</sup>	numero	peso <sup>1</sup>
0%	8	11,8	38	4,8	46	7,1
< 25%	18	33,6	58	30,2	76	31,3
dal 25% al 50%	18	23,9	60	54,5	78	44,4
dal 50% al 75%	8	30,7	16	10,4	24	17,1
≥ 75%	--	--	2	0,1	2	0,1
<i>totale</i>	<i>52</i>	<i>100,0</i>	<i>174</i>	<i>100,0</i>	<i>226</i>	<i>100,0</i>

Fonte: dati Consob sulla composizione degli organi sociali. I dati si riferiscono alle società italiane che alla data di rilevazione non erano in liquidazione. <sup>1</sup> Percentuale sulla capitalizzazione totale del settore. <sup>2</sup> L'intervallo include l'estremo inferiore.

In media, negli organi di amministrazione delle società quotate sono presenti circa cinque amministratori indipendenti (sia secondo i criteri del Tuf sia secondo quelli del Codice di autodisciplina), pari al 47,6 per cento del totale. La presenza di amministratori indipendenti è maggiore nelle società del settore finanziario (sei membri in media, pari al 53,6 per cento del *board*) e minore nelle imprese industriali (quattro membri che rappresentano il 44 per cento del totale; Tav. 32).

**Tav. 32 Presenza di amministratori indipendenti negli organi di amministrazione delle società quotate italiane**  
(dati al 31 dicembre 2016)

	amministratori indipendenti (da Tuf)		amministratori indipendenti (da Codice di autodisciplina)		amministratori indipendenti (da Codice di autodisciplina e/o da Tuf) <sup>1</sup>	
	media	peso <sup>2</sup>	media	peso <sup>2</sup>	media	peso <sup>2</sup>
finanziario	6,0	53,1	5,1	45,7	6,1	53,6
industriale	4,1	42,8	3,8	40,0	4,1	44,0
servizi	4,9	48,8	4,7	46,4	5,0	49,7
<i>totale</i>	<i>4,7</i>	<i>46,7</i>	<i>4,3</i>	<i>42,9</i>	<i>4,8</i>	<i>47,6</i>

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario e sugli assetti proprietari delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA pubblicate nel 2017 per l'esercizio 2016; classificazione settoriale Borsa Italiana. Dati relativi alle società le cui relazioni sul governo societario erano disponibili alla data di rilevazione. <sup>1</sup> Gli amministratori indipendenti secondo entrambe le definizioni sono considerati una sola volta. <sup>2</sup> Percentuale di amministratori indipendenti presenti negli organi di amministrazione.

A fine 2016 nei consigli delle società italiane quotate siedono 96 amministratori eletti dalle minoranze, pari al 7,7 per cento del totale (Tav. 33).

**Tav. 33 Presenza di amministratori di minoranza negli organi di amministrazione delle società quotate italiane**  
(dati al 31 dicembre 2016)

	società con almeno un amministratore di minoranza	amministratori di minoranza		amministratori di minoranza e/o indipendenti <sup>1</sup>	
		media <sup>2</sup>	peso <sup>3</sup>	media	peso <sup>4</sup>
finanziario	27	1,1 (2,1)	8,7	6,3	54,7
industriale	42	0,6 (1,7)	6,3	4,2	45,2
servizi	27	1,0 (1,9)	10,1	5,2	51,6
<i>totale</i>	<i>96</i>	<i>0,8 (1,9)</i>	<i>7,7</i>	<i>4,9</i>	<i>48,9</i>

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario e sugli assetti proprietari delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA pubblicate nel 2017 per l'esercizio 2016; classificazione settoriale Borsa Italiana. Dati relativi alle società le cui relazioni sul governo societario erano disponibili alla data di rilevazione. Non sono incluse le società dualistiche, nei cui consigli di sorveglianza sono presenti consiglieri espressione delle minoranze in due casi (numero medio di consiglieri di minoranza pari a tre). <sup>1</sup> Gli amministratori che risultano sia di minoranza sia indipendenti sono considerati una sola volta. <sup>2</sup> Numero medio di amministratori di minoranza calcolato considerando tutte le società quotate; tra parentesi è riportato il dato riferito alle imprese con almeno un amministratore di minoranza. <sup>3</sup> Percentuale di amministratori di minoranza presenti negli organi di amministrazione di tutte le società quotate. <sup>4</sup> Percentuale di amministratori di minoranza e/o indipendenti presenti negli organi di amministrazione.

Con riferimento ai comitati endo-consiliari, a fine 2016 la maggioranza delle società quotate ha istituito il comitato per le remunerazioni (200 società) e il comitato per il controllo interno e i rischi (208 imprese). Il comitato per le nomine è presente in 126 casi, dato in crescita rispetto agli ultimi anni (nel 2012 solo 95 società lo avevano istituito).

Tutti i comitati sono composti in media da tre membri, con una presenza media di amministratori indipendenti tra 2,5 e 2,7 e di donne pari a 1,3. Nel corso dell'anno i comitati per il controllo interno e i rischi si sono riuniti in media circa otto volte, i comitati per le nomine 5,2 volte, mentre i comitati per le remunerazioni hanno tenuto mediamente 4,6 riunioni (Tav. 34).

**Tav. 34 Comitati istituiti nel *board* delle società quotate italiane**  
(dati di fine periodo)

		adottato		dimensione e composizione			numero medio di riunioni
		numero di società <sup>1</sup>	peso <sup>2</sup>	numero medio di membri	numero medio di donne	numero medio di amministratori indipendenti <sup>3</sup>	
remunerazioni	2012	215	98,9	3,1	0,4	2,4	3,4
	2013	210	98,9	3,1	0,6	2,5	3,7
	2014	200	99,0	3,1	0,8	2,6	3,7
	2015	204	99,0	3,1	1,1	2,5	4,2
	2016	200	98,7	3,2	1,2	2,5	4,6
controllo e rischi	2012	220	98,9	3,2	0,5	2,7	6,7
	2013	216	99,1	3,2	0,7	2,6	6,9
	2014	206	99,4	3,2	0,9	2,7	7,1
	2015	212	99,6	3,2	1,2	2,7	7,4
	2016	208	99,5	3,2	1,3	2,7	7,8
nomine	2012	95	69,9	3,3	0,4	2,5	4,1
	2013	112	79,9	3,3	0,6	2,6	4,1
	2014	114	82,1	3,3	0,7	2,7	3,9
	2015	123	81,8	3,2	1,0	2,6	4,3
	2016	126	81,5	3,3	1,3	2,6	5,2

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario e sugli assetti proprietari delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA pubblicate nell'anno successivo a quello di riferimento. Dati relativi alle società le cui relazioni sul governo societario erano disponibili alla data di rilevazione. <sup>1</sup> Numero di società che hanno istituito il comitato. In alcuni casi il comitato per le remunerazioni coincide con il comitato per le nomine. <sup>2</sup> Percentuale sulla capitalizzazione delle azioni ordinarie di tutte le società. <sup>3</sup> Numero medio di amministratori indipendenti secondo i criteri del Codice di autodisciplina o, in mancanza, del Tuf.

Nel corso del 2016 le società i cui *boards* hanno svolto il processo di autovalutazione raccomandato dal Codice di autodisciplina sono 184 (pari all'84 per cento del totale), dato in linea con le evidenze degli ultimi due anni. Solo 39 società hanno adottato piani per la successione degli amministratori; tra queste, 16 operano nel settore finanziario e 16 nel settore industriale (Tav. 35).

**Tav. 35 Autovalutazione dell'organo di amministrazione e piani di successione nelle società quotate italiane per settore**  
(dati di fine periodo)

	autovalutazione		piani di successione	
	numero società <sup>1</sup>	peso sul totale <sup>2</sup>	numero società <sup>3</sup>	peso sul totale <sup>2</sup>
2011	176	68,7	7	2,7
2012	177	73,1	13	5,4
2013	181	76,4	20	8,4
2014	184	81,8	23	10,2
2015	184	80,7	30	13,2
2016	184	83,6	39	17,7
di cui				
finanziario	44	20,0	16	7,3
industriale	98	44,5	16	7,3
servizi	42	19,1	7	3,2

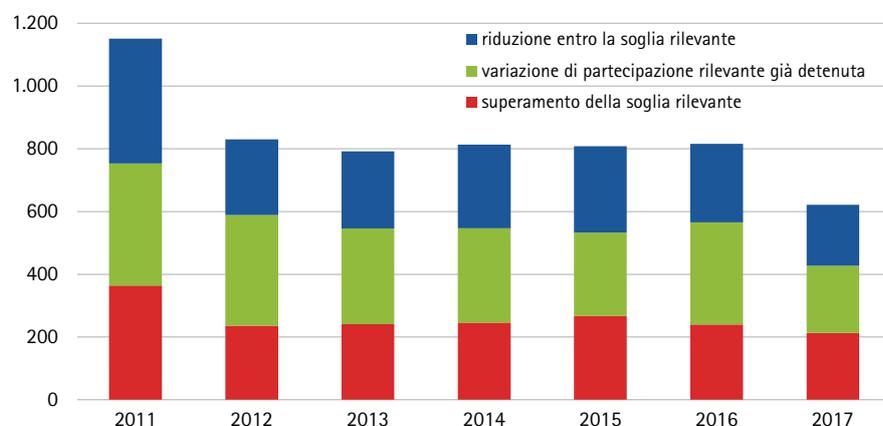
Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario e sugli assetti proprietari delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA pubblicate nell'anno successivo a quello di riferimento. Classificazione settoriale Borsa Italiana. Dati relativi alle società le cui relazioni sul governo societario erano disponibili alla data di rilevazione. <sup>1</sup> Numero di società che dichiarano che l'organo di amministrazione ha realizzato il processo di autovalutazione. <sup>2</sup> Peso percentuale sul totale delle società quotate. <sup>3</sup> Numero di società che dichiarano di aver predisposto un piano di successione. Sono inclusi nove casi in cui il piano non riguarda gli amministratori ma solo i dirigenti; sono escluse 13 società che dichiarano di avere pianificato l'adozione di un piano di successione o l'esistenza di meccanismi di successione alternativi.

### 3 L'informativa sugli assetti proprietari

Nel corso del 2017 la Commissione ha ricevuto 621 comunicazioni ai sensi dell'art. 120 del Tuf inerenti a partecipazioni rilevanti, sia azionarie sia in strumenti finanziari, detenute in società quotate sull'MTA (Fig. 9). Il deciso calo rispetto al 2016, quando sono pervenute 816 comunicazioni, si spiega anche alla luce di alcune modifiche apportate alla disciplina relativa all'informativa sugli assetti proprietari.

In particolare, agli effetti riferibili all'esenzione per i gestori del risparmio detentori di partecipazioni al di sotto della soglia del 5 per cento (in vigore da giugno 2012) e all'aumento al 5 per cento della prima soglia di comunicazione relativa alle PMI (a partire dal giugno 2014), si aggiungono le modifiche apportate al Tuf dal d.lgs. 15 febbraio 2016, n. 25, che hanno elevato la prima soglia dal 2 al 3 per cento del capitale per le società diverse dalle PMI. Gli effetti di tale modifica normativa si sono manifestati pienamente nel 2017, mentre nel corso del 2016 non si era ancora registrato un calo significativo delle comunicazioni, anche a causa del rilevante numero di notifiche per l'adeguamento alla nuova soglia in occasione del recepimento regolamentare (cosiddetto regime transitorio).

**Fig. 9 Comunicazioni di partecipazioni rilevanti in società quotate italiane**



Fonte: Consob.

Circa il 33 per cento delle comunicazioni si riferisce al superamento della prima soglia di rilevanza, il 32 per cento riguarda la riduzione delle partecipazioni entro la medesima soglia, mentre il restante 35 per cento è relativo alla variazione di partecipazioni rilevanti già detenute, suddivise tra comunicazioni di variazioni rilevanti di una partecipazione già comunicata (24 per cento circa del totale delle dichiarazioni) e comunicazioni concernenti altre variazioni nel titolo del possesso o nella catena partecipativa (11 per cento). Tra queste ultime, sono comprese anche le notifiche effettuate su base volontaria dagli azionisti al fine, ad esempio, di aggiornare l'entità o la modalità di detenzione della partecipazione.

Nel periodo in esame, le comunicazioni effettuate per partecipazioni in strumenti finanziari e/o aggregate sono state 101.

Il 30 per cento di tali comunicazioni si riferisce al superamento della soglia del 5 per cento. Seguono le comunicazioni pervenute al fine di segnalare la discesa al di sotto di tale soglia (27 per cento), quelle riferite alle variazioni rilevanti della percentuale detenuta (23 per cento) e, infine, le variazioni della tipologia degli strumenti finanziari posseduti o dei contratti stipulati (20 per cento).

Nel corso del 2017, le comunicazioni da parte degli emittenti quotati riferite a operazioni su azioni proprie sono state 14 (23 nel 2016), di cui la metà per operazioni di vendita e la metà per acquisizioni che hanno comportato il superamento della soglia rilevante.

Con riferimento alla tipologia dei soggetti dichiaranti, in linea con quanto riscontrato nel 2016, si registra la prevalenza di soggetti esteri, a cui è riconducibile il 61 per cento delle comunicazioni, e di persone giuridiche, a cui si riferisce l'82 per cento delle comunicazioni.

Le dichiarazioni degli investitori istituzionali, prevalentemente esteri, si sono attestate a circa il 20 per cento delle comunicazioni ricevute. Le comunicazioni da parte di istituti di credito e società di servizi finanziari (sia italiani sia esteri) hanno rappresentato il 26 per cento del totale, in linea con il dato dell'anno precedente. Le dichiarazioni di altre categorie di società di capitali hanno rappresentato circa il 37 per cento del totale, in aumento rispetto al 2016.

Le comunicazioni delle partecipazioni rilevanti vengono rese note al mercato tramite il sito internet della Consob nonché tramite i meccanismi di diffusione e stoccaggio autorizzati. In tal modo è possibile disporre di una fotografia aggiornata dell'azionariato rilevante di tutte le società quotate e ricostruire le comunicazioni e le variazioni effettuate da ciascun soggetto dichiarante. La Commissione inoltre, contestualmente alla pubblicazione delle comunicazioni ricevute, provvede ad aggiornare sul medesimo sito l'azionariato, il capitale sociale, le partecipazioni in strumenti finanziari e le partecipazioni aggregate riferite a ciascuna società quotata.

In data 16 ottobre 2017 è entrato in vigore il decreto legge 16 ottobre 2017, n. 148 (convertito, con modificazioni, dalla legge 4 dicembre 2017, n. 172, in vigore dal 6 dicembre 2017), che ha introdotto nel corpo dell'art. 120 del Tuf il comma 4-*bis* (cosiddetta 'norma anti-scorrerie' o 'dichiarazione di intenzioni'). Tale norma impone agli acquirenti di partecipazioni pari o superiori al 10, 20 e 25 per cento del capitale delle società quotate italiane di dichiarare gli obiettivi che si intendono perseguire nel corso dei sei mesi successivi all'acquisizione. La Consob dovrà emanare la disciplina attuativa della suddetta disposizione, peraltro già applicabile sin dalla pubblicazione del d.l. 148/2017 sulla Gazzetta Ufficiale (si veda il successivo Capitolo VI 'L'attività regolamentare').

A partire dall'entrata in vigore della legge e sino al 31 dicembre 2017, sono pervenute sette dichiarazioni di intenzioni, di cui quattro da parte di soggetti esteri e tre da parte di società italiane, relative all'acquisto di partecipazioni rilevanti in sette diversi emittenti quotati. Quattro dichiarazioni sono state rese in occasione del superamento della soglia del 20 per cento del capitale da parte del principale azionista del relativo emittente, in assenza di un socio di maggioranza (in uno di questi casi si trattava però di una partecipazione composta unicamente da strumenti finanziari). Due dichiarazioni sono state invece inviate per il superamento della soglia del 10 per cento da parte del secondo maggiore azionista del relativo emittente. In un solo caso la dichiarazione ha riguardato il superamento della soglia del 25 per cento del capitale, da parte di un gestore di fondi di investimento estero, rispetto a un emittente già controllato di diritto.

Nelle dichiarazioni pervenute ciascun azionista ha indicato, sotto la propria responsabilità: i) i modi di finanziamento dell'acquisizione; ii) se agisce solo o in concerto; iii) se intende fermare i suoi acquisti o proseguirli nonché se intende acquisire il controllo dell'emittente o comunque esercitare un'influenza sulla gestione della società e, in tali casi, la strategia che intende adottare e le operazioni per

metterla in opera; iv) le sue intenzioni per quanto riguarda eventuali accordi e patti parasociali di cui è parte; v) se intende proporre l'integrazione o la revoca degli organi amministrativi o di controllo dell'emittente.

Le dichiarazioni ricevute sono state pubblicate sul sito istituzionale della Consob, nella sezione dedicata alla trasparenza sugli assetti proprietari delle società quotate, e rese note al mercato tramite i due sistemi di diffusione e stoccaggio autorizzati.

Nel corso del 2017, l'Istituto ha ricevuto 134 comunicazioni relative a patti parasociali rilevanti ai sensi dell'art. 122 del Tuf (140 nel 2016), con riferimento a 62 società quotate. Nell'ambito delle comunicazioni ricevute, circa la metà (66) sono relative a variazioni di patti parasociali già esistenti, dato in linea con quello dell'anno precedente, mentre le comunicazioni relative alla stipula di nuovi patti parasociali hanno registrato una lieve diminuzione (44 nel 2017 rispetto a 46 nel 2016). Per quanto attiene ai casi di scioglimento o venir meno degli scopi previsti nel patto, le comunicazioni effettuate hanno evidenziato un leggero incremento (24 casi rispetto ai 22 dell'anno precedente).

Nell'ambito delle dieci società ammesse alle negoziazioni nel corso del 2017 (escludendo le ammissioni derivanti da operazioni di fusioni), in quattro casi si è registrata la presenza di patti parasociali rilevanti ai sensi della normativa vigente.

Anche le informazioni ricevute con riferimento ai patti parasociali rilevanti ai sensi di legge sono state pubblicate sul sito internet della Consob, nell'apposita sezione dedicata, dove è possibile consultare gli estratti dei patti parasociali attualmente in vigore nelle società quotate nonché, come informazioni storiche, anche le loro versioni precedenti e i patti non più rilevanti.

Il 2017 è stato il primo anno di piena operatività della disciplina sul voto maggiorato, introdotto nell'ordinamento nazionale dalla legge 11 agosto 2014, n. 116 (cosiddetto 'decreto competitività'). Nell'ultimo triennio, tale istituto è stato adottato statutariamente da 35 emittenti. A seguito di un periodo di maturazione di 24 mesi, nel corso del 2017 l'attivazione del diritto alla maggiorazione da parte degli azionisti richiedenti è stata registrata in 14 società.

## 4 Le offerte al pubblico di acquisto e scambio

Nel corso del 2017 sono state promosse 17 offerte (16 offerte in senso stretto e un obbligo di acquisto ai sensi dell'art. 108 del Tuf), tutte aventi ad oggetto titoli azionari (Tav. 36). Se si esclude il 2016, quando le offerte sono state 23, di cui 14 su titoli azionari, l'operatività è risultata superiore ai valori degli ultimi anni (sette offerte complessive nel 2015, dieci nel 2014, nove nel 2013).

**Tav. 36 Offerte pubbliche di acquisto e/o scambio promosse nel corso del 2017**

offerente	società oggetto dell'offerta	periodo	tipologia offerta			controvalore <sup>1</sup>	peso <sup>2</sup>
<b>AZIONI ORDINARIE</b>							
Dali Italy Bidco Spa	Dada Spa	18/12/17-24/01/18	Opa	obbligatoria	totalitaria	20,9	0,9
Edison Spa <sup>3</sup>	Frendy Energy Spa	22/11/17-19/12/17	Opa	obbligatoria	totalitaria	4,6	0,2
Borgosesia Spa in liquidazione	Borgosesia (Kronos)	13/11/17-05/12/17	Ops	volontaria	totalitaria	16,1	0,7
Borgosesia Spa in liquidazione <sup>4</sup>	Borgosesia (Kronos)	13/11/17-05/12/17	Ops	volontaria	totalitaria	..	..
Monte dei Paschi di Siena Spa	Monte dei Paschi di Siena	31/10/17-20/11/17	Ops	volontaria	parziale	1.536,0	62,6
Fri-el Green Power Spa	Alerion CleanPower Spa	30/10/17-17/11/17	Opa	volontaria	totalitaria	70,0	2,9
Hrd Italia Srl	Gequity Spa	16/10/17-03/11/17	Opa	obbligatoria	totalitaria	..	..
Agorà Investimenti Spa	Save Spa	18/09/17-13/10/17	Opa	obbligatoria	totalitaria	401,9	16,4
Chiara Finanziaria Srl	Caltagirone Editore Spa	24/07/17-08/09/17	Opa	volontaria	totalitaria	0,1	..
Double 2 Spa <sup>3</sup>	Ital TBS Tel & Bio Services	26/06/17-14/07/17	Opa	volontaria	totalitaria	90,3	3,7
B.F. Holding Spa	Bonifiche Ferraresi Spa	29/05/17-16/06/17	Opas	volontaria	totalitaria	40,9	1,7
Italmobiliare Spa	Italmobiliare Spa	19/05/17-09/06/17	Opa	volontaria	parziale	159,6	6,5
Time for Ticket Srl	Best Union Company Spa	08/05/17-09/06/17	Opa	obbligatoria	totalitaria	2,5	0,1
Lem Spa	Alba Spa	08/03/17-28/03/17	obbligo di acquisto		totalitaria	1,9	0,1
Sofil Sas	Parmalat Spa	09/02/17-10/03/17	Opa	volontaria	totalitaria	105,2	4,3
Servizi Societari Srl	Meridie Spa	06/02/17-03/03/17	Opa	volontaria	totalitaria	2,5	0,1
Eiss	Mediacontech Spa	30/01/17-17/02/17	Opa	obbligatoria	totalitaria	..	..
<i>totale</i>						<i>2.452,6</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Consob. Offerte il cui periodo di adesione è iniziato nel corso dell'anno. <sup>1</sup> Controvalore raccolto in milioni di euro. <sup>2</sup> Percentuale sul totale. <sup>3</sup> Offerta su azioni negoziate sull'AIM Italia. <sup>4</sup> Offerta avente ad oggetto azioni di risparmio.

Molte delle offerte promosse nel 2017 si sono allontanate da modelli 'tipici' di Opa/Ops, presentando caratteri di novità e specificità tanto nella struttura quanto nella determinazione delle componenti essenziali.

L'offerta Borgosesia è stata un'offerta di scambio volontaria su azioni proprie (sia ordinarie, per il 61,9 per cento del capitale sociale, sia di risparmio) con corrispettivo rappresentato da azioni di una società non quotata, interamente posseduta da Borgosesia, a cui la medesima aveva precedentemente trasferito il complesso delle proprie attività e passività. L'operazione era volta al trasferimento del controllo della società dai soci di maggioranza – che impegnandosi ad aderire mantenevano la partecipazione nell'originario *business* – a un azionista di minoranza interessato a raggiungere per tale via la quotazione sull'MTA.

L'obbligo di offerta su azioni Gequity è sorto a seguito dell'aggiudicazione della partecipazione rilevante in un'asta competitiva disposta nell'ambito della procedura concordataria in cui era entrato il soggetto controllante di Gequity. Conseguentemente, il prezzo di aggiudicazione è risultato di molto inferiore ai valori di mercato, determinando uno sconto considerevole nei premi di Opa.

Nell'ambito dell'offerta su azioni della società Bonifiche Ferraresi, l'offerente (socio di controllo della società *target*) ha lanciato un'offerta volontaria al fine di riorganizzare le attività e la struttura del gruppo e dare esecuzione al piano industriale. Il corrispettivo era composto da denaro e azioni dell'offerente non quotate ma destinate all'ammissione alla negoziazione sull'MTA. L'operazione pertanto risultava solo formalmente destinata al *delisting*, stante la contestuale quotazione delle azioni dell'offerente.

Nel caso dell'Opa su Mediacontech, l'elemento di novità era rappresentato dalle modalità di determinazione del corrispettivo, pari alla somma di una componente base e di due eventuali componenti aggiuntive, il cui computo era soggetto a rilevante aleatorietà.

Infine, l'offerta avente ad oggetto le azioni di Monte dei Paschi di Siena, inseritasi nell'ambito della procedura di ricapitalizzazione precauzionale della banca avviata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF), si è caratterizzata per rilevanti elementi di specificità (Riquadro 2).

In termini di controvalore, l'ammontare raccolto dalle 17 offerte è stato pari a 2.453 milioni di euro, in riduzione di circa il 14 per cento rispetto ai 2.849 milioni nel 2016. Escludendo l'Ops MPS, il dato per il 2017 si riduce a 895 milioni di euro, in contrazione di circa il 68 per cento rispetto all'anno precedente. Dopo MPS, l'offerta di maggiori dimensioni del 2017 è stata l'Opa di Agorà Investimenti su azioni Save Spa, con un controvalore pari a 401 milioni di euro (16,5 per cento del totale).

Con riguardo alla tipologia di strumento finanziario, le offerte svolte hanno avuto ad oggetto: azioni quotate sull'MTA in 13 casi (per un controvalore pari al 95,9 per cento del totale); azioni quotate sul Mercato Telematico degli Investment Vehicles (MIV) in due casi (0,2 per cento del totale); azioni non quotate ma ammesse a negoziazione sull'AIM Italia in due casi (3,9 per cento del totale).

Particolare attenzione meritano le due offerte su azioni non quotate negoziate sull'AIM Italia che, insieme alle numerose ammissioni a negoziazione avvenute negli ultimi anni, testimoniano un crescente interesse degli investitori e dell'industria per questa piattaforma di accesso al mercato dei capitali, contraddistinta da requisiti regolamentari semplificati.

## Riquadro 2

### L'offerta pubblica di scambio su Monte dei Paschi di Siena Spa

L'offerta avente ad oggetto le azioni di Monte dei Paschi di Siena si è inserita nell'ambito della procedura di ricapitalizzazione precauzionale della banca avviata dal MEF. Tale procedura, realizzata nel quadro dello speciale regime normativo introdotto dal decreto legge 23 dicembre 2016, n. 237, avente ad oggetto gli interventi di sostegno pubblico alle banche italiane, è stata attivata in conseguenza del mancato realizzarsi delle condizioni per l'operazione di rafforzamento patrimoniale della banca annunciata il 29 luglio 2016. Nell'ambito di tale operazione, che ha visto l'ingresso del MEF quale azionista di maggioranza della banca e la conversione forzosa delle obbligazioni subordinate in azioni, la banca ha promosso un'offerta pubblica volontaria parziale di scambio e transazione in nome e per conto del MEF, finalizzata all'acquisto di parte delle azioni della banca rivenienti dalla conversione di uno specifico prestito obbligazionario subordinato, distribuito prevalentemente presso investitori *retail*. Il corrispettivo offerto era costituito da titoli obbligazionari *senior*, a breve scadenza, emessi dalla stessa banca. L'offerta assumeva, inoltre, il carattere di 'offerta di transazione', in quanto l'aderente rinunciava, irrevocabilmente e incondizionatamente, a qualunque pretesa di risarcimento derivante da danni imputabili alla commercializzazione di titoli subordinati. Ulteriori elementi di specificità dell'offerta risiedevano nella differenziazione del corrispettivo – in quanto definito *ad personam* in base al valore di sottoscrizione/acquisto delle obbligazioni subordinate da parte di ogni singolo aderente – e nell'ammontare massimo dell'offerta, determinato dall'Unione europea nel corso della procedura di autorizzazione agli aiuti di Stato.

Ad esito dell'offerta, il MEF – che, a seguito della sottoscrizione dell'aumento di capitale riservato eseguito in data 3 agosto 2017 nell'ambito dell'operazione di rafforzamento patrimoniale, aveva già assunto una partecipazione nella banca pari al 52,18 per cento del capitale – ha incrementato la propria partecipazione sino al 68,25 per cento del capitale sociale della banca.

In proposito, si sottolinea come l'estensione della normativa in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio alle società negoziate sull'AIM Italia avvenga per via sia diretta, con riguardo alle previsioni generali applicabili a tutte le offerte pubbliche che rientrano nei parametri quantitativi previsti dall'art. 34-*ter*, comma 1, lett. a), c), del Regolamento Emittenti (offerte aventi un corrispettivo superiore a 5 milioni di euro e rivolte a più di 150 soggetti), sia indiretta, con riferimento alle previsioni del Tuf in materia di Opa obbligatoria e azione di concerto, applicabili alle sole società quotate su mercati regolamentati, ma nei fatti riprodotte dal Regolamento Emittenti AIM di Borsa Italiana. La disciplina relativa all'obbligo di

acquisto e diritto di acquisto, infine, risulta essere richiamata dagli emittenti, in via volontaria, negli statuti.

Con riferimento alla natura dell'offerta, 12 operazioni sono state strutturate come offerte pubbliche di acquisto, una come offerta pubblica di acquisto e scambio avente per oggetto azioni quotate e per corrispettivo anche azioni non quotate destinate alla quotazione, tre come offerte pubbliche di scambio. Rispetto a queste ultime, una ha avuto ad oggetto azioni quotate e come corrispettivo obbligazioni non quotate; due, promosse tramite un unico documento, hanno avuto come oggetto azioni ordinarie e di risparmio quotate e come corrispettivo azioni non quotate.

Due offerte hanno avuto natura di offerta parziale: nel caso dell'Opa Italmobiliare su azioni proprie, si è trattato di un'operazione di *buyback*; nel caso dell'operazione di ristoro degli obbligazionisti subordinati di MPS, il controvalore massimo dell'offerta era limitato all'ammontare per cui il MEF era stato autorizzato dall'Unione europea.

Sei offerte hanno avuto carattere obbligatorio e hanno avuto origine dal superamento delle soglie rilevanti per il controllo di cui all'art. 106, commi 1 e 1-*bis*, del Tuf. In un caso, inoltre, è sorto un obbligo di acquisto ai sensi dell'art. 108 del Tuf, mentre in nove casi le offerte sono state volontarie (Tav. 37).

**Tav. 37 Offerte pubbliche di acquisto e/o scambio su azioni ordinarie**

	offerte obbligatorie (totalitarie)			offerte volontarie		totale	di cui:		
	acquisizione controllo	consolidamento	obbligo di acquisto	totalitarie	parziali		concorrenti	finalizzate al delisting	OPS/Opas
2015	4	--	--	2 <sup>1</sup>	--	6	--	4	--
2016	10	--	--	3	1	14	4	9	1
2017	6	--	1	7 <sup>2</sup>	2	16	--	9	4 <sup>2</sup>

Fonte: Consob. <sup>1</sup> L'offerta obbligatoria su azioni Pirelli & C Spa era accompagnata anche da un'offerta volontaria totalitaria sulle azioni di risparmio. <sup>2</sup> L'offerta volontaria totalitaria su azioni proprie Borgosesia Spa ha riguardato azioni ordinarie e di risparmio. Il dato non include una Ops dichiarata decaduta.

Con riferimento alle finalità con le quali sono state promosse le offerte, nel caso delle Opa obbligatorie ha prevalso l'obiettivo di sfruttare potenziali integrazioni e sinergie tra le attività della società *target* e quelle dell'offerente, ad eccezione di un caso in cui si è verificato un cambiamento del controllo e un altro caso in cui l'obbligo di Opa è sorto a seguito di una ridefinizione degli assetti proprietari (ampliamento del patto di sindacato esistente) finalizzata al coinvolgimento di un socio finanziario deputato a sostenere i costi dell'Opa successiva con finalità di *delisting*.

Nell'ambito delle Opa volontarie su azioni ordinarie, infine, due offerte (TBS e Alerion) sono riconducibili a operazioni di acquisizione del

controllo, mentre in tre casi (Meridie, Parmalat, Caltagirone Editore) è stato indicato nel documento di offerta il *delisting* del titolo, mai realizzato.

In particolare, nel caso dell'Opa TBS, l'offerente era stato preventivamente autorizzato da parte del consiglio di amministrazione dell'emittente a effettuare una *due diligence* sulla *target*. Nel caso dell'Opa Alerion, l'offerente già deteneva una partecipazione rilevante, acquisita per mezzo di un'Opa volontaria parziale promossa nel 2016, che gli aveva consentito di nominare la maggioranza degli amministratori. Inoltre, tale offerta ha fatto seguito all'imposizione di un obbligo di Opa successiva totalitaria in relazione alla mancata *disclosure* di un patto parasociale (Riquadro 3).

Nel complesso, le operazioni promosse con l'obiettivo del *delisting*, attuale o futuro, si sono attestate a nove, in linea con il dato relativo al 2016 (Tav. 38).

L'obiettivo del *delisting*, tuttavia, è stato raggiunto solo in quattro casi (sei nel 2016). Tale fenomeno si può in parte ricondurre alla crescente presenza sul mercato di fondi 'attivisti' (o di soci finanziari a essi sostanzialmente equiparabili), che svolgono un'azione di contrasto al *delisting* del titolo a condizioni ritenute non congrue. Tale azione di contrasto si è verificata con riferimento a tre delle sei Opa per cui il *delisting*, benché programmato, non si è a oggi realizzato (Best Union, Parmalat, Caltagirone Editore).

A differenza dell'anno precedente, le società che nel 2017 sono state oggetto di offerte con *delisting* sono in prevalenza medio-piccole (con le rilevanti eccezioni di Parmalat e Save). La capitalizzazione mediana è risultata essere infatti di 66 milioni di euro, contro i 510 milioni di euro del 2016.

**Tav. 38 Offerte pubbliche di acquisto e/o scambio su azioni ordinarie finalizzate al *delisting***

offerente	società oggetto dell'offerta	volontaria / obbligatoria	<i>delisting</i> ad esito dell'Opa	capitalizzazione <sup>1</sup>
offerte finalizzate al <i>delisting</i> realizzate nel 2016				8.080,9
offerte finalizzate al <i>delisting</i> realizzate nel 2017				6.754,2
Dali Italy Bidco Spa	Dada Spa	obbligatoria	si	66,7
Edison Spa	Frendy Energy Spa - AIM	obbligatoria	no	20,2
Agorà Investimenti Spa	Save Spa	obbligatoria	si	1.162,3
Chiara Finanziaria Srl	Caltagirone Editore Spa	volontaria	no	153,0
Double 2 Spa	Ital Tbs - AIM	volontaria	si	92,8
Time for Ticket Srl	Best Union Company Spa	obbligatoria	no	28,1
Lem Spa	Alba Spa	obbligatoria	si	30,5
Servizi Societari	Meridie	volontaria	no <sup>2</sup>	6,2
Lactalis	Parmalat	volontaria	no	5.194,4

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Capitalizzazione calcolata sulla base del corrispettivo di offerta; milioni di euro. <sup>2</sup> *Delisting* realizzato *post* Opa tramite fusione per incorporazione dell'emittente nella controllante non quotata.

## Riquadro 3

### L'offerta pubblica di acquisto su Alerion Clean Power Spa

Nel corso del 2017 la Consob ha accertato l'esistenza di un patto parasociale tra Fri-el Green Power Spa (Fri-el) e Stafil Spa (Stafil), rilevante ai sensi dell'art. 122, commi 1 e 5, lett. c) del Tuf, avente ad oggetto l'acquisto di azioni e il successivo esercizio del voto nell'assemblea di Alerion Clean Power Spa del 30 gennaio 2017, quantomeno a partire dal 9 dicembre 2016. La Commissione ha altresì accertato un'azione di concerto ai sensi dell'art. 101-bis, comma 4, del Tuf tra i medesimi soggetti, con la finalità di acquisire il controllo di Alerion, attraverso la nomina della maggioranza del consiglio di amministrazione della società.

Più in particolare, la Commissione ha accertato che le suddette società, per effetto degli acquisti di azioni Alerion effettuati da Stafil in data 28 dicembre 2016, avevano congiuntamente superato la soglia del 30 per cento del capitale sociale di Alerion, soglia rilevante ai sensi degli artt. 106, comma 1 e 109, comma 1, del Tuf, e che, in relazione a tale superamento, non erano stati adempiuti gli obblighi di promozione di un'offerta pubblica di acquisto previsti dal combinato disposto dei citati articoli.

In alternativa all'alienazione di cui al comma 1 dell'art. 110 del Tuf, la Consob (con delibera 20117 del 18 settembre 2017) ha imposto a Fri-el e Stafil, in forza delle disposizioni di cui al comma 1-bis del medesimo articolo, la promozione di un'offerta pubblica totalitaria sulle azioni Alerion non detenute dalle società medesime, congiuntamente considerate, al prezzo di 2,90 euro per azione.

Con riferimento all'imposizione del suddetto obbligo di promuovere un'offerta pubblica totalitaria sulle azioni Alerion, in data 26 settembre 2017 Fri-el ha promosso un'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria e incondizionata sulla totalità delle azioni Alerion da essa non detenute (70,64 per cento), a un corrispettivo in contanti pari a tre euro per azione, rappresentando che *«la promozione dell'offerta assolve e assorbe l'obbligo di promuovere l'offerta pubblica obbligatoria totalitaria imposto da Consob con la delibera 20117»*. In esito a tale operazione, Fri-el è giunta a detenere l'84 per cento del capitale sociale di Alerion.

Il tasso di adesione alle offerte è risultato più contenuto sia per le operazioni caratterizzate da premi bassi o negativi (Mediacontech e Gequity) sia per le offerte (Parmalat e Caltagirone Editore) che, pur caratterizzandosi per un premio in linea con quello di operazioni analoghe, sono state oggetto di strategie di contrasto da parte di fondi attivisti, che non reputavano il prezzo di offerta congruo rispetto al valore intrinseco delle azioni (Tav. 39).

**Tav. 39 Tassi di adesione alle Opa**

offerente 'formale'	emittente	tipologia Opa		adesione <sup>1</sup>	premio un mese <sup>1</sup>	premio un anno <sup>1</sup>
Double 2 Spa	Ital TBS Tel Et Bio Services	Opa	volontaria	95,43	17,7	28,5
Agorà Investimenti Spa	Save Spa	Opa	obbligatoria	87,94	4,41	18,7
Borgosesia Spa in liquidazione <sup>2</sup>	Borgosesia (Kronos)	Ops	volontaria	83,96	32,1	125,0
Dali Italy Bidco Spa	Dada Spa	Opa	obbligatoria	78,37	-3,0	1,9
Fri-el Green Power Spa	Alerion CleanPower Spa	Opa	volontaria	73,96	6,1	15,0
B.F. Holding Spa	Bonifiche Ferraresi Spa	Opas	volontaria	72,54	31,6	36,8
Servizi Societari Srl	Meridie Spa	Opa	volontaria	64,68	26,6	23,1
Edison Spa	Frendy Energy Spa	Opa	obbligatoria	42,41	5,8	11,8
Time for Ticket Srl	Best Union Company Spa	Opa	obbligatoria	36,54	12,2	17,6
Sofil Sas	Parmalat Spa	Opa	volontaria	15,11	19,2	26,2
Borgosesia Spa in liquidazione <sup>3</sup>	Borgosesia (Kronos)	Ops	volontaria	3,55	32,1	148,1
Hrd Italia Srl	Gequity Spa	Opa	obbligatoria	0,74	-85,7	-86,1
Chiara Finanziaria Srl	Caltagirone Editore Spa	Opa	volontaria	0,29	21,6	30,4
EISS	Mediacontech Spa	Opa	obbligatoria	0,15	-21,5	-62,9

Fonte: Consob. Sono esclusi l'obbligo di acquisto, le Opa parziali e l'Opa MPS. <sup>1</sup> In percentuale rispetto al quantitativo oggetto di offerta. <sup>2</sup> Si tratta dell'offerta volontaria totalitaria su azioni ordinarie. <sup>3</sup> Si tratta dell'offerta volontaria totalitaria su azioni di risparmio.

### *Esenzioni dall'obbligo di Opa*

Nel corso del 2017 otto operazioni, pur dando luogo al superamento di una soglia rilevante ai sensi dell'art. 106 del Tuf, ai fini della promozione dell'Opa obbligatoria da parte di nuovi azionisti, hanno beneficiato di un'esenzione dall'obbligo di Opa.

In due casi vi è stata l'applicazione *ipso iure* dell'esenzione dall'obbligo di Opa ai sensi del combinato disposto degli artt. 106, comma 5, lett. e), del Tuf e 49, comma 1, lett. g) del Regolamento Emittenti (operazioni di acquisto realizzate mediante fusione approvata con le maggioranze del *whitewash*). Tali casi hanno riguardato due Spac (*special purpose acquisition company*), Space 2 Spa e Space 3 Spa, costituite nel 2015 e nel 2016 dalla società promotrice Space Holding Srl.

In quattro casi si è verificata l'applicazione *ipso iure* dell'esenzione di cui al combinato disposto degli articoli 106, comma 5, lett. a) del Tuf e 49, comma 1, lett. b), del Regolamento Emittenti, con riguardo a 'società in crisi' (Stefanel, Sintesi, Industria e Innovazione, Borgosesia).

Nel caso della società Italiaonline, invece, l'esenzione dall'obbligo di Opa è discesa dalla circostanza che il superamento della soglia di rilevanza a fini Opa è avvenuto per effetto dell'acquisto di azioni a titolo gratuito, in conseguenza dello

scioglimento di un *trust*, sicché l'operazione è stata esentata ai sensi degli artt. 106, comma 5, lett. *f*), del Tuf e 49, comma 1, lett. *h*) del Regolamento Emittenti ('acquisti a titolo gratuito').

Con delibera 20025 del 7 giugno 2017, relativa a un'operazione di acquisto di concerto di una partecipazione in Unipol Gruppo Finanziario Spa (Ugf) e, indirettamente, in Unipol Sai Spa, che si è realizzata in conseguenza della scissione di Finsoe Spa in favore dei propri azionisti che avrebbero poi sottoscritto un patto parasociale avente ad oggetto azioni Ugf, la Consob ha esentato dall'obbligo di Opa, ai sensi e per gli effetti del combinato disposto degli articoli 106, comma 1 e 109, comma 1, del Tuf, il superamento delle soglie di cui all'articolo 106, commi 1 e 1-*bis*, del Tuf.

Nel rilevare una sostanziale continuità nella gestione della partecipazione detenuta in Ugf da parte della società Finsoe prima e da parte dei relativi azionisti agenti in concerto poi, la Commissione ha ritenuto che, pur non essendo applicabile *ipso iure* alcuna ipotesi di esenzione prevista dall'art. 49, comma 1 del Regolamento Emittenti, l'operazione fosse riconducibile, per la sostanziale identità di effetti sul piano degli assetti di controllo e neutralità per gli azionisti di minoranza di Ugf, all'ipotesi di esenzione di cui all'articolo 106, comma 5, lett. *b*), del Tuf (esenzione per operazioni infragruppo). Ricorrendo tali presupposti, è stato pertanto adottato un provvedimento motivato ai sensi dell'art.106, comma 6, del Tuf.

### *Altre fattispecie rilevanti*

Nel corso del 2017 si sono realizzati tre casi di *delisting* in assenza di una procedura di Opa.

Con delibera 8393 del 25 settembre 2017, Borsa Italiana ha disposto la revoca dalla quotazione delle azioni ordinarie emesse da Banca Popolare di Spoleto Spa, in fallimento. Tale provvedimento segue quello di sospensione dalle negoziazioni delle medesime azioni assunto in data 19 settembre 2013.

La revoca delle azioni di Meridie Spa, quotate sul MIV, è avvenuta attraverso la fusione per incorporazione della stessa nella società interamente controllata, Meridie Advisory Srl, efficace a decorrere dall'8 novembre.

Nel corso del 2017 si è realizzata la fusione per incorporazione di Ergy Capital Spa nella controllante IntekGroup Spa, con conseguente revoca della prima dalla quotazione a far data dal 22 dicembre 2017. L'operazione è avvenuta con l'obiettivo di perseguire il contenimento dei costi di gestione e la semplificazione della struttura organizzativa attraverso l'accorciamento della catena partecipativa facente capo a Quattrodue Holding Bv.

## 5 La vigilanza sulle operazioni con parti correlate

Le operazioni con parti correlate rappresentano un'area centrale nella vigilanza sulla *corporate governance* per la tutela degli azionisti e degli altri *stakeholders*.

Al fine di ridurre *ex ante* il rischio di fenomeni potenzialmente espropriativi, la Consob ha rivolto alcune verifiche alla qualità delle procedure per l'effettuazione di operazioni con parti correlate, nell'intento di assicurarne l'aggiornamento e l'adeguatezza rispetto alle caratteristiche di *governance* degli emittenti anche a fronte di deviazioni dal principio *one-share-one-vote*. In particolare, l'adozione delle azioni a voto maggiorato e plurimo, quasi esclusivamente da parte di società già sottoposte al controllo solitario di un azionista, ha suggerito un più ampio esame dell'adeguatezza e dell'aggiornamento delle procedure per il compimento delle operazioni con parti correlate rispetto ai mutamenti degli assetti proprietari.

Sempre in un'ottica preventiva, sono stati oggetto di approfondimenti l'assetto di *governance* e l'adesione alle *best practices* dell'autodisciplina da parte delle società di recente quotazione, al fine di valutarne l'adeguamento al più maturo e complesso contesto di riferimento degli emittenti quotati.

La vigilanza sull'applicazione della disciplina in materia di operazioni con parti correlate è stata svolta mediante l'interlocuzione con le società e i loro organi di controllo, con l'obiettivo di esaminare le modalità di trattazione delle operazioni e verificare in concreto il corretto svolgimento dei compiti attribuiti a ciascuno dei soggetti coinvolti.

L'attività svolta nel corso del 2017 ha evidenziato il rischio che l'interpretazione formalistica e restrittiva degli elementi funzionali a definire l'ambito applicativo della disciplina possa determinare un'elusione sul piano sostanziale dei presidi previsti per tali operazioni.

Un'interpretazione restrittiva della 'rilevanza' quantitativa dell'operazione, tale da condurre alla mancata o incorretta applicazione delle norme del Regolamento Consob, è emersa con riguardo a contratti pluriennali (erroneamente considerati sulla base del solo controvalore annuo), operazioni caratterizzate da un ampio complesso di prestazioni contrattuali (non adeguatamente considerate nella loro interezza) e modifiche di operazioni già qualificate come di maggiore rilevanza.

Inoltre, applicazioni restrittive degli elementi definitivi funzionali all'individuazione del perimetro delle parti correlate possono portare a negare l'esistenza di rapporti di correlazione tra l'emittente e società comunque riconducibili al socio di riferimento. In tali casi, come negli anni passati, la vigilanza ha inteso stimolare, alla luce degli orientamenti resi noti dalla

Consob in comunicazioni di carattere generale e dell'interlocuzione con le società per il trattamento di fattispecie concrete, la valutazione in chiave sostanzialistica dei rapporti intercorrenti tra azionisti e società e la trasparenza al mercato di tali profili.

Nel settembre 2017, la Commissione si è pronunciata sulla qualificazione del rapporto partecipativo di Vivendi Sa in Telecom Italia (comunicazione 0106341 del 13 settembre 2017), riconoscendo in capo alla medesima Vivendi Sa l'esercizio del controllo di fatto su Telecom Italia ai sensi del codice civile, del Tuf e del Regolamento Consob in materia di operazioni con parti correlate, nell'ambito di un'istruttoria avviata su impulso dell'organo di controllo. In sintesi, la Commissione ha ritenuto che – a partire dall'assemblea ordinaria di Telecom del 4 maggio 2017 in cui dalla lista presentata da Vivendi è stata tratta la maggioranza dei componenti del consiglio di amministrazione di Telecom – il socio Vivendi «*dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria*» di Telecom, ai sensi del codice civile e del Tuf. La Commissione ha raggiunto tale conclusione alla luce dell'analisi delle assemblee dell'emittente degli ultimi anni e della composizione dell'azionariato, nonché tenendo conto delle indicazioni interpretative contenute nella comunicazione DEM/3074183 del 2003 in materia di controllo, avente ad oggetto i rapporti partecipativi all'epoca intercorrenti tra Pirelli Spa, Olimpia Spa e Olivetti Spa (ora Telecom), letti alla luce della novità del voto di lista per l'elezione dell'organo amministrativo delle società quotate.

La Commissione ha inoltre preso in considerazione, a ulteriore conferma della qualificazione della partecipazione detenuta da Vivendi in Telecom come di controllo, sia la comunicazione relativa all'avvio dell'attività di direzione e coordinamento da parte di Vivendi su Telecom, resa nota da Telecom nel mese di luglio 2017, sia una serie di elementi fattuali occorsi dopo la nomina della maggioranza degli amministratori, dai quali è emerso che il controllo è stato concretamente esercitato dal socio Vivendi.

Per quanto concerne la disciplina in materia di operazioni con parti correlate, la Commissione ha ritenuto che sussiste in capo a Vivendi il controllo di fatto su Telecom ai sensi del Regolamento Consob adottato in materia che individua il controllo, tra l'altro, nel «*potere di nominare o revocare la maggioranza dei componenti del consiglio di amministrazione o dell'equivalente organo di governo societario, e il controllo dell'entità è detenuto da quel consiglio o organo*» e nel «*potere di esercitare la maggioranza dei diritti di voto nelle sedute del consiglio di amministrazione*».

Con riferimento al più generale tema delle operazioni in potenziale conflitto di interessi, la Consob ha effettuato un'attività di monitoraggio di alcune operazioni che, pur non essendo con parti correlate, sono comunque influenzate da interessi in potenziale conflitto con quello della società coinvolta. In uno specifico caso, anche a seguito di apposita interlocuzione

tra l'Istituto e l'emittente, l'organo amministrativo di quest'ultimo ha deciso di estendere volontariamente i presidi previsti dal Regolamento parti correlate a un'operazione in potenziale conflitto di interessi.

Nel 2017 sono stati pubblicati complessivamente 63 documenti informativi per operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate. Si è trattato in prevalenza di operazioni di finanziamento o di trasferimento di *asset*, quali rami d'azienda, partecipazioni e immobili, che hanno coinvolto la società quotata e i suoi soci di riferimento (Tav. 40).

**Tav. 40 Documenti informativi su operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate pubblicati nel 2017 dalle società quotate italiane**

tipologia di operazione	controparte			totale
	amministratori / società riferibili ad amministratori	controllante / soci di riferimento	controllata / collegata	
contratti di fornitura, servizi, sponsorizzazione, investimento	1	8	--	9
finanziamento	2	18	7	27
operazioni sul capitale	--	6	1	7
trasferimento di <i>asset</i>	--	16	4	20
<i>totale</i>	<i>3</i>	<i>48</i>	<i>12</i>	<i>63</i>

Fonte: Consob.

La Commissione ha inoltre ricevuto nel 2017 informazioni in merito a 22 operazioni di maggiore rilevanza che, in quanto ordinarie e concluse a condizioni equivalenti a quelle di mercato o standard, sono state escluse dagli obblighi di pubblicazione di un documento informativo. Tali operazioni sono state compiute in prevalenza da società a medio-alta capitalizzazione e operanti nei settori finanziario e industriale. Tutte le operazioni ordinarie sono state realizzate con controparti riferibili ai soci di riferimento e, in circa tre casi su quattro, sono connesse all'attività operativa *core* della società, cioè alla fornitura di beni/servizi tipici per le imprese non industriali e ai finanziamenti per quelle bancarie.

L'attività di *enforcement* svolta dall'Istituto in materia di operazioni con parti correlate ha comportato l'avvio di nove procedimenti sanzionatori nei confronti di emittenti o di organi di controllo per violazione, rispettivamente, degli obblighi informativi connessi a operazioni con parti correlate e dei doveri di vigilanza dell'organo di controllo sulle medesime operazioni (in merito ai provvedimenti assunti nell'anno si veda il successivo Capitolo V 'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori').

## 6 La vigilanza sul governo societario e sugli organi di controllo interno

Nel 2017 la Commissione ha proseguito il monitoraggio dell'informativa resa al pubblico in materia di controlli interni, adesione al Codice di autodisciplina e remunerazioni degli amministratori esecutivi in società individuate per rappresentatività del mercato o di recente quotazione, avviato nel precedente biennio. Benché le *best practices* raccomandate dall'autodisciplina siano oggetto di diffusa adozione da parte degli emittenti, la trasparenza sulle relative modalità di attuazione presenta un grado di esaustività disomogeneo tra società quotate.

In linea con le evidenze emerse negli anni precedenti, l'area delle valutazioni sulla sussistenza del requisito di indipendenza in capo ai soggetti che ne hanno dichiarato il possesso e della relativa trasparenza nell'ambito delle relazioni sul governo societario presenta ampi margini di miglioramento. Tale conclusione rileva in particolare in presenza di relazioni di natura professionale o patrimoniale tra l'amministratore indipendente e l'emittente o soggetti a questo legati, delle quali occorre che gli organi sociali valutino la significatività.

L'accurata comunicazione agli organi competenti di tali relazioni da parte di ciascuno dei soggetti interessati, richiesta sia dalla legge sia dall'autodisciplina, è fondamentale per consentire lo svolgimento di una valutazione effettivamente informata della sussistenza dei requisiti di indipendenza.

Le valutazioni sulla sussistenza del requisito di indipendenza sono state oggetto dell'attività di vigilanza della Consob anche con riferimento ai componenti degli organi di controllo. Tale attività è risultata di particolare importanza per imprese in fase di quotazione, per le quali sono intervenuti avvicendamenti nella composizione degli organi di controllo dovuti alle dimissioni di soggetti che, alla luce delle relazioni in essere o pregresse con l'emittente o con l'azionista di riferimento, hanno rinunciato all'incarico di sindaco.

Anche la stagione assembleare 2017 è stata caratterizzata dalla crescente partecipazione degli investitori istituzionali, in particolare nelle società a più elevata capitalizzazione. Gli investitori istituzionali di maggiori dimensioni o con più spiccata vocazione di *stewardship* sono sempre più attivi nella diretta interlocuzione con le società, anche per i profili attinenti al governo societario. Il voto sulle politiche in materia di remunerazione ha negli ultimi cinque anni stimolato lo scrutinio dei sistemi di incentivazione di amministratori e *management* da parte degli investitori istituzionali, che sempre più esercitano l'*engagement* ricercando il dialogo con gli emittenti non solo in fase *pre*-assembleare ma anche in via strutturata e continuativa.

Inoltre, in misura crescente l'interesse degli investitori si estende all'approccio degli emittenti sulle tematiche sociali e ambientali. La migliore e più recente prassi degli emittenti di grandi dimensioni nel dialogo con gli investitori mostra, da un lato, l'affiancamento alle usuali funzioni di *investor relations* di strutture aziendali specializzate nelle tematiche di ESG (*environmental social governance*) e, dall'altro, l'attribuzione al presidente dell'organo amministrativo di un ruolo di alta supervisione delle relazioni con gli azionisti, a conferma della rilevanza strategica di tali attività. L'imminente applicazione delle nuove norme in materia di informazione non finanziaria, introdotte dal decreto legislativo 30 dicembre 2016, n. 254, accrescerà comparabilità e completezza delle informazioni fornite dagli emittenti sulle tematiche sociali e ambientali (si veda il successivo Capitolo VI 'L'attività regolamentare').

Il personale dell'Istituto ha preso parte, in qualità di mero uditore, ad alcune delle assemblee aventi ad oggetto rinnovi degli organi sociali, deliberazioni in materia di ricapitalizzazione e modifiche statutarie rilevanti per la *governance*. Tra queste ultime, si segnala l'adozione di modifiche statutarie volte a prevedere la facoltà per il consiglio di amministrazione uscente di presentare una lista di candidati per il rinnovo dell'organo amministrativo da parte di due emittenti a elevata capitalizzazione (Unicredit e Mediaset).

La presentazione di una lista da parte del consiglio di amministrazione uscente è una facoltà prevista negli statuti di 35 emittenti, in prevalenza a medio-alta capitalizzazione. La clausola in esame è con maggior frequenza presente negli statuti di emittenti neoquotati e di società con azionariato disperso (oltreché delle società privatizzate ai sensi della legge sulle privatizzazioni del 1994 che prevedeva tale facoltà). Tuttavia, in presenza di uno o più soci di riferimento, la presentazione di liste volte alla nomina della maggioranza degli amministratori rimane in concreto prerogativa dei soci, titolari del diritto di presentare liste ai sensi di legge. L'effettiva presentazione di liste da parte dell'organo amministrativo uscente è storicamente avvenuta in un numero molto limitato di società in cui, per via della polverizzazione dell'azionariato, il consiglio di amministrazione uscente ha svolto un ruolo suppletivo rispetto ai soci.

La ricognizione delle prassi statutarie in materia di voto di lista ha inoltre messo in luce l'esistenza di previsioni che possono disincentivare, rendendola più onerosa, la presentazione di liste da parte delle minoranze, ponendo particolari vincoli aggiuntivi in termini di composizione delle liste e numerosità dei candidati da indicarvi ai fini della loro valida presentazione. È stata pertanto richiamata l'attenzione degli organi sociali di alcuni emittenti in relazione alla presenza di tali clausole.

L'Istituto ha interloquuto con gli organi di controllo su tutte le aree del governo societario, per verificarne lo svolgimento dei compiti di vigilanza, anche in chiave preventiva e continuativa, e rendere più tempestiva la

rilevazione di criticità o di aree di miglioramento nella *governance* degli emittenti.

L'attività di vigilanza sull'adempimento da parte degli organi di controllo dei compiti di verifica sull'adeguatezza dei sistemi di controllo interno e sul rispetto dei principi di corretta amministrazione ha evidenziato alcune situazioni caratterizzate da significative carenze, talvolta accompagnate da violazioni dei principi di corretta amministrazione. In particolare, sono emersi profili di inadeguatezza della struttura organizzativa e di assenza di presidi di controllo sull'operato dei dirigenti apicali, in relazione alla mancanza di una puntuale definizione di ruoli, compiti e relative responsabilità nella gestione della società, che ha consentito ingerenze dei dirigenti di prima linea nei lavori degli organi sociali.

È stato inoltre riscontrato un caso di alterazione sistematica di dati inerenti all'attività tipica dell'emittente, resa possibile sia dall'inadeguatezza di processi e procedure aziendali sia dalla mancanza di approfondimenti da parte del comitato controllo e rischi e del collegio sindacale. Sotto quest'ultimo aspetto, sono state altresì riscontrate carenze sia delle procedure interne per gli acquisti e la fornitura di beni e servizi sia dei processi inerenti l'area commerciale.

Gli esiti dell'attività di vigilanza hanno portato in un caso all'avvio di un procedimento sanzionatorio nei confronti di un organo di controllo per violazione del dovere di vigilare sull'adeguatezza del sistema di controllo interno e sul rispetto dei principi di corretta amministrazione. In un altro caso, l'interlocuzione preventiva con l'organo di controllo ha portato a una più compiuta rappresentazione delle carenze del sistema di controllo interno rilevate dall'organo di controllo nella relazione sull'attività di vigilanza redatta ai sensi dell'art. 153 del Tuf per l'assemblea di approvazione del bilancio (in merito ai provvedimenti assunti nell'anno si veda il successivo Capitolo V 'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori').

Nel 2017 gli organi di controllo hanno effettuato 13 segnalazioni di irregolarità, riscontrate a seguito di propri accertamenti, relative al sistema di controllo interno, operazioni con parti correlate o altre operazioni societarie. L'interlocuzione sempre più proficua con gli organi di controllo testimonia un'accresciuta comprensione e un più efficace svolgimento dei compiti di vigilanza preventiva e continuativa sul rispetto delle regole.

In linea con il ruolo di vertice nel sistema dei controlli interni che il collegio sindacale è andato nel tempo assumendo, il d.lgs. 254/2016 ha attribuito a tale organo funzioni di vigilanza anche con riguardo al corretto adempimento dei nuovi obblighi di trasparenza in materia di informazioni non finanziarie, la cui prima applicazione è attesa con la pubblicazione delle relazioni finanziarie annuali relative all'esercizio 2017.

Anche in tale nuovo ambito, è compito dei sindaci vigilare sul rispetto delle disposizioni di legge previste in materia e, in particolare, sull'adeguatezza del sistema organizzativo, amministrativo e di rendicontazione e controllo predisposto dalle

società al fine di consentire una corretta e completa rappresentazione dell'attività di impresa, dei suoi risultati e dei suoi impatti con riguardo ai temi ambientali e sociali ritenuti rilevanti. L'interlocuzione con gli organi di controllo rivestirà una particolare importanza nella fase di prima applicazione dei nuovi compiti di vigilanza attribuiti ai sindaci.

Nell'ambito della vigilanza sull'applicazione della legge sulle quote di genere, la Commissione ha monitorato la composizione degli organi sociali quale risultante dal rinnovo assembleare e dalle variazioni nel continuo dovute a dimissioni di amministratori o sindaci. Nel 2017 non vi sono state violazioni dei criteri di riparto di genere tali da determinare l'adozione di provvedimenti di diffida da parte della Consob, essendo i disallineamenti temporanei nella composizione degli organi tempestivamente venuti meno con gli ordinari processi societari di sostituzione dei membri del genere meno rappresentato.

## 7 La vigilanza sulle società di revisione

A fine 2017 i soggetti che svolgono attività di revisione legale su enti di interesse pubblico (EIP) ed enti sottoposti a regime intermedio (ESRI) che, ai sensi della normativa vigente, ricadono sotto la vigilanza della Consob, sono 36 (33 nel 2016), ossia 26 società di revisione, due Federazioni delle Cooperative del Trentino Alto Adige e otto revisori persone fisiche. Gli incarichi su EIP ed ESRI risultano circa 1.450.

Il mercato della revisione si conferma fortemente concentrato: circa l'89 per cento degli incarichi di revisione legale dei conti annuali e consolidati degli emittenti con azioni quotate fa capo a quattro società di revisione di grandi dimensioni (le cosiddette *big four*), dato in lieve aumento rispetto all'88 per cento del precedente anno (Tav. 41).

Tav. 41 Distribuzione degli incarichi di revisione sui bilanci delle società quotate

	società di revisione legale							
	<i>big four</i>		società medie		società piccole		<i>totale</i>	
	numero incarichi	quota di mercato <sup>1</sup>	numero incarichi	quota di mercato <sup>1</sup>	numero incarichi	quota di mercato <sup>1</sup>	numero incarichi	quota di mercato <sup>1</sup>
2013	211	87	30	12	3	1	244	100
2014	207	86	26	11	8	3	241	100
2015	211	91	12	5	8	4	231	100
2016	203	88	23	10	4	2	230	100
2017	204	89	18	8	7	3	229	100

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Valori percentuali.

L'art. 16, paragrafo 3, comma 3, del Regolamento (UE) n. 537/2014, in materia di revisione legale dei conti di EIP, ha introdotto l'obbligo in capo alle autorità di vigilanza sui revisori di EIP degli Stati membri di pubblicare un elenco, da aggiornare con cadenza annuale, contenente informazioni sui revisori e sulle imprese di revisione legale che hanno registrato, nell'anno solare precedente, meno del 15 per cento del totale dei corrispettivi per la revisione da EIP nello Stato membro di riferimento. La previsione è finalizzata a evitare l'esclusione dalle procedure di selezione per il conferimento di incarichi di revisione su EIP dei soggetti che hanno registrato un fatturato da incarichi EIP non rilevante.

Nel febbraio del 2017 la Consob ha pubblicato per la prima volta nel proprio sito internet le informazioni relative alle quattro società di revisione (KPMG, PricewaterhouseCoopers, Ernst & Young e Deloitte & Touche) che hanno registrato, nell'anno 2016, un fatturato EIP superiore al 15 per cento del relativo fatturato nazionale, rinviando all'apposita sezione 'Revisione Legale' del sito del MEF per la consultazione dell'elenco di tutti gli altri revisori legali. Le medesime informazioni sono state confermate anche per l'anno 2017.

Il decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 39, consente alle parti, ove ricorrano i requisiti disciplinati dal decreto ministeriale 28 dicembre 2012, n. 261, di interrompere anticipatamente gli incarichi di revisione legale dei conti, utilizzando, oltre all'istituto della revoca per giusta causa (su iniziativa del soggetto revisionato), le dimissioni dall'incarico (a iniziativa del revisore legale) o la risoluzione consensuale del contratto di revisione.

Nel 2017 si è complessivamente registrato un significativo aumento dei casi di interruzione anticipata degli incarichi di revisione legale sui conti di EIP ed ESRI, passati da 71 nel 2016 a 105. Tale crescita è dovuta principalmente ai casi di risoluzione consensuale (Tav. 42).

In particolare, nel periodo considerato le revoche sono aumentate da 27 a 36, per lo più a causa della perdita dello *status* di EIP (principalmente per effetto dei rimborsi anticipati di titoli quotati da parte delle società di cartolarizzazione). I casi di risoluzione consensuale sono quasi raddoppiati (da 37 a 67), soprattutto a causa del cambio del soggetto controllante e del cambio del revisore di gruppo; a tal proposito si evidenzia una crescente tendenza alla scelta di un revisore unico nell'ambito dei gruppi. I casi di dimissioni volontarie sono diminuiti da sette a due e si riferiscono a situazioni sopravvenute in grado di compromettere l'indipendenza o l'idoneità a svolgere l'incarico di revisione.

Tav. 42 Tipologie di cessazione anticipata dell'incarico di revisione legale dei conti

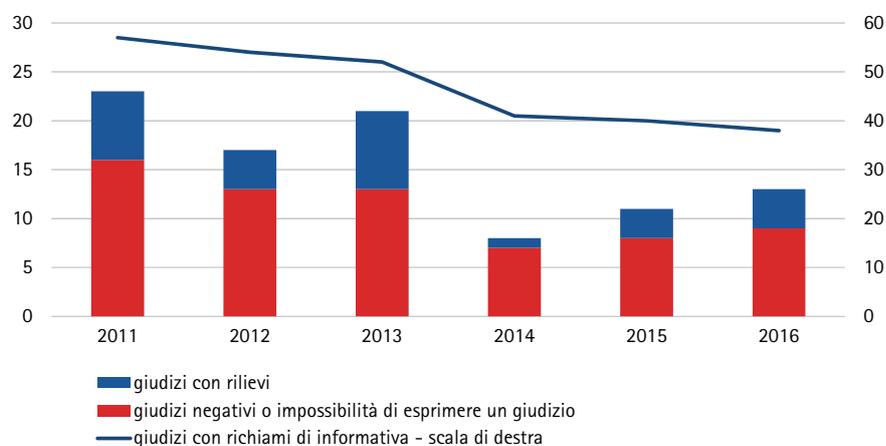
	revoca	risoluzione consensuale	dimissioni
2013	37	45	3
2014	32	16	6
2015	24	62	2
2016	27	37	7
2017	36	67	2
<i>di cui</i>			
<i>cambio del soggetto controllante</i>	3	41	
<i>cambio del revisore del gruppo</i>		9	
<i>cambiamenti all'interno del gruppo</i>		2	
<i>perdita/acquisizione dello status di ente di interesse pubblico</i>	32	6	
<i>situazione sopravvenuta idonea a compromettere l'indipendenza</i>		4	1
<i>sopravenuta insussistenza dell'obbligo di revisione legale per intervenuta carenza dei requisiti ex lege</i>	1		
<i>sopravenuta inidoneità a svolgere l'incarico per insufficienza mezzi propri</i>		1	1
<i>altro</i>		4	

Fonte: Consob.

Con riferimento ai giudizi espressi dalle società di revisione sui bilanci annuali e consolidati degli emittenti quotati italiani per l'esercizio 2016, si evince, rispetto all'esercizio precedente, un aumento marginale dei casi di impossibilità a esprimere un giudizio e di giudizi con rilievi nonché una lieve diminuzione dei giudizi con richiami di informativa (Fig. 10).

In particolare, i casi di impossibilità a esprimere un giudizio hanno riguardato nove società (rispetto alle otto nell'esercizio precedente), i giudizi con rilievi sono stati espressi per quattro emittenti quotati (tre sui bilanci 2015), mentre i richiami di informativa hanno riguardato 38 *opinion* (40 nel 2015). Per 16 di queste società (14 nel 2015) i richiami di informativa hanno evidenziato la presenza di significative incertezze in merito a eventi o circostanze in grado di compromettere la continuità aziendale (di cui nove casi coincidono con le società per le quali il revisore ha formulato anche un'impossibilità di esprimere un giudizio, mentre un caso è relativo a un giudizio con rilievi). Come accaduto negli ultimi tre esercizi, le società di revisione non hanno espresso giudizi negativi sui bilanci 2016.

**Fig. 10 Giudizi delle società di revisione sui bilanci delle società quotate in mercati regolamentati italiani**



Fonte: relazioni delle società di revisione. I dati riguardano diverse tipologie di giudizi o rilievi che possono essere riferiti anche a uno stesso emittente. Confronta Note metodologiche.

### *Vigilanza sui revisori: controlli di qualità e attività di enforcement*

Nel corso del 2017 l'attività di vigilanza è stata realizzata mediante interventi preventivi di controllo di qualità, finalizzati alla verifica dell'esistenza e della corretta applicazione di procedure di controllo interno adottate dalla società di revisione e all'esame di un campione di incarichi di *audit*.

In particolare, per una società di revisione di grandi dimensioni è stato trasmesso il report finale contenente gli esiti dei controlli di qualità svolti e le raccomandazioni da adottare entro termini stabiliti, la cui realizzazione ha costituito oggetto di monitoraggio nel corso dell'anno stesso. Le verifiche hanno avuto ad oggetto l'esame, anche tramite lo svolgimento di attività di *testing*, della conformità delle procedure di controllo di qualità adottate dalle società di revisione rispetto al Principio di revisione 220 e al Principio internazionale sul controllo della qualità ISQC Italia 1. Al riguardo, sono state sottoposte a verifica alcune aree procedurali che rappresentano presidi organizzativi chiave ai fini del miglioramento della qualità della revisione.

Le analisi delle suddette aree procedurali sono state svolte utilizzando la metodologia adottata anche dagli altri Stati membri 'Common Audit Inspection Methodology' (CAIM) nell'ambito del Committee of European Auditing Oversight Bodies (CEAOB), l'organismo di coordinamento dei regolatori europei (per le attività del Comitato, si veda il successivo Capitolo IX 'Le attività di supporto e la cooperazione internazionale').

Considerando la valutazione di complessiva adeguatezza dei modelli organizzativi e procedurali di cui si è dotata la società sottoposta a verifica, sono state rilevate talune carenze su aspetti connessi all'efficacia operativa dei presidi di controllo interno, con particolare riguardo alle procedure di valutazione e gestione dei rischi di indipendenza, anche in termini di *self-review*, derivanti dalla prestazione di servizi non *audit*. Ulteriori carenze hanno riguardato l'efficacia dei controlli, sia 'di linea' (*Engagement Quality Review*) sia successivi (*monitoring*), sullo svolgimento degli incarichi di revisione, nonché il processo di valutazione e remunerazione dei partner, con particolare riferimento alla valorizzazione in tale ambito di parametri legati alla qualità dei lavori.

Dalla *review* degli incarichi selezionati, svolta nell'ambito del suddetto controllo di qualità, è emersa l'esigenza di porre maggiore attenzione, nell'ambito della definizione dei programmi di lavoro, al collegamento tra i rischi significativi identificati e le procedure di revisione pianificate. In relazione alle procedure di revisione sulle stime contabili, è emersa inoltre l'esigenza di prestare maggiore attenzione alla documentazione delle valutazioni svolte dal revisore in ordine alle assunzioni alla base delle stime stesse.

Per altre due società di revisione, i cui report finali sul controllo di qualità erano già stati trasmessi nel corso dell'anno precedente, sono proseguite le verifiche degli adempimenti organizzativi e procedurali richiesti (*follow-up*). Inoltre, con riferimento a nove società di revisione di piccole e medie dimensioni, è in corso l'analisi della documentazione organizzativa e procedurale alla luce delle previsioni del citato principio sul controllo della qualità (ISQC Italia 1).

A seguito di una complessa attività di pianificazione, nel 2017 è stata avviata per la prima volta la cooperazione internazionale con l'autorità di vigilanza statunitense sui revisori (Public Company Accounting Oversight Board - PCAOB), mediante una *joint inspection* avente ad oggetto lo svolgimento di un controllo di qualità congiunto su una società di revisione di grandi dimensioni.

Nel corso dell'anno è stata svolta attività di *enforcement* su specifici casi, prevalentemente connessi alla revisione di bilanci bancari. In particolare, in esito agli accertamenti realizzati sulle modalità di esecuzione degli incarichi di revisione legale, sono stati avviati quattro procedimenti sanzionatori, di cui uno conclusosi nel dicembre 2017 con l'emanazione di un provvedimento nei confronti di una società di revisione in relazione ai lavori svolti su una banca.

Le irregolarità accertate in tale caso hanno interessato aspetti dell'attività di revisione attinenti alla pianificazione dell'incarico (Principi di revisione 300 e 320), nonché allo svolgimento dell'attività di revisione su importanti aree di bilancio. In particolare, con riferimento alle 'Attività finanziarie disponibili per la vendita', le censure hanno riguardato il processo di identificazione di rischi (Principio di revisione 315); in relazione ai 'Crediti verso la clientela', le censure hanno avuto ad oggetto la rilevazione e valutazione del disegno e dell'implementazione dei controlli, nonché le verifiche di dettaglio sulle posizioni selezionate e la documentazione del lavoro svolto (Principi di revisione 230, 315, 330, 500). Irregolarità sono state accertate anche in relazione alla voce 'Avviamento', con riferimento alle procedure di revisione svolte sulla ragionevolezza delle stime contabili (Principio di revisione 540) e, in relazione alla voce 'Azioni proprie', con riferimento alle procedure di verifica della *compliance* rispetto alle disposizioni normative (Principio di revisione 250).

Nell'ambito dell'attività di vigilanza svolta con riferimento ai controlli di qualità, agli *enforcement* nonché ai fini della cooperazione internazionale con altre autorità di vigilanza, sono state complessivamente effettuate nei confronti dei revisori legali 19 richieste di informazioni e/o audizioni (24 nel corso del 2016), esercitando i poteri assegnati dagli artt. 20 e 22 del d.lgs. 39/2010 e dell'art. 26 del Regolamento (UE) n. 537/2014.



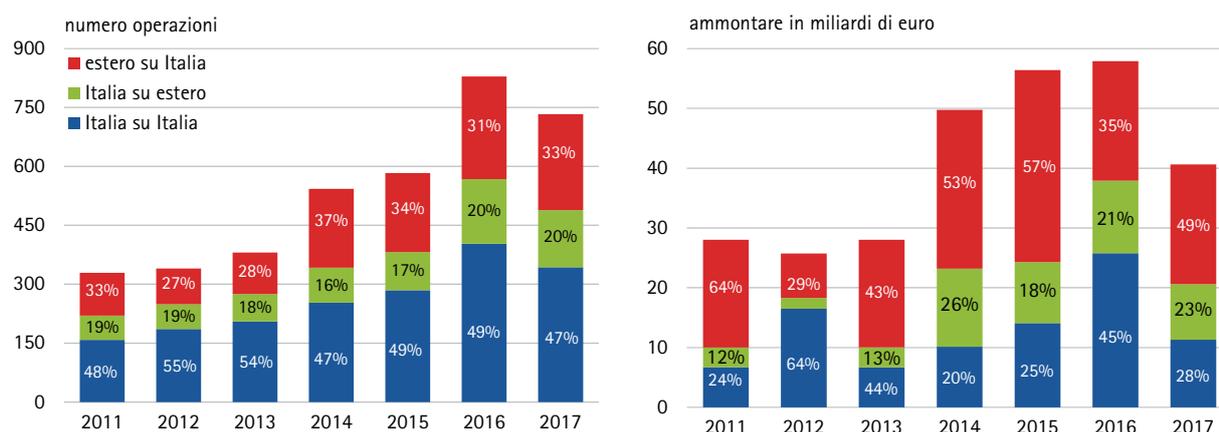
# La vigilanza su offerta al pubblico e informativa societaria III

## 1 La raccolta di capitale di rischio e le operazioni di finanza straordinaria

Nel 2017 le società italiane sono state interessate da 733 operazioni di fusione e acquisizione (M&A), per un controvalore complessivo pari a circa 41 miliardi di euro. Il dato evidenzia un calo rispetto ai valori massimi del 2016 (829 transazioni per 58 miliardi di euro), sebbene risulti nettamente superiore a quello degli investimenti nei precedenti cinque anni (Fig. 11).

La contrazione delle transazioni concluse sembra riconducibile alle peculiarità e alla complessità delle principali operazioni industriali di aggregazione e concentrazione avviate nel 2017 che ne hanno impedito la conclusione entro l'anno. Il calo riguarda principalmente gli investimenti italiani, in imprese sia nazionali (-56 per cento rispetto al 2016) sia straniere (-23 per cento), mentre l'interesse degli investitori esteri nei confronti delle imprese italiane appare sostanzialmente invariato.

Fig. 11 Operazioni di acquisizione e fusione relative a imprese italiane

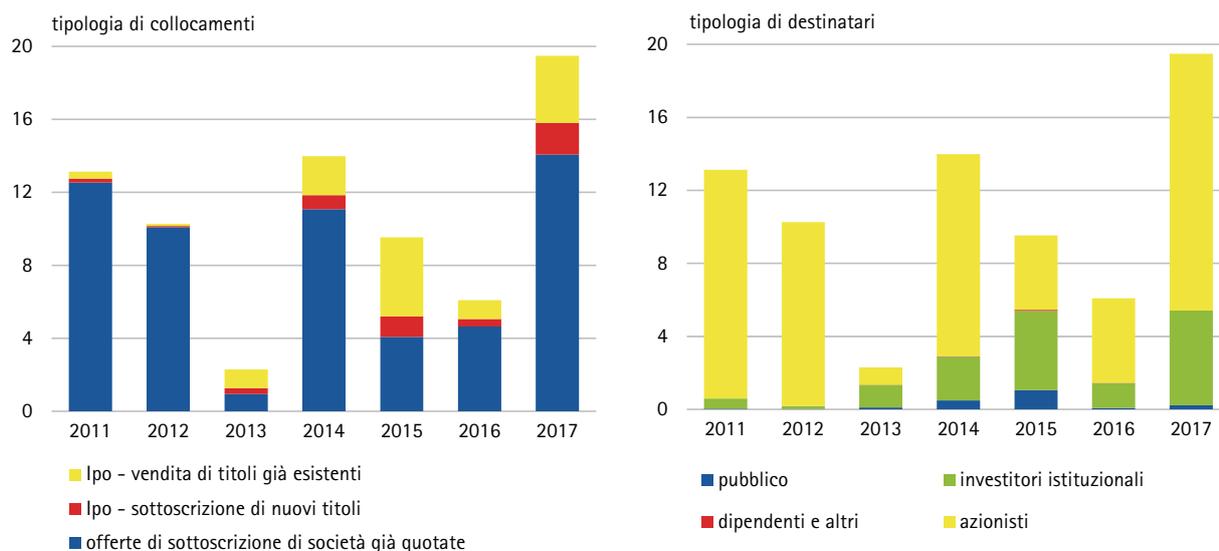


Fonte: KPMG.

La raccolta di risorse tramite collocamento sui mercati azionari di borsa ha registrato una sensibile crescita nel 2017, raggiungendo quasi 20 miliardi di euro (a fronte di circa sei miliardi nel 2016), riconducibile principalmente agli aumenti di capitale in opzione agli azionisti e in parte all'incremento delle offerte finalizzate alla quotazione (Fig. 12).

L'aumento di capitale di Unicredit (pari a 13 miliardi di controvalore) ha rappresentato il 67 per cento della raccolta totale (92 per cento dei soli aumenti di capitale). Il controvalore delle Ipo, dopo il rallentamento nel 2016, è tornato sui valori del 2015 attestandosi intorno ai 5,5 miliardi di euro, contribuendo alla raccolta complessiva per il 28 per cento (58 per cento nel 2015).

**Fig. 12 Collocamenti complessivi di azioni e obbligazioni convertibili quotate sul mercato italiano**  
(emissioni di nuovi titoli e vendita di titoli già esistenti; miliardi di euro)



Fonte: Borsa Italiana.

Nel 2017 l'andamento delle ammissioni a quotazione con collocamento ha mostrato segnali di ripresa. Le società italiane ammesse a quotazione sono più che raddoppiate, passando da 14 nel 2016 a 32, di cui sette sul Mercato Telematico Azionario (MTA), una sul Mercato degli Investment Vehicles (MIV) e 24 sull'AIM Italia - Mercato Alternativo del Capitale (Tav. 43).

L'operazione più rilevante è stata il ritorno sul listino di Pirelli & C, con una capitalizzazione *ante-offerta*, calcolata al prezzo di offerta, pari a 6,5 miliardi (68 per cento delle Ipo dell'anno) e un controvalore di 2,6 miliardi di euro (46 per cento del controvalore complessivo).

L'offerta globale, che ha portato sul mercato il 40 per cento del capitale (posto in vendita dall'azionista Marco Polo International Italy), è consistita in un collocamento rivolto agli investitori istituzionali italiani ed esteri (2,4 miliardi di euro) e in una *tranche* destinata al pubblico indistinto (0,2 miliardi, pari al 98 per cento della quota loro assegnata dalle Ipo 2017).

Risultano in aumento anche le società che nel corso dell'anno hanno scelto di chiedere l'ammissione a negoziazione sull'AIM Italia (24 a fronte di 11 nel 2016).

Rimane modesto il contributo delle neoquotate sull'AIM Italia in termini sia di capitalizzazione *ante-offerta* (quasi 700 milioni di euro, 7 per cento circa del totale), sia di risorse raccolte (1,3 miliardi di euro, 23 per cento del totale).

**Tav. 43 Offerte finalizzate all'ammissione a quotazione di titoli azionari da parte di società italiane**  
(valori monetari in milioni di euro)

	numero società	capitalizzazione <i>ante-offerta</i> <sup>1</sup>	controvalore offerta		totale	<i>peso sulla capitalizzazione post-offerta</i> <sup>2</sup>
			sottoscrizione	vendita		
2011	8	1.602	61	379	440	26,4
2012	6	602	71	113	184	29,6
2013	16	3.389	312	1.032	1.344	35,9
2014	26	6.865	765	2.175	2.940	38,5
2015	27	13.144	1.056	4.688	5.744	41,7
2016	14	2.826	417	1.026	1.443	44,5
2017	32	9.577	1.735	3.896	5.631	46,5

Fonte: Consob e Borsa Italiana. Confronta Note metodologiche. Sono incluse le offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sull'AIM Italia-MAC dal 2012 e sui singoli MTF nei periodi precedenti all'accorpamento, realizzate anche attraverso operazioni di *pre-booking* con aumento di capitale riservato. Sono inclusi i dati relativi al collocamento di Moncler in Giappone nel 2013 (68 milioni di euro circa), contestuale all'Ipo in Italia. <sup>1</sup> Capitalizzazione delle società ammesse a quotazione, calcolata sulla base del prezzo di offerta e del numero di azioni *ante-offerta*. <sup>2</sup> In rapporto alla capitalizzazione *post-quotazione*, misurata al prezzo di offerta. Valori in percentuale, ponderati per l'ammontare delle offerte.

Gli esiti delle offerte finalizzate alla quotazione confermano il consolidamento del ruolo degli investitori istituzionali, divenuti nel tempo i destinatari quasi esclusivi delle offerte stesse, con la quota assegnata al pubblico ridottasi a poco più del 4 per cento (in merito si veda anche il successivo paragrafo; Tav. 44).

**Tav. 44 Società italiane ammesse a quotazione: esiti delle offerte**

	quota assegnata <sup>1</sup>			<i>rapporto domanda/offerta</i> <sup>2</sup>	
	pubblico	investitori istituzionali	altri soggetti <sup>3</sup>	<i>offerta pubblica</i>	<i>offerta istituzionale</i>
2011	6,8	92,9	0,3	1,0	1,9
2012	10,0	90,0	--	6,2	16,5
2013	7,2	92,8	....	11,0	21,3
2014	17,3	82,7	--	3,9	3,2
2015	19,3	80,7	--	1,4	5,9
2016	5,4	94,6	--	2,4	7,8
2017	4,1	95,9	..	1,4	2,1

Fonte: Consob e Borsa Italiana. Confronta Note metodologiche. Sono incluse le offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sull'AIM Italia-MAC dal 2012 e sui singoli MTF nei periodi precedenti all'accorpamento, realizzate anche attraverso operazioni di *pre-booking* con aumento di capitale riservato. I dati relativi al collocamento di Moncler in Giappone nel 2013 (68 milioni di euro circa) sono inclusi nell'ambito della quota istituzionale. <sup>1</sup> Medie ponderate per il valore delle offerte; valori in percentuale. <sup>2</sup> Le medie del rapporto domanda/offerta sono calcolate con riferimento alle sole offerte in cui sono noti sia i dati della parte pubblica sia quelli della parte istituzionale. <sup>3</sup> Si tratta di soggetti nominativamente indicati ai quali viene riservato un certo ammontare di azioni anche in virtù di accordi precedenti alla quotazione.

## 2 La vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di strumenti azionari

Nel corso del 2017, la Consob ha approvato 15 prospetti di ammissione alle negoziazioni di titoli azionari (sia di società già quotate sia di società di nuova quotazione), sette prospetti di aumenti di capitale in opzione ai soci e due prospetti relativi a offerte di titoli non quotati di emittenti italiani. La Commissione ha inoltre emesso tre giudizi di equivalenza (Tav. 45).

**Tav. 45 Vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di strumenti azionari**  
(numero prospetti informativi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ammissione alle negoziazioni di titoli azionari <sup>1</sup>	7	2	5	10	16	13	15
di cui tramite offerta al pubblico	5	2	3	9	13	6	2
aumenti di capitale in opzione ai soci <sup>2</sup>	23	7	11	17	9	4	7
altre offerte <sup>3</sup>	--	1	1	--	--	--	--
offerte di titoli non quotati di emittenti italiani <sup>4</sup>	31	24	10	19	15	6	2
giudizi di equivalenza	6	7	6	2	4	5	3
<i>totale</i>	<i>67</i>	<i>41</i>	<i>33</i>	<i>48</i>	<i>44</i>	<i>28<sup>5</sup></i>	<i>26</i>

Fonte: Consob. <sup>1</sup> I dati riguardano le operazioni per le quali è stata concessa nel corso dell'anno l'approvazione del prospetto di ammissione alle negoziazioni. <sup>2</sup> Aumenti di capitale di società quotate (inclusi quelli con abbinati *warrant* e obbligazioni convertibili). <sup>3</sup> Il dato include offerte di vendita, pubbliche o private, o di sottoscrizione, non finalizzate all'ammissione a quotazione e i piani di *stock options* riservati ai dipendenti, mentre non comprende le offerte che hanno comportato il riconoscimento di prospetti esteri. <sup>4</sup> Sono inclusi i prospetti relativi a emittenti diffusi, a emittenti azioni non diffuse e a costituende banche; sono esclusi i prestiti obbligazionari, i *covered warrant* e *certificates* e le offerte riservate ai dipendenti. <sup>5</sup> Il totale non include tre documenti di registrazione ex art. 5, comma 5 del Regolamento Emittenti che, nel corso dell'anno, non sono stati completati dalla nota di sintesi e dalla nota informativa.

Tutte le operazioni di ammissione alle negoziazioni di titoli azionari sul mercato regolamentato si sono concluse favorevolmente. Di queste, sei erano finalizzate alla realizzazione di progetti di investimento industriale e di integrazione aziendale o di crescita per linee esterne e sono state effettuate sia attraverso aumenti di capitale in natura sia per il tramite di fusioni inverse che coinvolgevano SPAC quotate. I restanti nove casi si riferiscono a operazioni di prima ammissione e includono sette emittenti qualificabili come piccole e medie imprese (PMI) ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. *w-quater.1)* del Tuf, con ciò segnalando l'interesse per il mercato azionario da parte delle società domestiche.

Come anticipato nel paragrafo precedente, l'offerta pubblica iniziale più rilevante è stata quella di Pirelli & C, con una raccolta di oltre due miliardi di euro. Le altre otto operazioni sono riferibili a mera ammissione alle negoziazioni riguardanti, nella maggior parte dei casi, offerte destinate esclusivamente agli investitori istituzionali.

In particolare, sette emittenti (Unieuro, Farmafactoring, Indel B, doBank, GIMA TT, Gamenet e Space 4) hanno preferito tale strategia di quotazione al fine di reperire fonti di finanziamento più stabili rispetto a quelle ottenibili presso il pubblico degli investitori *retail*. In un caso (Lu-Ve), invece, il prospetto di quotazione ha solo

accompagnato il passaggio da un sistema multilaterale di negoziazione (AIM Italia) al mercato regolamentato (MTA), consentendo alla società di beneficiare di una più elevata liquidità del titolo e di una maggiore visibilità sui mercati nazionali e internazionali.

Con riferimento agli aumenti di capitale in opzione ai soci, la Commissione ha esaminato operazioni di ricapitalizzazione di emittenti in situazione di grave tensione finanziaria (Il Sole 24 Ore, Carraro, Pininfarina, Industria e Innovazione) realizzate nell'ambito di progetti di ristrutturazione del debito e di risanamento aziendale, anche tramite l'ingresso nel capitale di nuovi soci finanziatori o di nuovi *asset* aziendali.

Particolarmente degna di rilievo risulta l'operazione di ricapitalizzazione de Il Sole 24 Ore Spa occorsa nel mese di ottobre 2017. Tale operazione appare caratterizzata da una pluralità di profili di attenzione per gli azionisti e per gli investitori, sia per la complessità del processo di risanamento del Gruppo Sole 24 Ore sia per le peculiari situazioni di criticità del contesto aziendale alla data del prospetto informativo.

Sono inoltre proseguite rilevanti operazioni di ricapitalizzazione di emittenti bancari quotati (Banca Carige, UBI Banca e Unicredit) anche in ottemperanza alle richieste della Banca centrale europea.

Rispetto agli anni precedenti, si è ridotto il numero delle offerte di titoli non quotati di emittenti italiani. Nel corso dell'anno sono stati approvati un solo prospetto di offerta al pubblico di una banca non quotata, destinata all'allargamento della propria base sociale, e un solo prospetto di offerta al pubblico finalizzata alla costituzione di una nuova banca.

Il dato risente delle criticità che hanno caratterizzato il settore bancario negli ultimi anni e che hanno orientato gli emittenti verso operazioni di riassetto organizzativo e operativo, come aggregazioni e cessioni di esposizioni deteriorate (si veda il successivo paragrafo 4).

Nel corso del 2017 è stato anche emesso un provvedimento di diniego di approvazione dei prospetti informativi riferibili a una società del settore energetico e relativi a una prima *tranche* di strumenti finanziari partecipativi di natura obbligazionaria, da offrire e quotare sul MOT, e a una seconda *tranche* da offrire in scambio ai possessori di azioni ordinarie emesse da un'altra società del medesimo settore.

Tale diniego è stato motivato dalla circostanza che i prospetti in esame sarebbero stati utilizzati nel contesto dell'offerta pubblica di scambio fra strumenti partecipativi obbligazionari della prima società e azioni ordinarie della seconda società, sospesa dalla Commissione in seguito al fondato sospetto di violazione della normativa Opa. Considerando la stretta connessione fra i diversi procedimenti e l'incompatibilità fra la tempistica dell'istruttoria sulle violazioni ipotizzate e quella delle istruttorie di approvazione dei prospetti, la Commissione ha negato l'approvazione dei suddetti prospetti con delibera 20081 del 26 luglio 2017.

### 3 La vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di strumenti *non-equity*

Con riferimento all'attività di vigilanza sulla completezza, coerenza e comprensibilità dell'informativa resa nei prospetti riguardanti strumenti finanziari comunitari *non-equity*, nel corso del 2017 la Consob ha approvato 550 prospetti, di cui 86 riferibili a prestiti obbligazionari, 417 a Oicr, 43 a *covered warrant* e *certificates* e quattro relativi all'ammissione a quotazione di *warrant* (Tav. 46).

**Tav. 46 Vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di strumenti *non-equity***  
(numero prospetti informativi)

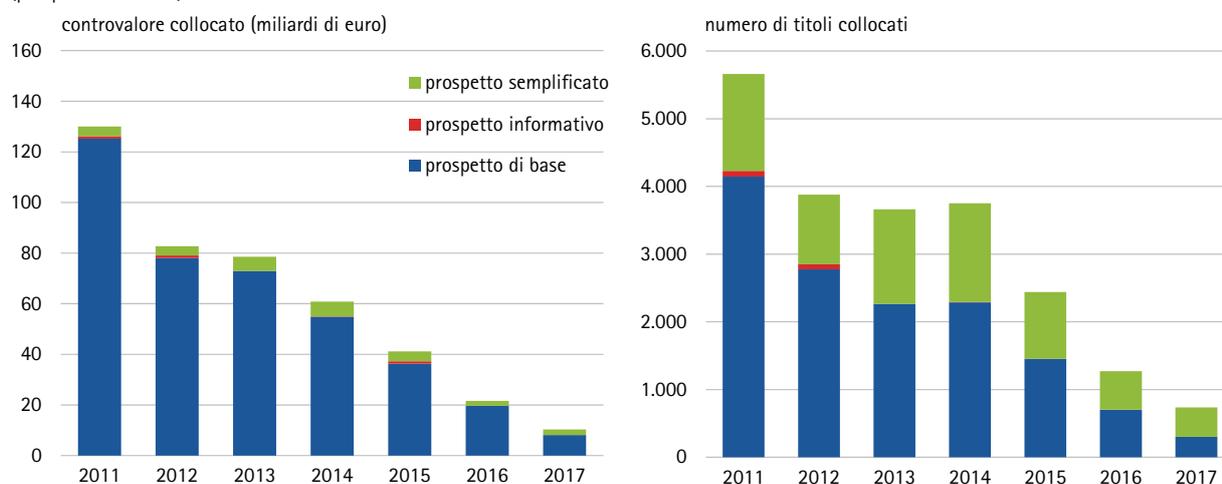
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
prestiti obbligazionari	777	535	517	313	272	146	86
di cui: <i>prospetti base</i>	416	286	196	148	117	58	30
<i>prospetti informativi</i>	14	7	3	8	8	3	1
<i>documenti di registrazione e supplementi</i>	347	242	327	157	147	85	55
<i>covered warrant</i> <sup>1</sup> e <i>certificates</i>	66	52	104	58	33	46	43
ammissione a quotazione di <i>warrant</i>	--	--	--	1	1	--	4
Oicr <sup>2</sup>	330	415	478	537	424	412	417
<i>totale</i>	<i>1.173</i>	<i>1.002</i>	<i>1.009</i>	<i>909</i>	<i>730</i>	<i>604</i>	<i>550</i>

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Numero di prospetti approvati nel corso dell'anno, ognuno dei quali normalmente riguarda l'emissione di più serie di *covered warrant* (nel corso del 2017 sono stati emessi circa 4.740 *covered warrants*, tutti oggetto di diretta ammissione alle negoziazioni presso mercati regolamentati, e 665 *certificates*). Il totale include 19 prospetti di base, tre documenti di registrazione e 21 supplementi. <sup>2</sup> Il dato comprende le offerte al pubblico di quote di fondi comuni e di azioni di Sicav, le ammissioni a quotazione di quote di partecipazione in fondi chiusi italiani e di strumenti finanziari emessi da società di gestione di diritto estero. Il dato include anche le commercializzazioni di nuovi comparti di Oicr esteri armonizzati. Si segnala che: i) a partire dal 1° luglio 2009 la pubblicazione di prospetti di Oicr italiani aperti non è più soggetta ad autorizzazione preventiva; ii) dal 1° luglio 2011 è entrata in vigore la nuova procedura di notifica tra l'autorità dello Stato membro d'origine e la Consob prevista dall'art. 93 della Direttiva 2009/65/CE e dal Regolamento (UE) n. 584/2010.

Con riguardo ai prodotti finanziari *non-equity* collocati da istituti di credito, nel corso del 2017 (a valere su prospetti domestici relativi anche all'anno precedente) si conferma la progressiva riduzione sia dei volumi (circa 10,3 miliardi di euro a fronte di più del doppio nel 2016), sia del numero di titoli offerti (circa 740 a fronte di poco più di 1.270 nel 2016; Fig. 13).

La riduzione dei controvalori collocati interessa esclusivamente le offerte sottoposte al regime ordinario di cui agli artt. 94 e ss. del Tuf, ossia le offerte a valere su prospetti sottoposti alla preventiva approvazione della Consob. Risultano, invece, sostanzialmente stabili rispetto all'anno precedente i volumi collocati relativi alle offerte rientranti nel regime semplificato di cui all'art. 34-ter, comma 4 del Regolamento Emittenti, che non sono oggetto né di approvazione né di deposito presso l'Istituto. In termini di numero di titoli collocati gli emittenti hanno segnalato 302 offerte effettuate a valere su prospetti approvati dall'Istituto (circa 704 nel 2016) e 436 offerte tramite prospetti semplificati (circa 570 nel 2016).

**Fig. 13 Offerte di obbligazioni, *certificates* e *covered warrants* di banche per tipologia di documento**  
(prospetti domestici)

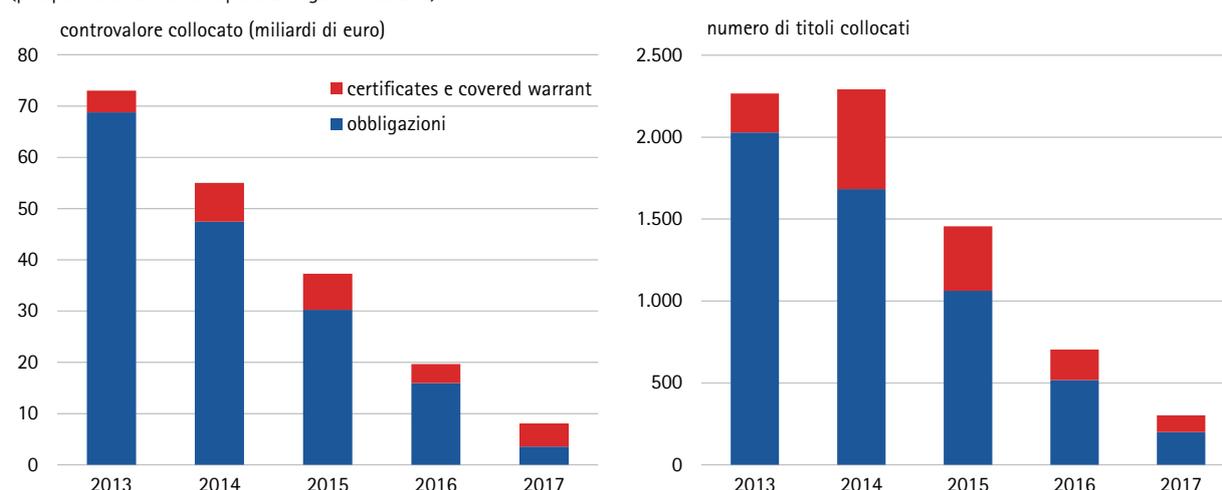


Fonte: Consob.

Nell'ambito delle offerte sottoposte al regime ordinario, la riduzione del controvalore collocato ha riguardato solo il comparto obbligazionario (i cui volumi si sono portati a circa 3,5 miliardi di euro) registrando una flessione del 78 per cento circa rispetto all'anno precedente (Fig. 14).

Per contro, nello stesso periodo, il controvalore collocato degli strumenti finanziari derivati cartolarizzati quali i *certificates* è cresciuto di oltre il 22 per cento, attestandosi a circa 4,5 miliardi di euro e superando in tal modo per la prima volta i volumi collocati dei prestiti obbligazionari.

**Fig. 14 Offerte di obbligazioni, *certificates* e *covered warrant* di banche per tipologia di strumento**  
(prospetti domestici sottoposti al regime ordinario)

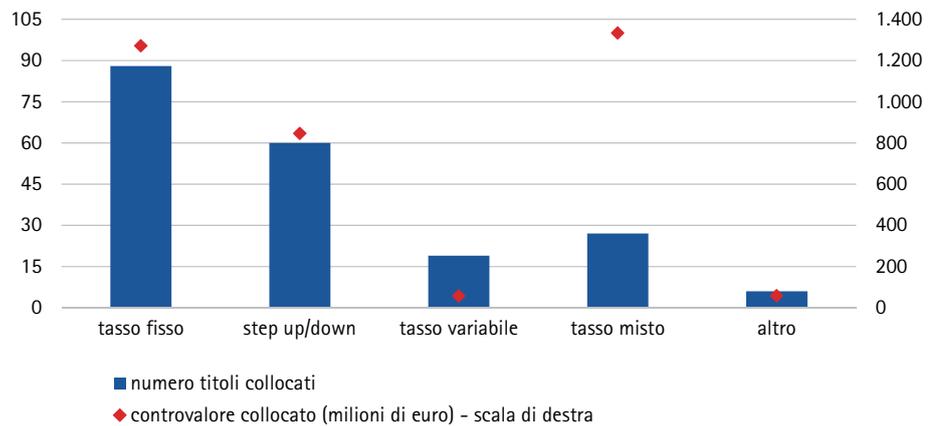


Fonte: Consob. I dati si riferiscono alle offerte sottoposte al regime ordinario di cui agli artt. 94 e ss. del Tuf.

In merito alla struttura finanziaria dei prestiti obbligazionari di emittenti bancari, in continuità con le evidenze dell'anno precedente, in termini numerici prevalgono le emissioni caratterizzate da tassi predeterminati (a tasso fisso e *step up/step down*). In termini di volumi

effettivamente collocati, invece, la quota maggiore è riferibile alle obbligazioni a tasso misto, corrispondenti a poco più di un terzo del totale. Si rileva inoltre l'assenza di offerte al pubblico aventi ad oggetto obbligazioni subordinate (Fig. 15).

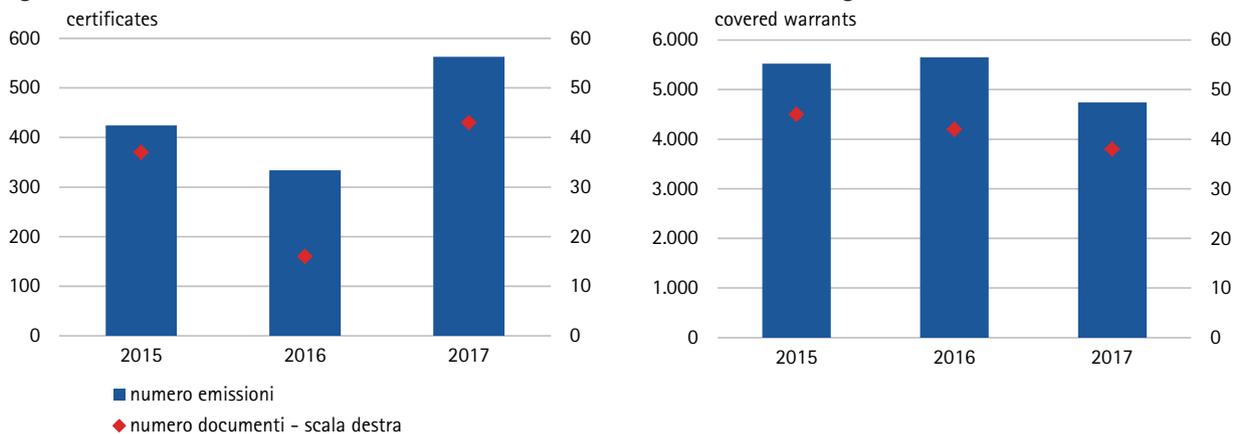
**Fig. 15 Offerte al pubblico di obbligazioni bancarie a valere su prospetti approvati dalla Consob per tipologia di struttura finanziaria**



Fonte: Consob. La categoria 'altro' include titoli obbligazionari a tasso variabile con *cap/floor*, titoli a tasso misto con *cap/floor*, titoli strutturati e zero coupon.

Con riferimento a *certificates* e *covered warrants*, prevalentemente oggetto di diretta ammissione alle negoziazioni presso il relativo mercato di negoziazione, le emissioni evidenziano nel complesso una flessione rispetto al 2016 (Fig. 16).

**Fig. 16 *Certificates* e *covered warrant* di banche italiane ammessi direttamente a negoziazione**



Fonte: Consob. Per il 2017 il dato si riferisce al periodo 1° gennaio - 24 novembre, data a partire dalla quale il SeDeX ha cessato di essere un mercato regolamentato.

Tale flessione appare riconducibile alla riduzione registrata nel segmento dei *covered warrants* (solo parzialmente mitigata da un incremento relativo al segmento dei *certificates*) ed è imputabile anche alla trasformazione del SeDeX in sistema multilaterale di negoziazione a fine novembre 2017 (per le implicazioni in materia di disciplina dei prospetti e dei servizi di investimento, si veda il Riquadro 4).

## Riquadro 4

### L'avvio dell'MTF SeDeX e la disciplina dell'offerta al pubblico e dei servizi di investimento

A seguito della chiusura del mercato regolamentato SeDeX e del contestuale avvio del nuovo sistema multilaterale di negoziazione (MTF) SeDeX, tutti gli strumenti negoziati nel mercato regolamentato al 24 novembre 2017 sono stati ammessi alle negoziazioni sull'MTF a partire dal 27 novembre 2017. Tale migrazione ha comportato conseguenze in materia di disciplina dei prospetti e dei servizi di investimento. In data 22 novembre 2017 la Consob ha pubblicato un richiamo di attenzione rivolto agli emittenti in merito alla necessità che i prospetti di base in corso di validità approvati dalla Consob venissero aggiornati mediante apposito supplemento volto a dare atto della trasformazione del SeDeX in MTF.

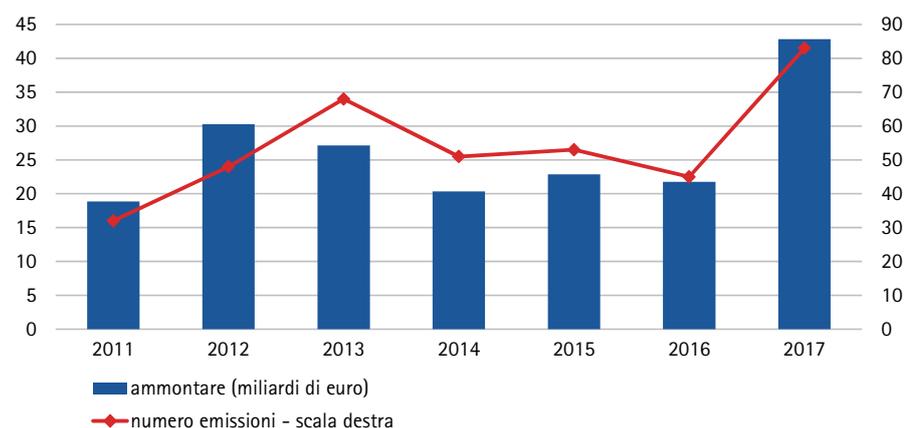
Con particolare riferimento alle operazioni di diretta ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari su un MTF senza preventiva offerta al pubblico, il richiamo di attenzione evidenzia che, secondo la disciplina in essere nonché quella di prossima applicazione contenuta nel Regolamento (UE) 2017/1129, la mera ammissione alle negoziazioni di titoli in un qualsiasi sistema multilaterale di negoziazione non richiede né la preventiva approvazione di un prospetto di quotazione (non trattandosi di un mercato regolamentato) né di un prospetto d'offerta. Tuttavia, la disciplina dell'offerta al pubblico, e conseguentemente l'obbligo di pubblicazione di un prospetto, trova applicazione laddove l'operazione di ammissione alle negoziazioni su un MTF sia accompagnata dalla diffusione, da parte dell'emittente/offrente, di una comunicazione rivolta al pubblico che configuri un'offerta al pubblico secondo la definizione fornita dall'art. 1, c. 1, lett. t) del Tuf.

A questo proposito il richiamo di attenzione fa riferimento anche alla comunicazione Consob 11021864 del 24 marzo 2011, in materia di 'messaggi pubblicitari relativi a offerte al pubblico e/o ammissione alle negoziazioni su di un mercato regolamentato di prodotti finanziari *non-equity*', ove si precisa che, con riferimento a operazioni di ammissione alle negoziazioni senza preventivo collocamento, 'anche la diffusione di messaggi promozionali finalizzati alla vendita o sottoscrizione di prodotti finanziari, pur se effettuata in assenza di collocamento tramite soggetti abilitati, può essere considerata, ricorrendone i presupposti, un'offerta al pubblico'. Il richiamo di attenzione fornisce in merito un'ulteriore precisazione segnalando che anche la mera indicazione di criteri predeterminati e oggettivi di definizione del prezzo di offerta è compatibile con la riconducibilità di una fattispecie concreta alla disciplina dell'offerta al pubblico.

Per quanto concerne invece le implicazioni in materia di prestazione di servizi di investimento derivanti dal mutamento di *status* della piattaforma di negoziazione e con specifico riferimento alle regole di *best execution*, la Consob ha richiamato gli operatori aderenti al nuovo MTF a una valutazione dell'incidenza sulle proprie *execution policy* delle modifiche conseguenti alla trasformazione della sede di esecuzione.

Nel 2017 il mercato obbligazionario delle società non finanziarie ha mostrato segnali di ripresa dopo un triennio di sostanziale stabilità. Il numero di emissioni *corporate* ha registrato un incremento pari a oltre l'80 per cento, per un volume complessivo pari a 43 miliardi di euro (a fronte di 22 miliardi nel 2016; (Fig. 17).

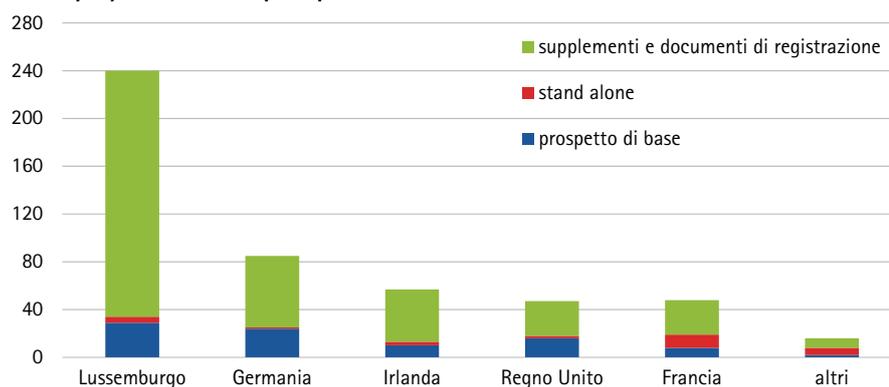
**Fig. 17 Emissione di obbligazioni di società non finanziarie**



Fonte: elaborazioni su dati Dealogic.

Nel corso del 2017 la Consob ha verificato la completezza documentale e la regolarità del certificato di approvazione di 493 documenti approvati da autorità dell'Unione europea e da queste notificati alla Consob, ai sensi della Direttiva 2003/71/CE (Direttiva Prospetto). Tali documenti sono costituiti da 89 prospetti di base, 28 prospetti informativi e 376 supplementi (517 nel 2016; Fig. 18).

**Fig. 18 Offerta al pubblico e/o ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari non-equity - documenti 'passaportati'**



Fonte: Consob. La categoria 'altri' include Olanda, Austria e Liechtenstein.

Nel corso del 2017 sette soggetti (sei nel 2016) sono stati autorizzati a procedere a dieci emissioni dei cosiddetti Titoli di Risparmio per l'Economia Meridionale, nei limiti di quanto previamente comunicato (sei soggetti e nove emissioni nel 2016).

Al 9 marzo 2018 il controvalore collocato si attesta a 74,2 milioni di euro, in calo rispetto agli 89 milioni del 2016. In merito alla distribuzione territoriale, si segnala che cinque emittenti hanno sede in Campania, uno in Sicilia e uno in Puglia.

## 4 La vigilanza sull'informazione societaria

Nel corso dell'anno la Commissione ha condotto le consuete attività di vigilanza sull'informativa societaria e sugli assetti proprietari, formulando 539 richieste di informazioni ai sensi dell'art. 115 del Tuf e 28 richieste di pubblicazione di dati e notizie ai sensi dell'art. 114 del Tuf (Tav. 47).

È stata altresì richiesta ai soggetti abilitati, ai sensi dell'art. 69-*novies*, comma 2, del Regolamento Emittenti, la pubblicazione di quattro raccomandazioni di investimento (11 nel 2016), tutte prodotte da intermediari esteri con succursale in Italia, in presenza della diffusione sul mercato di notizie e indiscrezioni sul loro contenuto che hanno determinato un quadro informativo non corretto per gli investitori e una sensibile variazione del prezzo e/o delle negoziazioni degli strumenti finanziari oggetto delle raccomandazioni stesse. L'Istituto ha inoltre inviato tre lettere di richiamo e ha avviato un procedimento di impugnativa di bilancio e un procedimento di non conformità ex art. 154-*ter*, comma 7 del Tuf.

In dieci casi la Commissione ha ritenuto di procedere alla segnalazione all'Autorità Giudiziaria di fatti accertati nello svolgimento della propria attività, potenzialmente rilevanti sotto il profilo penale.

Nel corso dell'anno la Commissione ha ricevuto, inoltre, 260 comunicazioni di ritardo nella diffusione di informazioni privilegiate ai sensi dell'art. 17, comma 4, del Regolamento (UE) n. 596/2014 (Market Abuse Regulation - MAR) e quattro richieste di autorizzazione a ritardare la pubblicazione di informazioni privilegiate ai sensi dell'art. 17, comma 5 del Regolamento MAR (le prime dall'entrata in vigore della normativa).

Al riguardo si rammenta che l'istituto del ritardo di cui all'art. 17, comma 4 del Regolamento MAR ha portata generale e assolve esclusivamente alla funzione di salvaguardare 'i legittimi interessi' dell'emittente. Il ricorso all'istituto del ritardo previsto dall'art. 17, comma 5 è riservato, invece, agli enti creditizi e agli istituti finanziari ed è dettato non solo da esigenze di stabilità del singolo emittente, ma anche – e soprattutto – dal superiore interesse pubblico alla stabilità del sistema finanziario nel suo complesso; in questo caso, infatti, uno dei presupposti per comunicare il ritardo è rappresentato da un «*problema temporaneo di liquidità e, in particolare, [dal]la necessità di ricevere assistenza temporanea di liquidità da una banca centrale o da un prestatore di ultima istanza*».

**Tav. 47 Vigilanza sull'informativa societaria e sugli assetti proprietari**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
richieste di informazioni <i>ex art. 115 Tuf</i> <sup>1</sup>	611	570	691	633	502	448	539
richieste di pubblicazione di dati e notizie <i>ex art. 114 Tuf</i> <sup>2</sup>	129	128	171	106	89	65	28
esoneri dalla comunicazione di dati e notizie <i>ex art. 114, comma 6, Tuf</i>	9	1	17	5	--	--	--
ritardi nella comunicazione di dati e notizie <i>ex art. 114, comma 3, Tuf</i>	4	6	13	--	3	--	--
richieste di pubblicazione immediata di raccomandazioni in presenza di <i>rumours ex art. 69-novies</i> Regolamento Emittenti	2	--	9	29	14	11	4
ritardo di diffusione di informazioni privilegiate, <i>ex art. 17, comma 4 e comma 5 del Regolamento MAR</i>	--	--	--	--	--	70	264
lettere di richiamo	--	--	2	10	6	3	3
impugnative di bilancio	--	1	1	1	--	--	1
procedimenti di non conformità <i>ex art. 154-ter, comma 7, Tuf</i>	--	10	5	5	2	1	1
segnalazioni all'Autorità Giudiziaria	3	8	13	18	8	22	10

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Il dato comprende anche le richieste di informazioni sull'azionariato. Il dato relativo al 2014 include le richieste effettuate nell'ambito di istruttorie finalizzate all'approvazione di documenti di Opa/Ops. <sup>2</sup> Il dato del 2012 comprende anche una richiesta di integrazione di documenti informativi relativi a operazioni con parti correlate.

Le informazioni oggetto delle comunicazioni di ritardo ai sensi dell'art. 17, comma 4, Regolamento MAR sono giunte da emittenti quotati sull'MTA (80 per cento del totale), MIV (2 per cento) o aventi strumenti finanziari scambiati su sistemi multilaterali di negoziazione (18 per cento) e si riferivano prevalentemente a: operazioni straordinarie, tra cui acquisti, cessioni, aumenti di capitale, fusioni, scissioni (59 per cento dei casi); approvazione di dati contabili/finanziari (13 per cento dei casi); variazioni nella *governance* derivanti, ad esempio, da dimissioni e nomine di figure apicali, mutamenti degli assetti organizzativi e proprietari (6 per cento dei casi); offerta/rimborso di titoli obbligazionari (6 per cento dei casi). In 33 casi la Commissione ha chiesto di integrare la comunicazione di ritardo con le informazioni mancanti.

L'istituto del ritardo *ex art.17, comma 4, del Regolamento MAR* si estende anche alle società con azioni negoziate sull'AIM Italia e altri sistemi multilaterali di negoziazione. Con riferimento a queste società, e in particolare a quelle con azioni negoziate sull'AIM Italia, sono state svolte istruttorie per verificare la corretta applicazione della disciplina del ritardo, ivi compresa un'attività di monitoraggio dell'operato dei NomAd (*Nominated Advisor*) nel supporto offerto a queste società per gli adempimenti specifici connessi alla disciplina.

Le quattro richieste di autorizzazione a ritardare la pubblicazione di informazioni privilegiate ai sensi dell'art. 17, comma 5, Regolamento MAR si riferivano a situazioni di forte tensione finanziaria, piani di risanamento e ricorso a finanziamenti di ultima istanza.

L'applicazione concreta della norma ha sollevato un dibattito sul tema del contemperamento tra esigenze di trasparenza nei confronti degli investitori e istanze di salvaguardia della stabilità del sistema finanziario; essa ha altresì comportato proficui scambi di informazioni a livello formale e informale con la Banca d'Italia, autorità competente in ambito macro-prudenziale. Dal lato degli emittenti, sono

state talvolta riscontrate alcune difficoltà a definire il tipo di impatto, sistemico o meno, delle notizie oggetto di ritardo; tale valutazione infatti si aggiunge e va interpretata alla luce di quella relativa alla *price sensitivity* della notizia medesima.

La celerità dei processi a cui le informazioni afferiscono ha richiesto reazioni immediate da parte dell'Istituto, con il coinvolgimento attivo di diversi livelli operativi e decisionali. Le evoluzioni cui questo genere di informazioni è soggetto hanno inoltre implicato una costante rivalutazione nel tempo della posizione espressa dall'Istituto, specialmente nel caso di eventuale diffusione di indiscrezioni aventi ad oggetto le informazioni ritardate.

Nel corso del 2017 sono stati avviati complessivamente cinque procedimenti sanzionatori per violazioni della disciplina sulla diffusione dell'informativa *price-sensitive* al pubblico. Con riferimento alla disciplina sulle operazioni effettuate dal *management* su titoli delle società gestite (cosiddetto *internal dealing*), ora regolata dall'art. 19 del Regolamento MAR (soggetti che esercitano funzioni di amministrazione, controllo e direzione nell'emittente e persone strettamente associate) e dall'art. 152-*octies* del Regolamento Emittenti (soggetti rilevanti), a conclusione delle abituali verifiche sulla completezza e tempestività delle comunicazioni al pubblico, sono stati avviati due procedimenti sanzionatori nei confronti di altrettante persone fisiche, consiglieri di emittenti quotati, per l'omessa/differita informativa di operazioni di compravendita su titoli dell'emittente effettuate in proprio o da persona strettamente collegata (per i procedimenti conclusi e le sanzioni deliberate si veda il successivo Capitolo V 'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori').

#### 4.1 L'informazione contabile

La vigilanza sull'informativa finanziaria e contabile delle società quotate è svolta su base campionaria, come previsto dagli articoli 118-*bis* del Tuf e 89-*quater* del Regolamento Emittenti e coerentemente con i principi emanati in materia dall'ESMA (*Guidelines on enforcement of financial information*).

Come di consueto, con il documento *European common enforcement priorities for 2016 financial statements* del 28 ottobre 2016 (ESMA/2016/1528), l'ESMA ha indicato alcune priorità di vigilanza per i bilanci 2016, riprese nella comunicazione Consob 0031948/17 del 10 marzo 2017. In coerenza con tali priorità la Commissione ha proceduto a determinare i parametri per l'individuazione della parte di campione *risk based*, di cui al comma 3 dell'art. 89-*quater* del Regolamento Emittenti.

L'ESMA ha posto l'attenzione sulla necessità di fornire una *disclosure* esaustiva in relazione al risultato economico, evidenziando la circostanza che tutte le informazioni riportate nei bilanci, anche quelle ulteriori rispetto a quanto previsto dagli IAS, siano in linea con lo IAS 1 e siano, comunque, calcolate ed esposte in

maniera neutrale, senza cioè eliminare ovvero attenuare le indicazioni negative riferite ai risultati conseguiti.

L'ESMA ha, in particolare, evidenziato come raramente possano essere presentate come 'non ricorrenti' componenti di reddito già rilevate in periodi precedenti. Al riguardo, la Consob, nella propria comunicazione del 10 marzo 2017, ha richiamato l'attenzione degli emittenti affinché: i) nel denominare le componenti economiche come 'non ricorrenti', si applichino chiari e specifici criteri nella distinzione delle voci 'ricorrenti' e 'non ricorrenti' e ii) si fornisca un'adeguata informativa nelle note al bilancio quando sono presentate significative componenti 'non ricorrenti'.

L'ESMA ha inoltre evidenziato, quale priorità comune di vigilanza, la corretta classificazione degli strumenti finanziari che hanno caratteristiche di debito e di *equity*. Al riguardo, la Consob, nella propria comunicazione del 10 marzo 2017, ha sottolineato l'importanza di fornire un'adeguata informativa in merito agli strumenti finanziari rappresentativi di capitale che prevedono un obbligo di natura economica a effettuare pagamenti, tenuto conto che tali obblighi, quando riferiti a uno specifico pagamento (ad esempio, interessi, dividendi, rimborso di rate), in assenza di un'obbligazione contrattuale, non configurano di per sé una passività finanziaria.

In previsione degli impatti sulle relazioni finanziarie dell'introduzione dei nuovi standard emanati dallo IASB, la cui applicazione non è ancora obbligatoria (IFRS 9 'Financial Instruments', IFRS 15 'Revenue from Contracts with Customers' e IFRS 16 'Leases'), l'ESMA ha altresì auspicato che gli emittenti forniscano un'accurata *disclosure* al riguardo. In merito, la comunicazione Consob ha richiamato il *public statement 'Issues for consideration in implementing IFRS 9: Financial Instruments'* e il *public statement 'Issues for consideration in implementing IFRS 15: Revenue from Contracts with Customers'*, nei quali, con riferimento ai bilanci relativi al 2016, l'ESMA ha precisato che, qualora non siano fornite informazioni quantitative relative all'impatto dei suddetti principi in quanto non note oppure non ragionevolmente stimabili, dovrebbero essere fornite informazioni ulteriori di carattere qualitativo che consentano di apprezzare gli impatti connessi all'implementazione dei suddetti principi sulle grandezze economiche e patrimoniali degli emittenti.

L'ESMA, infine, ha segnalato agli emittenti la necessità di valutare la propria esposizione ai rischi (finanziari, operativi e/o strategici) derivanti dalla uscita del Regno Unito dall'Unione europea e di darne adeguata informativa.

In linea con quanto previsto dal proprio regolamento istitutivo, l'ESMA effettua periodiche verifiche *inter pares* delle attività di vigilanza delle autorità nazionali competenti (NCA), in modo da promuovere la convergenza degli approcci di *enforcement* nazionali. In applicazione del *Work Programme* 2016, dunque, nel primo semestre 2017 l'Autorità europea ha condotto una verifica circa la convergenza raggiunta in merito all'applicazione degli Orientamenti del 28 ottobre 2014 in materia di *enforcement* dell'informativa finanziaria.

La *peer review* ha riguardato l'adeguatezza delle risorse umane e finanziarie delle NCA, il sistema di selezione del campione di vigilanza e l'efficacia delle procedure di analisi delle informazioni finanziarie diffuse dagli emittenti inclusi nel campione di vigilanza (gli esiti delle valutazioni condotte sull'attività della Consob sono illustrati nel Riquadro 5).

## Riquadro 5

### La *peer review* sull'applicazione degli Orientamenti ESMA in materia di *enforcement* dell'informativa finanziaria

La verifica in loco presso la Consob (tenutasi il 28 febbraio e il 1° marzo 2017) è stata preceduta dallo scambio di informazioni circa il quadro normativo, la struttura del mercato, la struttura organizzativa, le procedure e le prassi di vigilanza seguite, il processo di selezione del campione di vigilanza, nonché le iniziative di vigilanza e le istruttorie condotte.

L'ESMA ha giudicato positivamente il fatto che la Consob disponga di una procedura formalizzata che descrive i fattori di rischio presi in considerazione e assicura la completezza e la coerenza del processo di selezione nel corso del tempo. L'Autorità europea ha altresì valutato positivamente la previsione regolamentare secondo la quale il campione di vigilanza deve includere un numero di emittenti non inferiore a un quinto dei soggetti vigilati e la possibilità di integrare successivamente il campione sulla base di eventuali nuove informazioni disponibili, nonché la possibilità di valutare il profilo di rischio degli emittenti anche sulla base delle informazioni riportate nelle schede di controllo inviate dalle società di revisione.

Tra i principali punti di forza delle procedure della Consob, l'ESMA ha inoltre rilevato che gran parte dell'attività di vigilanza ha avuto ad oggetto la valutazione dell'intero contenuto dell'informativa finanziaria resa dagli emittenti inclusi nel campione di vigilanza (cosiddetta *unlimited scope examination*), mentre solo in un numero ristretto di casi l'attività di *enforcement* è stata condotta unicamente sulla base dell'informazione pubblica disponibile e senza procedere all'invio di richieste di dati e notizie agli emittenti e alle società di revisione (cosiddetta *desktop review*).

In aggiunta, l'ESMA ha valutato positivamente la prassi adottata dalla Consob di sottoporre a esame approfondito sia le relazioni finanziarie annuali sia quelle intermedie, nonché la circostanza che tale esame è condotto anche alla luce delle altre informazioni rilevanti messe a disposizione dagli emittenti.

Sono stati altresì riscontrati taluni aspetti suscettibili di miglioramento attinenti alla copertura nel tempo di tutte le società vigilate, conseguibili attraverso l'incremento della cosiddetta rotazione degli emittenti selezionati.

Nel mese di novembre la Commissione ha attivato per la prima volta il potere di pubblicare l'elenco delle società tenute alla comunicazione delle informazioni regolamentate che non ottemperano ai propri obblighi, al fine di segnalare al mercato la situazione di inadempienza di tali società.

Tale potere, previsto dall'art. 113-ter, comma 8 del Tuf in attuazione di quanto previsto dall'art. 24, paragrafo 4, lett. g) della Direttiva 2013/50/UE (Direttiva Transparency), non assume profili sanzionatori, come si evince dall'art. 28 della succitata Direttiva, e può, pertanto, essere esercitato in tutti i casi in cui sussista un ritardo o un mancato adempimento nella pubblicazione della documentazione contabile, a prescindere dalla sussistenza o meno dei presupposti per attivare un procedimento sanzionatorio.

Nell'elenco potranno essere inserite, ad esempio, le società che non hanno pubblicato nell'anno solare di riferimento la relazione annuale e/o quella semestrale nel termine previsto dall'art. 154-ter. In questo modo si garantisce al mercato l'informazione in merito all'evoluzione degli adempimenti degli obblighi di pubblicazione della documentazione contabile, nei casi in cui un emittente pubblici in ritardo o non pubblici il bilancio e la successiva semestrale. È stato, tuttavia, previsto un termine di tolleranza di quindici giorni prima di considerare una società inadempiente rispetto all'obbligo di pubblicare la documentazione contabile, ammettendo un 'ritardo contenuto' giustificabile. Tale previsione risulta anche in linea con la norma dell'art. 154-ter, comma 1-ter del Tuf, che impone agli amministratori di comunicare il progetto di bilancio ai sindaci e ai revisori almeno quindici giorni prima della pubblicazione della relazione finanziaria annuale. Qualora, infatti, gli amministratori trasmettano il progetto a ridosso del termine di pubblicazione, la previsione di un margine di tolleranza consente ai sindaci e ai revisori di pronunciarsi senza venir meno alle prescrizioni normative.

Come di consueto, nel corso del 2017 la Commissione ha valutato l'opportunità di assoggettare a specifici obblighi di informativa periodica aggiuntiva alcune società quotate, sulla base dei poteri conferiti dall'art. 114 del Tuf. Tali obblighi vengono sottoposti a revisione in occasione della pubblicazione delle documentazioni contabili degli emittenti (bilancio e semestrale), al fine di tener conto dell'evoluzione della situazione in cui versano le società.

Al 31 dicembre 2017, 23 società quotate risultano sottoposte a obblighi di informazione mensili (25 a fine 2016) e 20 società a obblighi di informazione trimestrali (16 a fine 2016). Nel 2017 la Commissione ha assoggettato a obblighi trimestrali cinque emittenti, mentre ha modificato da mensili a trimestrali e da trimestrali a mensili quelli di altre due società. Quattro emittenti (di cui uno inserito nel 2017 nell'elenco delle società soggette a obblighi trimestrali) sono stati oggetto, invece, del provvedimento di revoca dalla quotazione delle azioni da parte di Borsa Italiana; gli obblighi di informativa supplementare sono pertanto venuti meno. Un emittente, infine, ha ricevuto il provvedimento di revoca degli obblighi di informativa trimestrale.

## 4.2 Il settore bancario e assicurativo

Nel corso del 2017, sono emersi segnali di allentamento delle tensioni nel settore bancario a fronte, tra l'altro, di una riduzione del tasso di ingresso in sofferenza dei crediti verso clientela e nonostante il perdurare delle condizioni di bassa redditività. Permangono, tuttavia, taluni significativi profili di rischio per il settore, che hanno reso necessario un approfondimento mirato da parte della Commissione.

In particolare, è stata svolta un'intensa attività di vigilanza sulle significative operazioni straordinarie e sui processi di ristrutturazione avviati da emittenti bancari che presentavano situazioni di criticità. In linea con l'approccio *risk based*, l'attenzione della Commissione si è concentrata sulle aree di bilancio di maggiore interesse per il settore e per gli investitori, tenuto conto altresì delle priorità identificate dall'ESMA per i bilanci (cosiddetta ECEP; si veda il paragrafo precedente) e delle iniziative avviate dalle altre autorità europee e internazionali.

Si fa riferimento, in particolare, alle azioni poste in essere dagli istituti di credito in ottemperanza alle richieste dei *regulators* europei volte anche a contenere e ridurre l'alto livello di esposizioni deteriorate (*non-performing loans*, NPLs) presentato dalle banche italiane.

Dato il rilevante incremento delle operazioni di cessione di NPLs sul mercato secondario, che nel 2017 hanno superato i 60 miliardi di euro, la Commissione ha verificato la correttezza contabile delle modalità di rappresentazione in bilancio e della *disclosure* fornita dalle banche maggiormente interessate da tali operazioni.

Nell'ambito del monitoraggio dell'informativa sull'operatività concernente i *distressed assets* degli istituti di credito, è apparsa particolarmente complessa la verifica della sussistenza di tutte le condizioni previste dal principio contabile IAS 39 per la cancellazione definitiva dal bilancio dei crediti oggetto di operazioni di cartolarizzazione (cosiddetta *derecognition* contabile).

Tra le principali attività istruttorie dell'anno, degna di nota risulta quella svolta sull'operazione di cartolarizzazione di sofferenze posta in essere da Unicredit (cosiddetto Progetto FINO), finalizzata a valutare la sussistenza delle condizioni previste dal principio contabile per la *derecognition* di tale portafoglio e la rappresentazione degli effetti dell'operazione fornita nei bilanci e nel prospetto informativo per l'aumento di capitale.

In diversi casi gli effetti delle operazioni di cessione di NPLs hanno determinato la necessità di ricorrere a rafforzamenti patrimoniali di rilevante entità (oltre a Unicredit, si segnalano anche Banca MPS, Carige, Creval). Nel 2017 si è assistito, inoltre, a importanti operazioni di salvataggio di banche in dissesto da parte di grandi gruppi bancari quotati (tra le quali, l'operazione Intesa Sanpaolo-banche venete, UBI-*good banks* in risoluzione, BPER-

Cariferrara), che hanno comportato in taluni casi il ricorso a consistenti aumenti di capitale (UBI) e complesse rilevazioni contabili ai sensi del principio IFRS 3 'Business Combinations'.

Le attività istruttorie condotte sui prospetti informativi di aumento di capitale di tali banche si sono concentrate, in particolare, sugli aspetti più critici dell'informativa finanziaria relativa alla presentazione degli effetti pro-forma delle operazioni di dismissione di NPLs e delle *business combinations* ai sensi dell'IFRS 3 (con la rilevazione di significativi proventi per l'emersione di avviamenti negativi o cosiddetto *badwill*).

Nel 2017 la Commissione ha inoltre prestato particolare attenzione alla *disclosure* fornita dalle banche in merito agli impatti dell'adozione del nuovo standard contabile IFRS 9 'Financial Instruments', che sostituirà lo IAS 39 a partire dai bilanci degli esercizi che iniziano il 1° gennaio 2018, in considerazione del fatto che il nuovo principio comporterà importanti variazioni nelle modalità di classificazione e valutazione degli strumenti finanziari per tutti gli enti creditizi (Riquadro 6).

Si segnalano, infine, i significativi cambiamenti relativi alle compagnie di assicurazione, a seguito dell'entrata in vigore il 1° gennaio 2016 del nuovo regime di vigilanza prudenziale previsto dalla Direttiva 2009/138/CE (cosiddetta Solvency II) e del nuovo principio contabile internazionale IFRS 17, che entrerà in vigore a partire dal 2021, completando e sostituendo l'attuale standard IFRS 4.

Solvency II, in particolare, ha introdotto importanti novità con riguardo al calcolo dei requisiti di solvibilità, al sistema di *corporate governance* e al *reporting*.

Il nuovo principio IFRS 17, attualmente in corso di *endorsement* da parte della Commissione europea, prevede una disciplina completamente nuova in materia di contratti assicurativi e comporterà significativi cambiamenti nella preparazione e presentazione dei conti assicurativi, con impatti anche sulle strategie commerciali e di sviluppo dei nuovi prodotti e in generale sull'intera operatività aziendale.

Nel corso dell'anno è stata valutata la possibilità per le compagnie di assicurazione di differire l'applicazione dell'IFRS 9, entrato in vigore il 1° gennaio 2018, fino all'entrata in vigore nel 2021 dell'IFRS 17.

Con l'emendamento dello IASB all'IFRS 4 (Applicazione congiunta dell'IFRS 9 Strumenti finanziari e dell'IFRS 4 Contratti assicurativi) nel settembre 2016, è stata prevista la possibilità per le entità che svolgono prevalentemente attività assicurativa di rinviare al 1° gennaio 2021 la data di applicazione dell'IFRS 9 (cosiddetto *deferral approach*). Ciò al fine di mitigare le problematiche, in termini di *accounting mismatch* e incremento della volatilità a conto economico, conseguenti al disallineamento temporale tra la data di entrata in vigore dei due principi contabili, IFRS 17 e IFRS 9. La Consob ha partecipato a diversi gruppi di lavoro in materia, al fine di monitorare gli sviluppi delle tematiche contabili più rilevanti per il settore assicurativo.

## Riquadro 6

### Le problematiche applicative dell'IFRS 9

In vista dell'entrata in vigore dell'IFRS 9, le autorità europee di vigilanza sul settore bancario e sui mercati finanziari (ESMA, EBA e BCE) hanno avviato una serie di iniziative di vigilanza ed emanato orientamenti in merito alla relativa implementazione e alla *disclosure* nell'informativa finanziaria, al fine di favorire un'applicazione coerente del principio presso le banche europee.

In tale ambito, si segnala che l'ESMA ha pubblicato il 27 ottobre 2017 il documento *Results of the fact-finding exercise on disclosure of the impact of the new accounting standards in the 2016 annual and 2017 interim IFRS financial statements*, con il quale sono stati resi noti gli esiti dell'esame sulla *disclosure* fornita da un campione di banche quotate di grandi e medie dimensioni appartenenti a 21 paesi UE, relativa all'implementazione e agli impatti dell'IFRS 9. Tale *disclosure* ha carattere «preventivo», in quanto, ai sensi dello IAS 8, gli emittenti devono fornire informazioni in merito all'introduzione e relativi impatti dei nuovi principi contabili emanati dallo IASB prima che gli stessi entrino in vigore. Tenuto conto della portata innovativa dell'IFRS 9, l'ESMA ha rimarcato quanto previsto dallo IAS 8 con il *public statement* pubblicato il 10 novembre 2016 (*Issues for consideration in implementing IFRS 9: Financial Instruments - 2016/ESMA/1563*), proseguendo nel corso del 2017 l'attività specifica sull'IFRS 9 con il '*fact-finding exercise*'.

La Consob è stata coinvolta nei lavori che hanno preceduto la stesura di tale documento e, in particolare, nell'analisi dell'informativa fornita da un campione di grandi gruppi bancari quotati italiani nei bilanci 2016 e in quelli semestrali 2017.

Dal report pubblicato dall'ESMA, è emerso che la maggior parte delle banche esaminate ha fornito una *disclosure* di tipo specifico (*entity specific*) e non generico (*boilerplate*) sull'implementazione dell'IFRS 9, illustrando le modalità di implementazione dei concetti chiave del nuovo principio. Le informazioni risultano essere prevalentemente di carattere qualitativo e solo raramente sono tali da fornire indicazioni sull'ordine di grandezza dell'impatto del principio. Solo un quinto del campione complessivo europeo, difatti, ha reso disponibili stime di impatti quantitativi. Al fine di migliorare la *disclosure* relativa agli impatti quantitativi dell'IFRS 9, l'ESMA ha incluso tale tematica tra le priorità di vigilanza per le informative di bilancio 2017 delle società quotate (cosiddette ECEP pubblicate sempre in data 27 ottobre 2017).

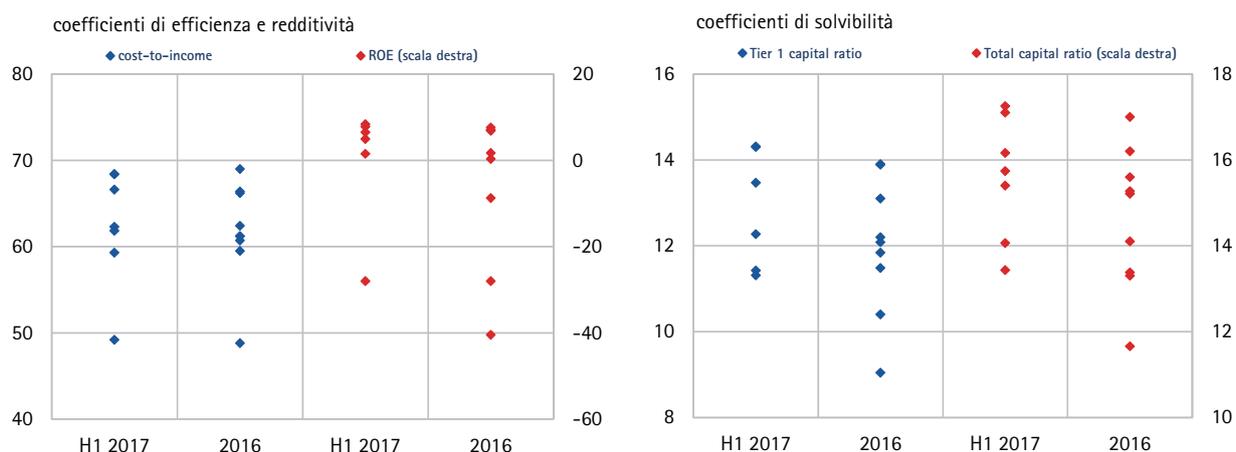
In ordine alle problematiche applicative poste dall'implementazione del nuovo principio IFRS 9, la Consob ha partecipato, nel corso dell'anno, a incontri con la Banca d'Italia e l'associazione dei revisori contabili (Assirevi). La collaborazione avviata con ESMA e Banca d'Italia sul tema IFRS 9 proseguirà anche nel 2018. Particolare attenzione sarà dedicata all'esame della qualità delle informazioni che i gruppi bancari saranno tenuti a fornire in occasione della pubblicazione dei primi bilanci redatti applicando il nuovo principio (cosiddetta *first time adoption*, FTA), dal momento che i significativi impatti attesi dalla transizione dallo IAS 39 all'IFRS 9 confluiranno in un'apposita riserva del patrimonio netto di apertura al 1° gennaio 2018.

Per quanto riguarda gli emittenti assicurativi inseriti nel campione di vigilanza ex art. 89-*quater* del Regolamento Emittenti, sono stati condotti approfondimenti anche con riferimento alle tematiche sopra evidenziate, nonché ad aspetti specifici dei singoli emittenti interessati da operazioni di riorganizzazione societaria.

## 1 Le banche

Nel primo semestre del 2017 la redditività delle principali banche italiane ha mostrato segnali di miglioramento rispetto all'anno precedente, mentre l'efficienza operativa è rimasta complessivamente stabile. Il livello di adeguatezza patrimoniale è aumentato, come attestano l'incremento del coefficiente di solvibilità primario (*Tier 1 ratio*) e del coefficiente di solvibilità complessivo (*total capital ratio*; Fig. 19).

**Fig. 19 Coefficienti di redditività e solvibilità dei principali gruppi bancari italiani**



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali relativi ai primi otto gruppi bancari per totale attivo. Confronta Note metodologiche.

In particolare, nei primi mesi del 2017 il Roe si è attestato in media intorno allo zero per cento (-7 per cento circa nel 2016), mentre il *cost-to-income* (rapporto tra costi operativi e margine di intermediazione) ha registrato un valore medio pari a circa il 62 per cento.

In termini aggregati, al 30 giugno 2017 l'utile netto dei principali gruppi bancari ha mostrato un incremento del 46 per cento rispetto al primo semestre dell'anno precedente, per effetto della crescita delle commissioni nette (+6 per cento) e, in particolare, di quelle derivanti dall'attività di intermediazione mobiliare. Il calo del margine di intermediazione (-2,3 per cento) è dipeso dalla contrazione del margine di interesse (-3,4 per cento) e dei proventi da operazioni finanziarie (-21,1 per cento), fonti di ricavi rilevanti per l'attività bancaria. I costi operativi si sono ridotti di poco più di

un punto percentuale, mentre le rettifiche nette su crediti hanno registrato un significativo incremento (circa 28 per cento; Tav. 48).

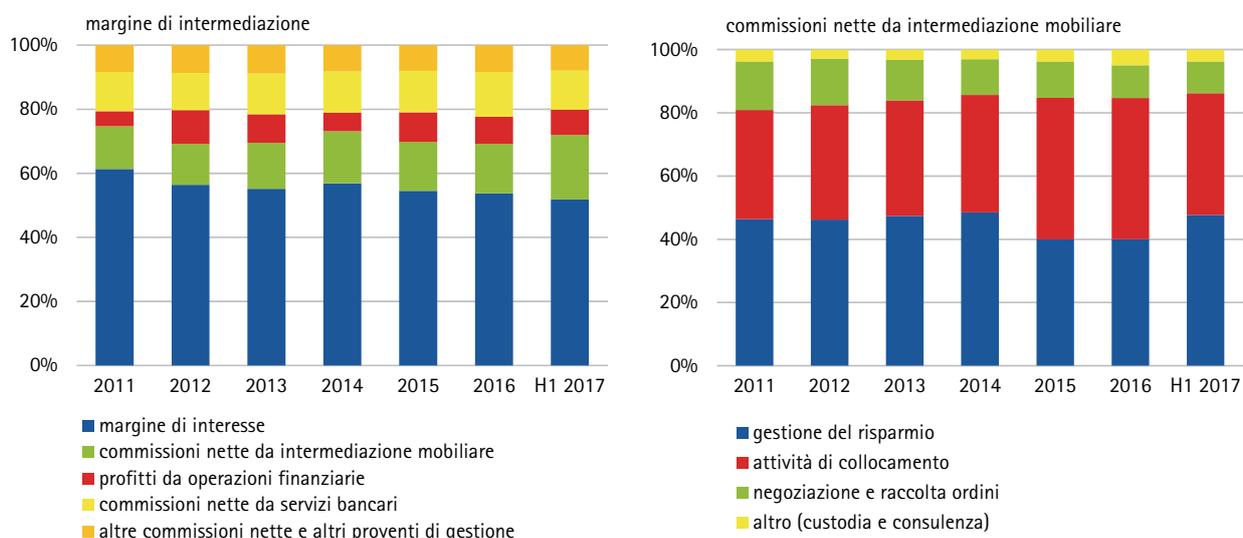
**Tav. 48 Conto economico aggregato dei principali gruppi bancari italiani**  
(milioni di euro e variazioni percentuali rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente)

	2013	2014	2015	2016	30 giu. 2017	var. % <sup>1</sup>	30 set. 2017 <sup>2</sup>
<b>margini di interesse (a)<sup>3</sup></b>	32.042	32.713	30.395	28.621	13.399	-3,4	19.146
<b>commissioni nette (b = b.1 + b.2 + b.3)</b>	19.921	20.852	19.635	19.437	10.045	6,0	15.300
<i>di cui: da servizi di investimento e gestioni collettive (b.1)</i>	8.339	9.366	8.574	8.247	5.203	13,1	
negoiazione titoli e valute e raccolta ordini	1.068	1.063	984	855	522	-1,6	
gestioni individuali	622	645	1.029	1.018	787	27,1	
gestioni collettive	3.250	3.813	2.321	2.207	1.656	13,6	
banca depositaria	80	83	80	77	40	5,3	
custodia titoli	40	21	47	85	31	-26,7	
collocamento e distribuzione prodotti fin. e ass.	3.048	3.482	3.838	3.681	2.002	15,4	
consulenza	231	259	275	324	164	7,3	
<i>da servizi bancari (b.2)<sup>4</sup></i>	7.396	7.429	7.256	7.479	3.154	6,3	
<i>altre commissioni nette (b.3)<sup>5</sup></i>	4.165	4.057	3.806	3.712	1.688	-11,9	
<b>profitti/perdite da operazioni finanziarie (c)<sup>6</sup></b>	5.171	3.326	5.121	4.505	2.050	-21,1	3.228
<b>altri proventi netti di gestione (d)</b>	964	641	645	708	354	-26,4	397
<b>risultato della gestione assicurativa (e)</b>	790	932	997	995	527	-7,7	759
<b>margini di intermediazione (f = a+b+c+d+e)</b>	58.888	58.464	56.793	54.266	26.375	-2,3	38.830
<b>costi operativi (g)<sup>7</sup></b>	34.537	34.013	33.196	33.598	15.000	-1,1	22.266
<b>risultato di gestione (f-g)</b>	24.351	24.451	23.597	20.668	11.376	-3,9	16.564
<b>rettifiche nette su crediti</b>	-28.850	-24.038	-13.216	-26.274	-8.880	27,9	-10.553
<b>rettifiche nette su altre operazioni finanziarie</b>	-1.305	-938	-410	-1.441	-386	71,4	-949
<b>utile netto<sup>8</sup></b>	-4.495	-1.577	7.150	-12.511	4.830	46,0	8.349

Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni intermedie relativi ai primi otto gruppi bancari per totale attivo. La mancata quadratura dell'ultima cifra può essere dovuta ad arrotondamenti. Confronta Note metodologiche. I dati tengono conto anche dei principali gruppi bancari confluiti successivamente nei gruppi esistenti attraverso operazioni di fusione o acquisizione, salvo che per HVB (consolidato in Unicredit a partire dal 1° novembre 2005). <sup>1</sup> Variazione percentuale del primo semestre del 2017 rispetto al primo semestre del 2016. <sup>2</sup> I dati al 30 giugno e al 30 settembre 2017 non includono il gruppo Bnl. <sup>3</sup> Inclusi i dividendi su partecipazioni, gli utili o le perdite delle partecipazioni valutate al patrimonio netto e il saldo delle operazioni in derivati di copertura su tassi di interesse. <sup>4</sup> Commissioni nette per garanzie rilasciate e derivati su crediti, servizi di incasso e pagamento, commissioni nette su conti correnti, carte di credito e servizi Bancomat. <sup>5</sup> Commissioni nette per servizi di *servicing* per operazioni di cartolarizzazione, di *factoring* e per servizi di esattorie e ricevitorie. <sup>6</sup> La voce comprende il risultato netto dell'attività di negoziazione, di copertura e delle attività e passività valutate al *fair value* e l'utile/perdita da cessione o riacquisto di crediti e attività e passività finanziarie. <sup>7</sup> Spese amministrative più rettifiche di valore su immobilizzazioni materiali e immateriali. <sup>8</sup> Incluso l'utile di terzi.

A giugno 2017, con riferimento al margine di intermediazione, è proseguita la contrazione del peso del margine di interesse che si è attestato a un valore pari al 51 per cento circa. Tra le commissioni nette da intermediazione mobiliare, è cresciuto il peso relativo dei profitti derivanti dall'attività di gestione del risparmio raggiungendo il 48 per cento alla fine del primo semestre dello scorso anno, mentre l'incidenza dei ricavi connessi alle attività di collocamento di prodotti finanziari si è drasticamente ridotta collocandosi al 38,5 per cento (Fig. 20).

**Fig. 20 Composizione dei ricavi dei principali gruppi bancari italiani**

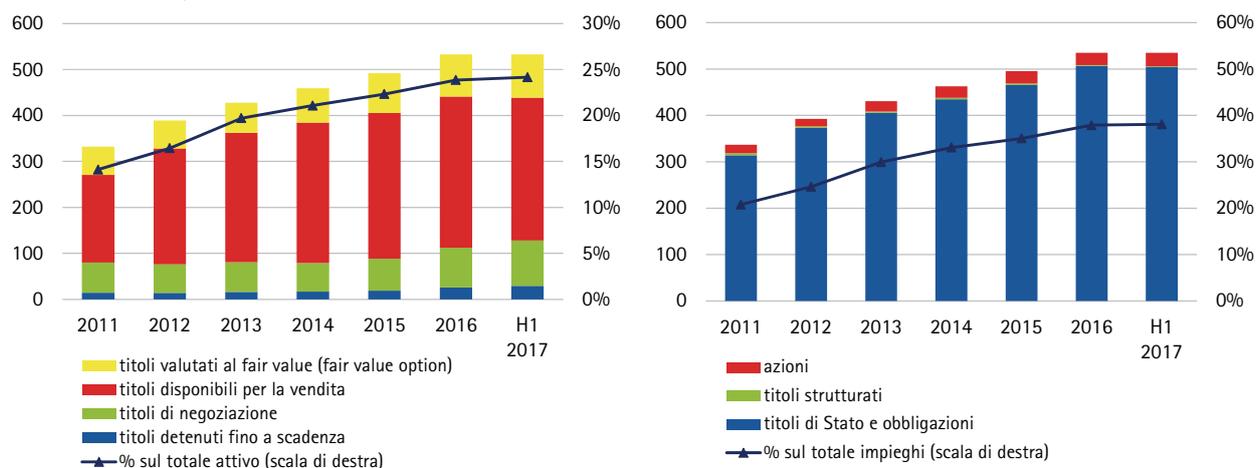


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali relativi ai primi otto gruppi bancari per totale attivo. Confronta Note metodologiche. I dati al 30 giugno 2017 non includono il gruppo Bnl.

Il portafoglio titoli delle maggiori banche italiane è rimasto pressoché stabile rispetto alla fine del 2016 attestandosi al 24 per cento sul totale attivo e al 38 per cento circa sul totale degli impieghi (Fig. 21).

Le attività finanziarie disponibili per la vendita sono diminuite, passando da 329 miliardi di euro circa nel 2016 a 311 miliardi a giugno 2017; diversamente sono risultati in crescita i titoli di negoziazione (+14 per cento) e quelli detenuti fino a scadenza (+15 per cento circa).

**Fig. 21 Composizione del portafoglio titoli dei principali gruppi bancari italiani**  
(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)

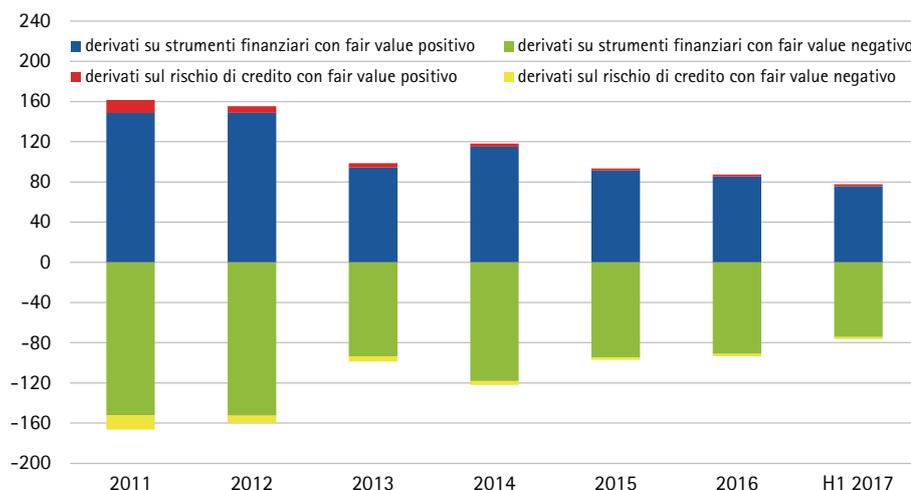


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali relativi ai primi otto gruppi bancari per totale attivo. Confronta Note metodologiche. Sono escluse le attività finanziarie diverse dai titoli (quali crediti o finanziamenti) e le attività cedute e non cancellate o deteriorate. Gli Oicr sono ricompresi fra i titoli di Stato e le obbligazioni. I dati al 30 giugno 2017 non includono il gruppo Bnl.

Il valore di mercato lordo dei derivati (inteso come somma in valore assoluto del *fair value* dei derivati attivi e passivi) è risultato in diminuzione passando da 181 miliardi di euro a fine 2016 a circa 154 miliardi a giugno 2017. Il valore di mercato netto (dato dalla differenza tra il *fair value* dei derivati iscritti all'attivo e quello dei derivati iscritti al passivo), invece, risulta positivo di circa un miliardo euro (-6 miliardi nel 2016; Fig. 22).

**Fig. 22 Valore di mercato (*fair value*) dei derivati di negoziazione dei principali gruppi bancari italiani**

(dati di fine periodo; miliardi di euro)



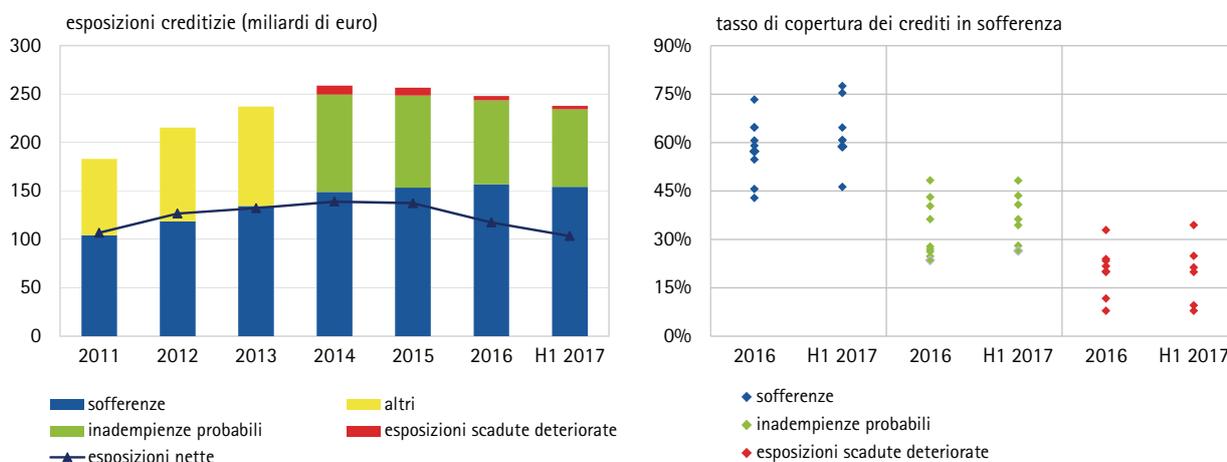
Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali relativi ai primi otto gruppi bancari per totale attivo. Confronta Note metodologiche. I dati al 30 giugno 2017 non includono il gruppo Bnl.

Con riferimento alla qualità del credito per i principali gruppi bancari, a giugno 2017 l'ammontare complessivo delle esposizioni deteriorate lorde ha continuato a diminuire principalmente per effetto del calo delle inadempienze probabili, a fronte della sostanziale stabilità delle sofferenze (Fig. 23).

In particolare lo *stock* dei crediti lordi verso la clientela è costituito per il 65 per cento dalle sofferenze (154 miliardi di euro circa) e per il 34 per cento dalle inadempienze probabili (80 miliardi di euro circa), mentre l'ammontare lordo dei crediti scaduti deteriorati è pari all'1,4 per cento. Rispetto al 2016, nei primi sei mesi del 2017 il tasso di copertura dei crediti in sofferenza è lievemente aumentato per le sofferenze e le esposizioni scadute deteriorate mentre è rimasto invariato per le inadempienze probabili.

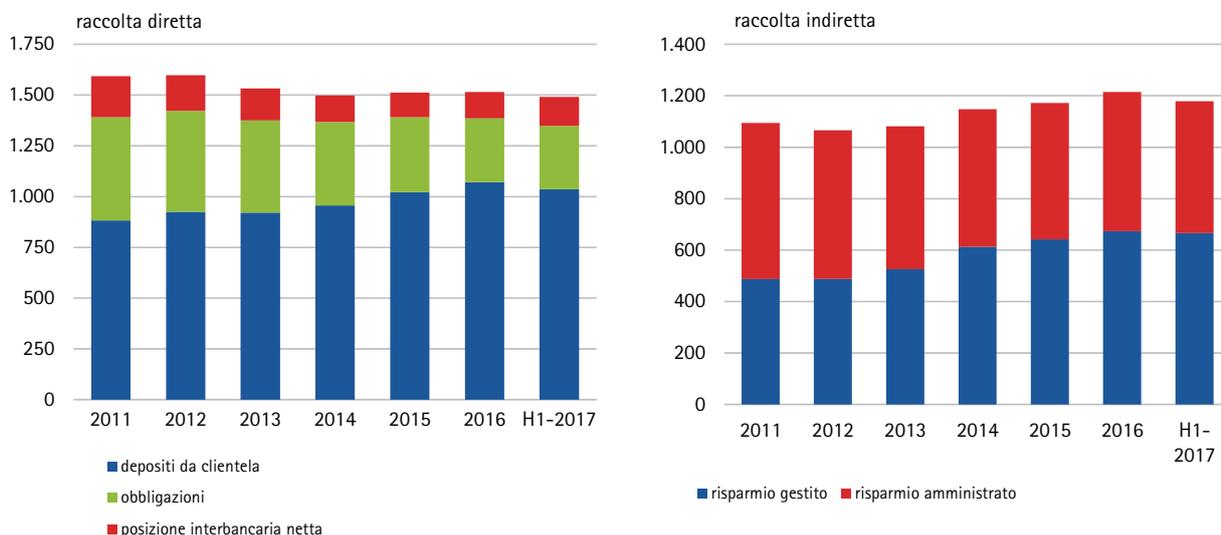
Nel primo semestre 2017, la raccolta diretta dei principali enti creditizi si è ridotta di circa il 10 per cento per effetto del calo della raccolta interbancaria, mentre quella obbligazionaria e i depositi da clientela sono rimasti stabili; la raccolta indiretta, invece, ha mostrato una riduzione del 5,5 per cento riferibile al risparmio amministrato (Fig. 24).

**Fig. 23 Evoluzione della qualità del credito dei principali gruppi bancari italiani**



Fonte: stime elaborate su dati contenuti nei bilanci consolidati e nelle relazioni semestrali relativi ai primi otto gruppi bancari per totale attivo. Confronta Note metodologiche. A partire dal 1° trimestre 2015 trova applicazione la nuova nozione di attività deteriorate adottata dalla Banca d'Italia nell'aggiornamento del 20 gennaio 2015 della circolare 272 'Matrice dei Conti', in seguito al recepimento delle nuove definizioni di *non-performing exposures* (NPE) introdotte dalle norme tecniche di attuazione relative alle segnalazioni statistiche di vigilanza consolidate, armonizzate e definite dall'Autorità bancaria europea e approvate dalla Commissione europea il 9 gennaio 2015. Conseguentemente, i crediti deteriorati sono stati ripartiti nelle categorie delle sofferenze, inadempienze probabili, esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate, abrogando le nozioni di esposizioni incagliate e di quelle ristrutturare ricondotte nell'aggregato inadempienze probabili, ad eccezione degli incagli oggettivi inseriti tra le esposizioni scadute e/o deteriorate.

**Fig. 24 Raccolta dei principali gruppi bancari italiani**  
(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)

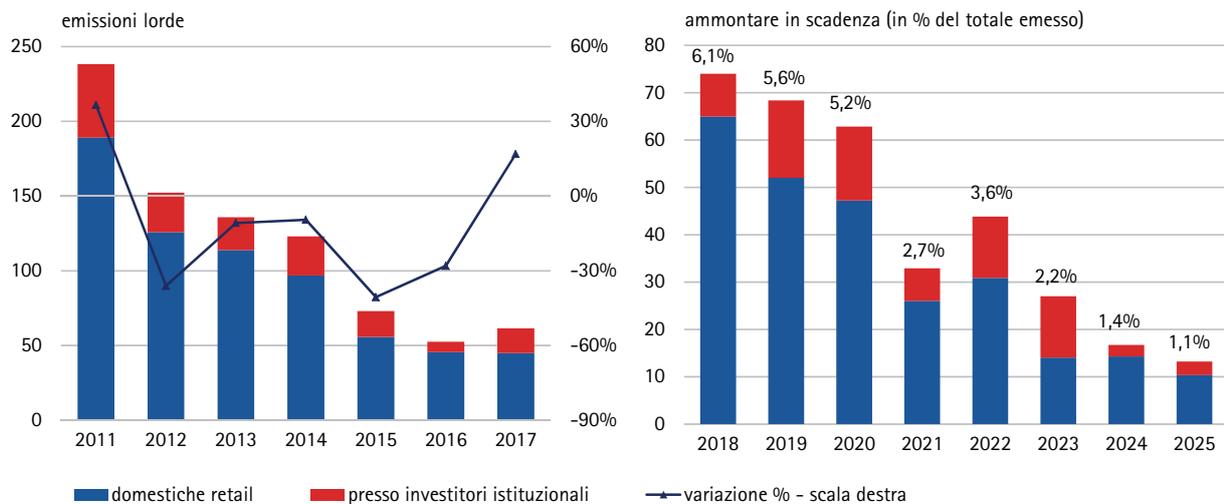


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali relativi ai primi otto gruppi bancari per totale attivo. Confronta Note metodologiche. Il risparmio gestito include le riserve tecniche a fronte di prodotti assicurativi e previdenziali di società del gruppo. Nella raccolta diretta sono escluse le passività subordinate e di negoziazione. I dati al 30 giugno 2017 non includono il gruppo Bnl.

Le emissioni obbligazionarie di banche italiane sono aumentate di circa il 17 per cento rispetto al 2016, arrivando a 61,5 miliardi di euro circa (da 53 miliardi circa nel 2016; Fig. 25).

L'aumento è dovuto principalmente alle obbligazioni collocate presso investitori istituzionali il cui ammontare è più che raddoppiato, passando da circa sette miliardi di euro a 16,5 miliardi nel 2016. Riguardo al fabbisogno di rifinanziamento, l'ammontare stimato in scadenza nel 2018 risulta pari a circa 74 miliardi di euro, ossia circa il 6 per cento dell'ammontare in essere dal 2009 e il 22 per cento dello *stock* previsto in scadenza entro il 2025 (circa 340 miliardi di euro).

**Fig. 25 Emissioni di obbligazioni di banche italiane**  
(miliardi di euro)

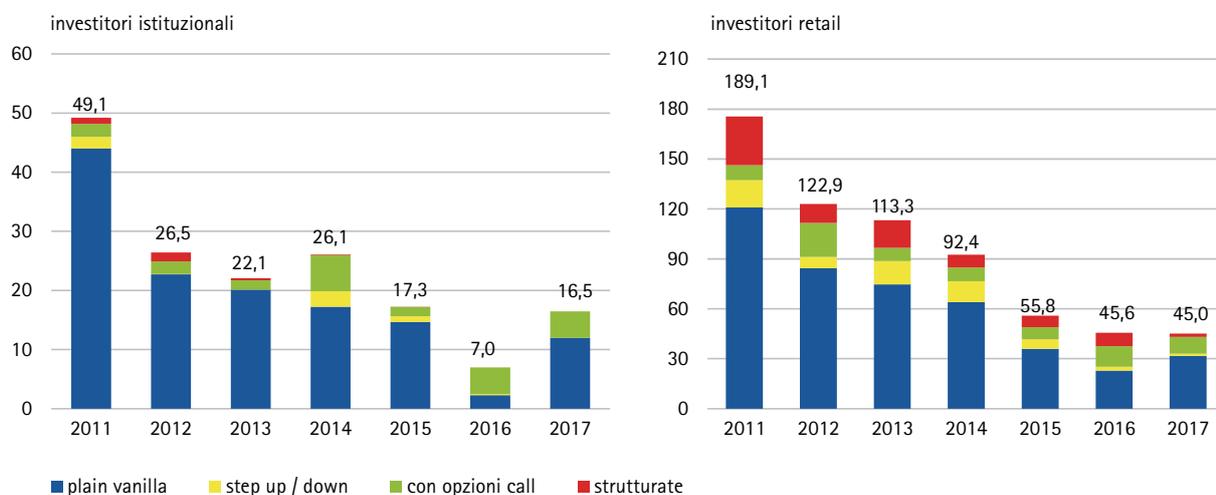


Fonte: elaborazioni su dati Dealogic, Consob e Kler's. Le scadenze si riferiscono alle obbligazioni emesse a partire dal 2009. Il dato include le emissioni (in parte stimate) per cui vale l'esenzione dalla pubblicazione del prospetto e dunque la relativa comunicazione alla Consob ex art. 100 Tuf e art. 34-ter Regolamento Emittenti. Gli obblighi di comunicazione non si applicano alle offerte al pubblico: i) rivolte a un numero di soggetti inferiore a centocinquanta, diversi dagli investitori qualificati di cui alla successiva lettera b); ii) rivolte a investitori qualificati, intendendosi per tali i soggetti indicati all'articolo 26, comma 1, lettera d), del regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di intermediari, adottato dalla Consob con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e successive modifiche. Le imprese di investimento e le banche comunicano la propria classificazione, su richiesta, all'emittente, fatta salva la legislazione in vigore sulla protezione dei dati. Le imprese di investimento e le banche autorizzate a continuare a considerare tali gli attuali clienti professionali, a norma dell'articolo 71, paragrafo 6, della direttiva 2004/39/CE, sono autorizzate a trattare tali clienti come investitori qualificati ai sensi dell'articolo 100 del Testo unico; iii) aventi ad oggetto prodotti finanziari inclusi in un'offerta il cui corrispettivo totale, calcolato all'interno dell'Unione europea, sia inferiore a 5.000.000 di euro; a tal fine si considerano unitariamente più offerte aventi ad oggetto il medesimo prodotto effettuate dal medesimo emittente od offerente nell'arco di dodici mesi; iv) aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi da quelli indicati nelle lettere f) e g) per un corrispettivo totale di almeno 100.000 euro per investitore e per ogni offerta separata.

La maggior parte del controvalore delle obbligazioni nel 2017 è riferibile a titoli cosiddetti *plain vanilla*, destinati sia alla clientela *retail* sia all'euromercato (Fig. 26).

In particolare, l'incidenza delle *plain vanilla*, a tasso fisso e tasso variabile, è di circa il 70 per cento nel caso dei collocamenti sul mercato domestico e del 73 per cento per i collocamenti destinati a investitori professionali. Per quanto riguarda invece le obbligazioni *call*, ossia quelle con opzione di rimborso anticipato, il peso sul complesso delle emissioni per il *retail* è del 22 per cento, mentre per l'euromercato è del 27 per cento.

**Fig. 26 Emissioni di obbligazioni di banche italiane per tipologia**  
(ammontare collocato in miliardi di euro)

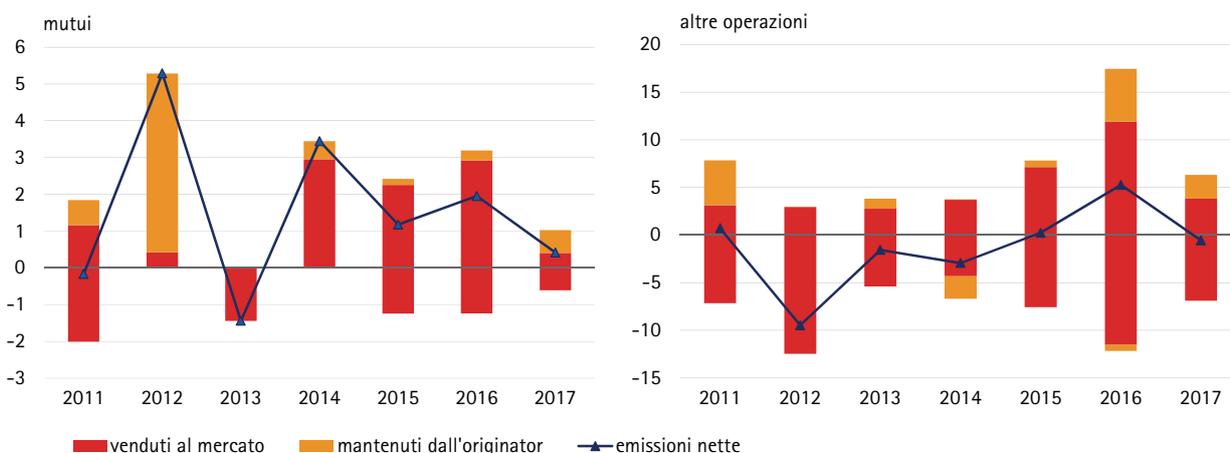


Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza. Dati provvisori e parzialmente stimati. Sono escluse le obbligazioni garantite dallo Stato.

Nel corso del 2017, il mercato delle cartolarizzazioni in Italia mostra un'attività molto ridotta, come attesta il volume delle emissioni nette di mutui e delle altre tipologie di cartolarizzazioni, con importi complessivamente contenuti (Fig. 27).

In particolare l'ammontare delle operazioni di cartolarizzazione ha registrato una significativa riduzione sia delle emissioni nette di titoli legati ai mutui, pari all'80 per cento circa (da due miliardi nel 2016 a 420 milioni di euro circa nel 2017), sia di altre tipologie di operazioni (da 5,2 miliardi a -600 milioni di euro circa).

**Fig. 27 Emissioni di cartolarizzazioni italiane**  
(miliardi di euro)



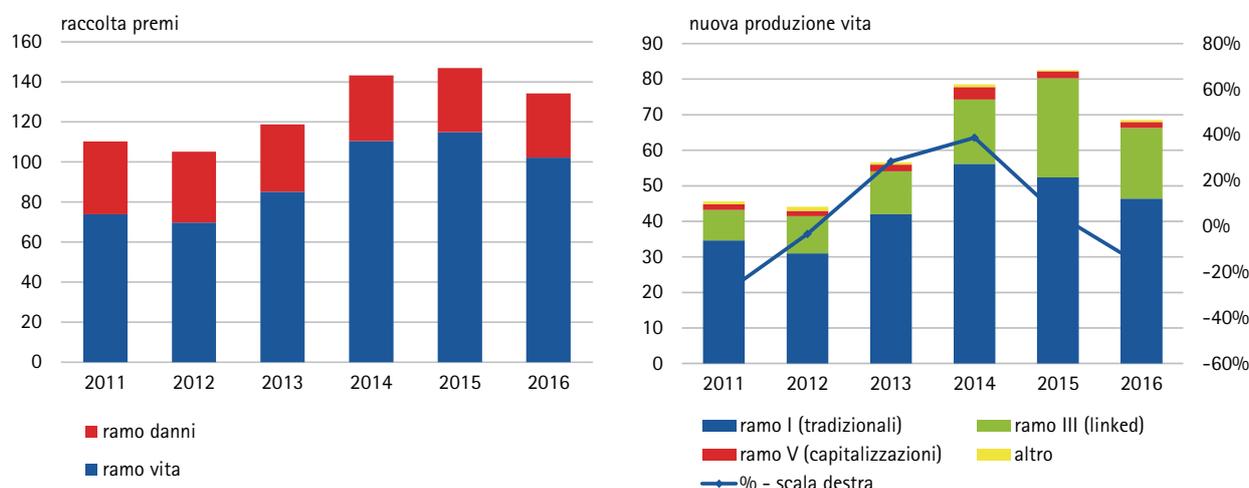
Fonte: elaborazioni su dati Dealogic.

## 2 Le assicurazioni

Nel 2016 la raccolta premi delle compagnie di assicurazioni italiane ha registrato, rispetto all'anno precedente, una contrazione nel ramo vita, mentre è rimasta sostanzialmente stabile nel ramo danni (Fig. 28).

In particolare la raccolta riferita al ramo vita si è attestata a 12,7 miliardi di euro (-11 per cento circa rispetto al 2015). La nuova produzione di premi per le assicurazioni del ramo III (collegate a quote di Oicr, di fondi interni o altri indici) e del ramo V (operazioni di capitalizzazione) si è ridotta, rispettivamente, del 29 e del 20 per cento circa.

**Fig. 28 Andamento della raccolta premi delle assicurazioni italiane**  
(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)



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

La redditività delle compagnie di assicurazione, nel 2016, ha avuto un andamento lievemente disomogeneo rispetto all'anno precedente, aumentando nel ramo danni e diminuendo nel ramo vita,.

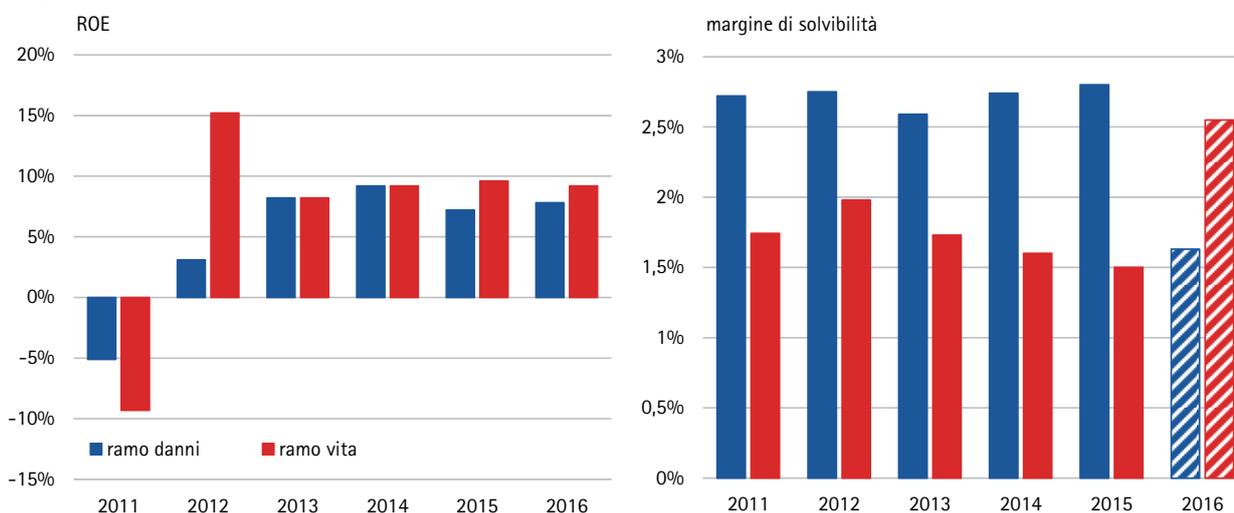
In particolare, nel 2016 il Roe è risultato mediamente pari al 9,2 per cento nel comparto vita e al 7,8 per cento nel comparto danni, a fronte di valori pari, rispettivamente, al 9,6 e al 7,2 per cento nel 2015.

Per quanto concerne gli indici di solvibilità, dal 1° gennaio 2016 è entrata in vigore la Direttiva 2009/138/CE (cosiddetta Solvency II) e, in particolare, il nuovo regime di vigilanza prudenziale e i nuovi requisiti patrimoniali di solvibilità, oggetto di informativa nei bilanci pubblicati a chiusura dell'esercizio 2016. Le compagnie di assicurazione hanno così elaborato gli indici di solvibilità secondo le nuove disposizioni, riportando nel primo *reporting* Solvency II anche i dati relativi al 2015.

In particolare, per le imprese che operano nel solo settore danni si riscontra un valore medio per Solvency II pari a 1,63 (contro 2,83, per lo stesso indicatore calcolato secondo la normativa Solvency I); per quelle del settore vita ne consegue un

ratio pari a 2,55, calcolato secondo il nuovo sistema di vigilanza prudenziale, rispetto a 1,32 calcolato secondo Solvency I (Fig. 29).

**Fig. 29** Indici di redditività e solvibilità delle assicurazioni italiane

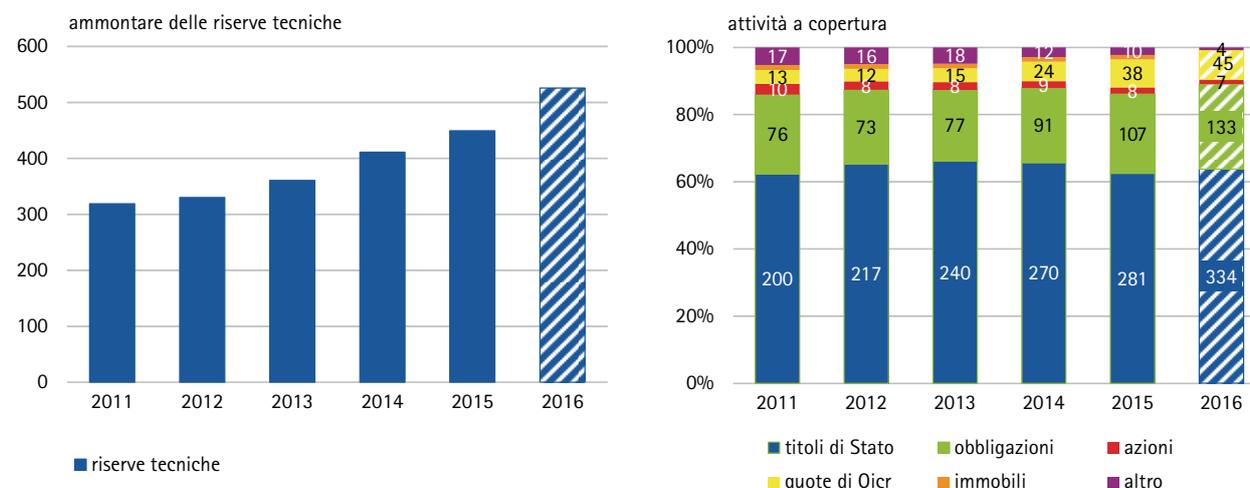


Fonte: elaborazioni su dati IVASS. Nel 2016 il margine di solvibilità è calcolato secondo il nuovo regime di vigilanza prudenziale Solvency II, dal 2007 al 2015 secondo la normativa Solvency I.

A fine 2016 le riserve tecniche Solvency II del ramo vita, relative al lavoro diretto italiano, sono risultate pari a circa 526 miliardi di euro (escluse le polizze *linked* e i fondi pensione; Fig. 30).

La valutazione degli attivi a copertura delle riserve tecniche indica un forte peso dei titoli di Stato (63,8 per cento), seguiti da obbligazioni societarie (25,3 per cento) e quote di Oicr (8,7 per cento).

**Fig. 30** Riserve tecniche e investimenti nel ramo vita (consistenze di fine periodo; miliardi di euro)

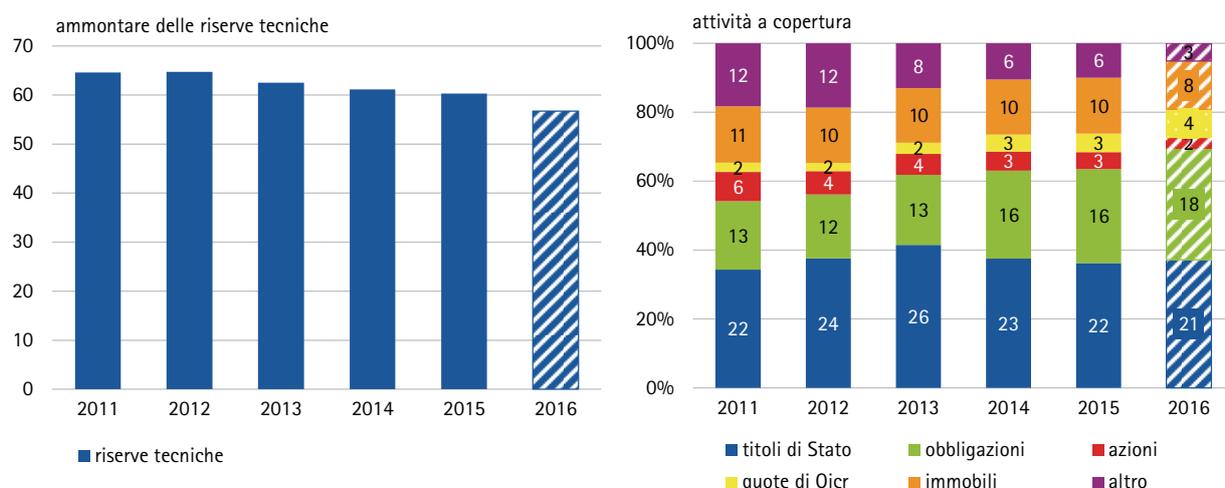


Fonte: elaborazioni su dati IVASS. Nel 2016 le riserve tecniche e gli attivi di copertura sono valutati secondo i criteri Solvency II.

Per quanto riguarda il ramo danni, a fine 2016, l'ammontare delle riserve tecniche Solvency II si è attestato a circa 57 miliardi di euro (Fig. 31).

Gli investimenti effettuati dalle compagnie, a fronte delle riserve tecniche, sono rappresentati prevalentemente da titoli emessi dallo Stato (37,2 per cento), obbligazioni (32 per cento circa), immobili (14 per cento) e quote di Oicr (8,1 per cento).

**Fig. 31 Riserve tecniche e investimenti nel ramo danni**  
(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati IVASS. Nel 2016 le riserve tecniche e gli attivi di copertura sono valutati secondo i criteri Solvency II.

### 3 I soggetti autorizzati alla prestazione di servizi di investimento

Nel corso del 2017 il numero di intermediari bancari autorizzati alla prestazione di servizi di investimento ha continuato a ridursi. Tale fenomeno si spiega anche alla luce dei processi di consolidamento e concentrazione determinati da razionalizzazioni e da situazioni di crisi che, negli ultimi anni, hanno interessato in particolare i soggetti bancari (Tav. 49).

A fine 2017 il numero di banche abilitate era pari a 473, in calo di oltre il 10 per cento rispetto all'anno precedente e di oltre il 30 per cento rispetto al 2010.

Il mercato dell'intermediazione mobiliare bancaria continua a essere fortemente concentrato, con il 29 per cento della clientela complessiva riferibile alle prime tre banche e il 54 per cento alle prime dieci.

**Tav. 49 Intermediari per servizi di investimento autorizzati**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<i>totale soggetti autorizzati</i>	<i>778</i>	<i>744</i>	<i>723</i>	<i>692</i>	<i>663</i>	<i>603</i>	<i>543</i>
<b>Banche</b>							
<i>numero soggetti autorizzati</i>	<i>676</i>	<i>643</i>	<i>629</i>	<i>605</i>	<i>583</i>	<i>528</i>	<i>473</i>
consulenza	651	617	602	583	560	510	456
negoziatura per conto proprio	500	467	461	445	421	382	338
negoziatura per conto terzi	499	466	461	447	425	386	339
collocamento con preventiva sottoscrizione <sup>1</sup>	225	208	201	195	184	173	152
collocamento senza preventiva sottoscrizione <sup>1</sup>	651	616	603	587	565	511	453
gestione su base individuale	181	170	169	166	158	154	143
ricezione e trasmissione di ordini e mediazione	660	624	614	593	572	518	463
gestione di MTF	1	1	1	1	2	2	2
<i>numero medio di servizi per soggetto</i>	<i>4,7</i>	<i>4,6</i>	<i>4,6</i>	<i>5,0</i>	<i>4,6</i>	<i>4,7</i>	<i>4,6</i>
<b>Sim</b>							
<i>numero soggetti autorizzati</i>	<i>102</i>	<i>101</i>	<i>94</i>	<i>87</i>	<i>80</i>	<i>75</i>	<i>70</i>
consulenza	94	92	84	77	70	64	61
negoziatura per conto proprio	14	14	15	16	15	14	14
negoziatura per conto terzi	20	20	22	23	22	20	19
collocamento con preventiva sottoscrizione <sup>1</sup>	5	5	5	5	4	5	5
collocamento senza preventiva sottoscrizione <sup>1</sup>	47	46	44	45	42	40	39
gestione su base individuale	46	44	43	39	38	38	37
ricezione e trasmissione di ordini e mediazione	49	50	48	46	43	39	36
gestione di MTF	3	3	3	3	3	3	3
<i>numero medio di servizi per soggetto</i>	<i>2,7</i>	<i>2,7</i>	<i>2,8</i>	<i>2,9</i>	<i>3,0</i>	<i>3,0</i>	<i>3,1</i>

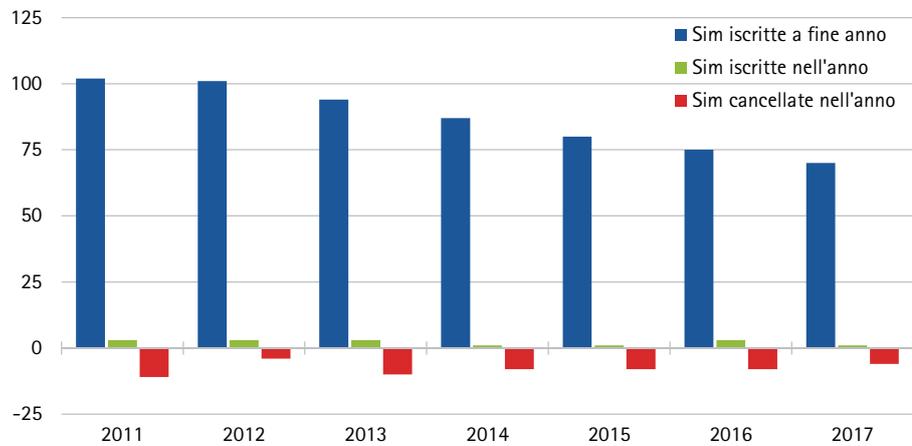
Fonte: Consob e Banca d'Italia. <sup>1</sup> Include il collocamento con acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente.

Anche il numero di Sim e di società fiduciarie autorizzate risulta in flessione rispetto al passato (Fig. 32).

A fine 2017 le Sim autorizzate alla prestazione di servizi di investimento erano 70, a fronte di 75 nel 2016 e 110 nel 2010. Nel corso dell'anno vi è stata un'iscrizione all'Albo e sei cancellazioni (di queste ultime, cinque su istanza di parte e una a seguito del provvedimento di messa in liquidazione coatta amministrativa adottato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze su proposta della Consob e della Banca d'Italia).

In linea con il 2016, a dicembre 2017 risultavano iscritte nella sezione speciale dell'Albo quattro società fiduciarie.

Fig. 32 Albo delle Sim e delle società fiduciarie



Fonte: Consob.

Sulla base delle notifiche ricevute dalle rispettive autorità dei paesi di origine dell'Unione europea, sono iscritte al relativo elenco 66 imprese di investimento comunitarie autorizzate a operare in Italia mediante stabilimento di succursale (60 a fine 2016). La maggior parte di tali imprese ha sede in Gran Bretagna (51 casi).

Tra le imprese comunitarie, 11 sono autorizzate alla negoziazione per conto proprio, 30 all'esecuzione di ordini per conto dei clienti, nove alla sottoscrizione e/o al collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente (denominazione modificata dal d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129, in 'assunzione a fermo e/o collocamento sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente'), 19 al collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente (denominazione modificata dal d.lgs. 129/2017 in 'collocamento senza impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente'), 25 alla gestione di portafogli, 58 alla ricezione e trasmissione di ordini, 47 alla consulenza in materia di investimenti, una alla gestione di sistemi multilaterali di negoziazione.

Il Fondo nazionale di garanzia è il sistema di indennizzo operante in Italia per i crediti degli investitori nei confronti degli intermediari derivanti dalla prestazione di servizi di investimento e dalla custodia e amministrazione di strumenti finanziari. Tale sistema garantisce la prestazione di un indennizzo, entro il limite di 20 mila euro per ciascun investitore, in caso di liquidazione coatta amministrativa, fallimento o concordato preventivo degli intermediari.

Ad oggi, il sistema di indennizzo è intervenuto in 38 casi di insolvenza (relativi a 21 Sim, dieci agenti di cambio, cinque Sgr e due banche; Tav. 50). La gestione speciale (alla cui copertura concorre il Ministero dell'Economia e delle Finanze), relativa alle insolvenze pregresse, si è chiusa in data 30 giugno 2017.

**Tav. 50 Interventi del Fondo nazionale di garanzia**  
(situazione al 31 dicembre 2017; valori monetari in migliaia di euro)

	insolvenze <sup>1</sup>				totale
	Sim	agenti di cambio	Sgr	banche	
1997-2011	18	9	3	1	31
2012	--	1	--	1	2
2013	2	--	1	--	3
2014	--	--	1	--	1
2015	--	--	--	--	--
2016	1	--	--	--	1
2017	--	--	--	--	--
<i>totale insolvenze</i>	<i>21</i>	<i>10</i>	<i>5</i>	<i>2</i>	<i>38</i>
<i>di cui con avvenuto deposito dello stato passivo</i>	<i>20</i>	<i>10</i>	<i>5</i>	<i>2</i>	<i>37</i>
<b>numero creditori ammessi</b>	2.774	1008	1	--	3.783
<b>importo crediti ammessi<sup>2</sup></b>	25.385	41.396	3.751	--	70.532
<b>interventi del Fondo<sup>3</sup></b>	9.386	11.408	--	--	20.794

Fonte: elaborazioni su dati del Fondo nazionale di garanzia. <sup>1</sup> Insolvenze il cui stato passivo è stato depositato a far tempo dal 1° febbraio 1998. <sup>2</sup> Valori al netto dei riparti parziali effettuati dagli organi delle procedure concorsuali. <sup>3</sup> Indennizzi deliberati, pagati o impegnati a fronte delle istanze pervenute.

## 4 La vigilanza su banche e Sim

Nel corso del 2017, nell'ambito dell'attività di vigilanza *risk based* su correttezza e trasparenza dei comportamenti degli intermediari, sono state inviate alle banche 77 richieste di dati e notizie in merito alle modalità di prestazione dei servizi di investimento.

Molti interventi si sono focalizzati sulla composizione e sul livello di concentrazione dei portafogli della clientela nonché, per gli emittenti bancari con titoli diffusi, sull'operatività in titoli di propria emissione. In cinque casi la richiesta è stata accompagnata da un richiamo di attenzione in occasione dell'avvio del monitoraggio delle modalità operative adottate dagli intermediari bancari in conflitto di interessi nella distribuzione di titoli di propria emissione, con particolare riferimento alla circostanza in cui gli operatori fossero nella necessità di far fronte a significative esigenze di ripatrimonializzazione (Tav. 51).

In 70 occasioni si sono svolte riunioni con esponenti aziendali di specifiche banche al fine di ricevere informazioni sulle singole situazioni aziendali e di richiamare l'attenzione su profili attinenti alla prestazione di servizi di investimento. Sette incontri hanno avuto ad oggetto tematiche di tipo trasversale e hanno coinvolto le associazioni di categoria. Al fine di acquisire informazioni su specifici argomenti di carattere tecnico, si sono svolte riunioni con i principali fornitori di servizi informatici delle banche.

**Tav. 51 L'attività di vigilanza su banche, Sim e imprese di investimento comunitarie**  
(numero di iniziative)

		banche	Sim e imprese di investimento comunitarie
2013	richieste di dati e notizie ex 8, c. 1, del Tuf <sup>1</sup>	101	68
	convocazione esponenti aziendali ex 7, c. 1, lett. a) del Tuf	20	2
	<i>totale</i>	<i>121</i>	<i>70</i>
2014	richieste di dati e notizie ex 8, c. 1, del Tuf	79	25
	convocazione esponenti aziendali ex art. 7, c. 1, lett. a) del Tuf	47	2
	<i>totale</i>	<i>126</i>	<i>27</i>
2015	richieste di dati e notizie ex 8, c. 1, del Tuf	129	46
	convocazione esponenti aziendali ex 7, c. 1, lett. a) del Tuf	35	1
	<i>totale</i>	<i>164</i>	<i>47</i>
2016	richieste di dati e notizie ex 8, c. 1, del Tuf	132	33
	convocazione esponenti aziendali ex art. 7, c. 1, lett. a) del Tuf	7	1
	<i>totale</i>	<i>139</i>	<i>34</i>
2017	richieste di dati e notizie ex 8, c. 1, del Tuf	77	37
	convocazione esponenti aziendali ex 7, c. 1, lett. a) del Tuf	14	--
	<i>totale</i>	<i>91</i>	<i>37</i>

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Il dato per le Sim non include una richiesta inviata a una società di revisione ai sensi dell'art. 8, comma 2 del Tuf (in occasione dell'attività di vigilanza svolta nei confronti di una Sim).

All'attività istruttoria ha fatto seguito l'avvio di 13 procedimenti sanzionatori nei confronti di banche, con il coinvolgimento di 214 esponenti aziendali (per i procedimenti conclusi e le sanzioni deliberate si veda il successivo Capitolo V 'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori').

Nei confronti degli intermediari destinatari di contestazioni sono stati parallelamente avviati interventi correttivi dei profili di criticità (in un caso attraverso un ordine di convocazione del consiglio di amministrazione della banca).

Nel corso del 2017 è proseguita la verifica della correttezza e della trasparenza dei comportamenti tenuti dalle imprese di investimento nello svolgimento dei servizi di investimento nei confronti della clientela. L'attività di vigilanza si è concretizzata in richieste formali di dati e notizie e in accertamenti ispettivi.

La Consob ha competenze di vigilanza nei confronti delle Sim e delle imprese di investimento comunitarie che hanno stabilito una succursale in Italia (per queste ultime, limitatamente alla verifica del rispetto delle regole di condotta nei confronti della clientela italiana). Le imprese di investimento comunitarie operative in Italia senza succursale sono soggette alla vigilanza esclusiva della relativa autorità del paese di origine.

Sono state effettuate complessivamente 37 richieste di dati e notizie ai sensi dell'art. 8, comma 1, del Tuf (trasposto dal d.lgs. 129/2017 nell'art. 6-*bis*, comma 4, del Tuf), di cui 21 nei confronti di Sim e 16 nei confronti di imprese di investimento comunitarie con succursale in Italia. Sono stati inoltre effettuati due richiami d'attenzione (uno nei confronti di una Sim e uno nei confronti di un'impresa d'investimento comunitaria con succursale in Italia) e una richiesta di interventi correttivi rivolta a un'impresa d'investimento comunitaria con succursale in Italia.

Sono state trasmesse alla Banca d'Italia due richieste di collaborazione, ai sensi dell'art. 10, comma 2, del Tuf (trasposto dal d.lgs. 129/2017 nell'art. 6-*ter*, comma 5, del Tuf), per l'estensione su verifiche ispettive in corso su cinque Sim.

A fronte dell'avvenuto accertamento di ipotesi di violazione della normativa di settore, è stata trasmessa una lettera di contestazioni nei confronti di una Sim.

Nel corso del 2017 è proseguita, in stretto coordinamento con Banca d'Italia e IVASS, la verifica dell'eventuale sussistenza di cariche incrociate, in violazione del divieto di assumere o esercitare cariche tra Sim o gruppi di Sim concorrenti operanti nei mercati del credito, assicurativo e finanziario (cosiddetto '*interlocking*', introdotto dal decreto legge 6 dicembre 2011, n. 201, convertito nella legge 22 dicembre 2011, n. 214).

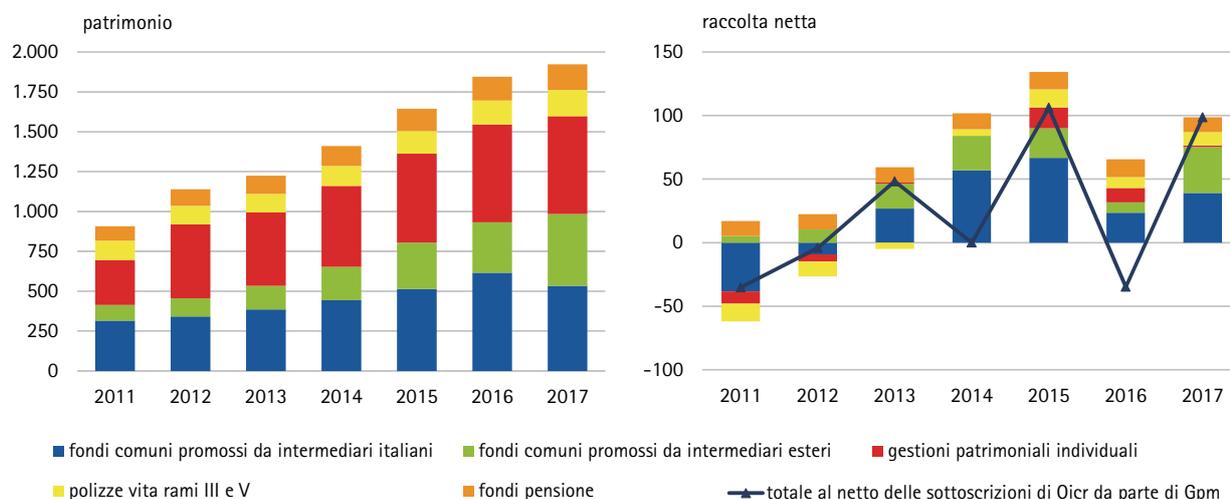
Nei mesi di novembre e dicembre 2017, infine, sono stati forniti alla Banca d'Italia, rispettivamente, un parere ai sensi dell'art. 6, comma 1, del Tuf, su una bozza di comunicazione in tema di modifica della disciplina prudenziale delle Sim e di gruppi di Sim, e un parere ai sensi dell'art. 55-*ter* del Tuf sui piani di risanamento predisposti da 15 Sim.

## 5 Il risparmio gestito

Nel 2017 il patrimonio riferibile ai prodotti del risparmio gestito ha continuato a crescere attestandosi complessivamente a 1.923 miliardi di euro dai 1.845 nel 2016 (+4 per cento circa). Anche la raccolta netta è risultata in aumento in tutti i comparti, ad eccezione, come nel 2016, di quello relativo ai fondi pensione e alle gestioni patrimoniali individuali (Fig. 33).

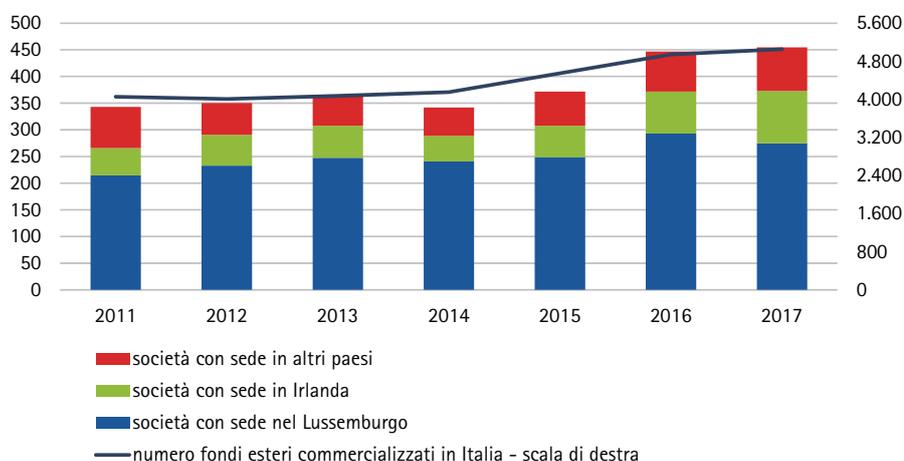
Il numero di fondi esteri commercializzati in Italia è aumentato nel corso dell'anno, passando da 4.943 a 5.055 unità (+2 per cento circa). In particolare, è diminuito il numero delle società con sede in Lussemburgo (-18 unità), mentre è cresciuto significativamente il numero di società con sede in Irlanda (+19 unità; Fig. 34).

**Fig. 33 Patrimonio e raccolta netta dei prodotti del risparmio gestito collocati in Italia**  
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Ania, Assogestioni, Banca d'Italia e Covip. Dati di fine periodo. I dati sui fondi comuni distribuiti in Italia comprendono i fondi di diritto italiano controllati da intermediari esteri, i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*); sono inclusi i fondi di fondi. I dati relativi alle gestioni patrimoniali individuali sono al netto degli investimenti in quote di fondi comuni. I dati relativi alle polizze vita si riferiscono al 'lavoro diretto italiano' (sono cioè escluse le attività riassicurate e quelle svolte da compagnie estere operanti in Italia). I dati relativi alle gestioni patrimoniali e ai fondi pensione sono provvisori e parzialmente stimati.

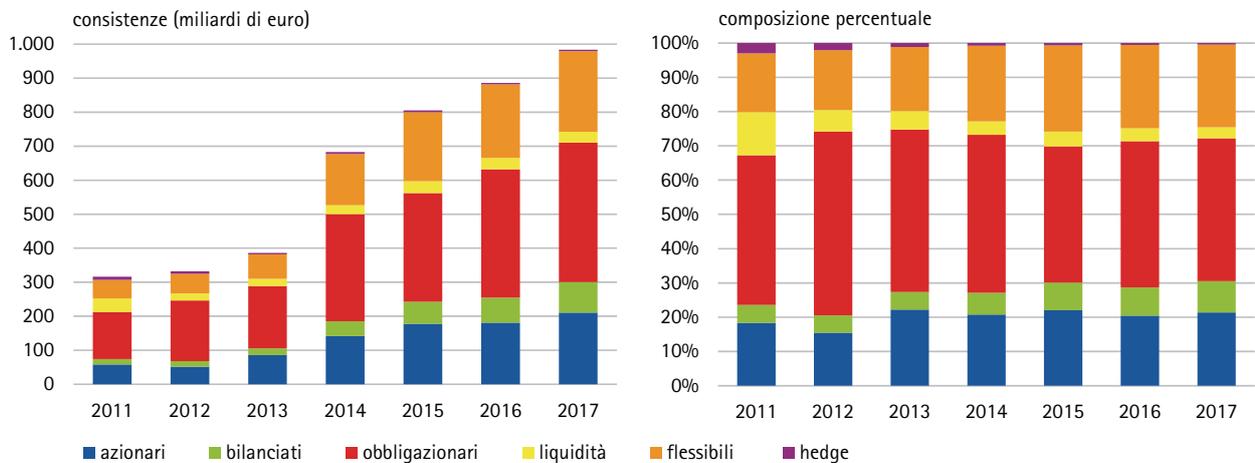
**Fig. 34 Numero di fondi di diritto estero commercializzati in Italia e numero di società estere autorizzate alla commercializzazione di fondi per sede legale**



Fonte: elaborazioni su prospetti informativi.

Complessivamente, nel 2017 il patrimonio gestito riferibile ai fondi comuni commercializzati in Italia si è portato a 984 miliardi di euro da 886 miliardi nell'anno precedente (+11 per cento circa). La composizione percentuale del patrimonio gestito conferma il peso predominante dei fondi obbligazionari e, rispetto al 2011, evidenzia la progressiva contrazione del peso dei fondi monetari e *hedge* (questi ultimi peraltro marginali in termini di consistenze), a fronte di una sostanziale stabilità dei fondi azionari, e della crescita dei bilanciati e flessibili (Fig. 35).

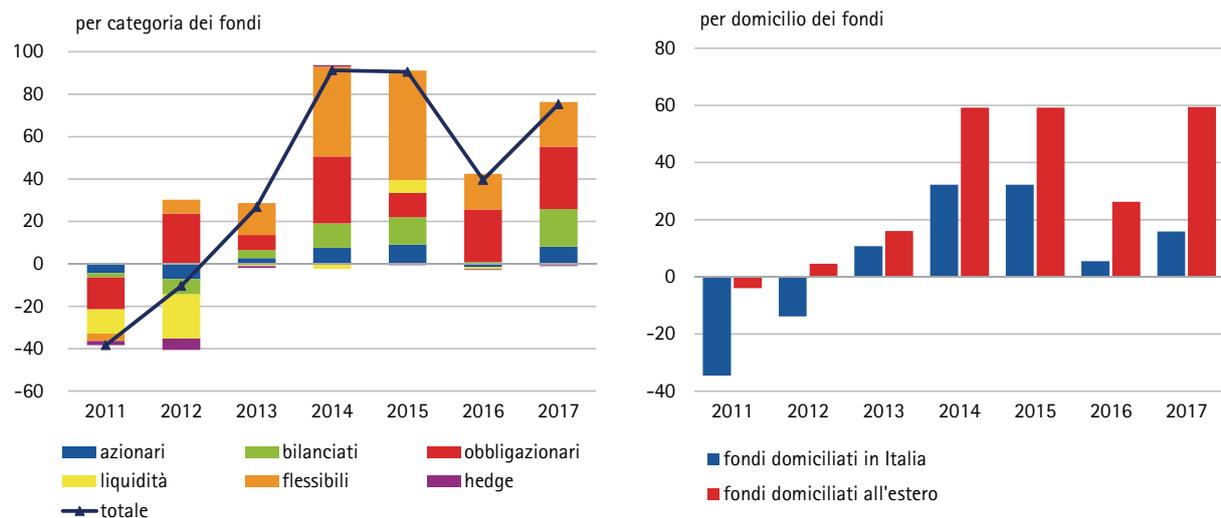
**Fig. 35 Patrimonio netto dei fondi comuni collocati in Italia**



Fonte: Assogestioni. I dati si riferiscono ai fondi di diritto italiano controllati da intermediari esteri, fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*); sono inclusi i fondi di fondi. Per i fondi domiciliati all'estero i dati si riferiscono al patrimonio complessivo.

La raccolta netta riferita ai fondi comuni ha mostrato una forte crescita, attestandosi a circa 75 miliardi di euro da circa 40 miliardi nel 2016. Il fenomeno ha riguardato, sebbene in misura diversa, tutti i principali comparti; la distribuzione per nazionalità mostra che il dato più significativo è stato registrato dai fondi domiciliati all'estero (59 miliardi di euro a fine 2017 a fronte di 26 miliardi a fine 2016; Fig. 36).

**Fig. 36 Raccolta netta dei fondi comuni collocati in Italia**  
(miliardi di euro)



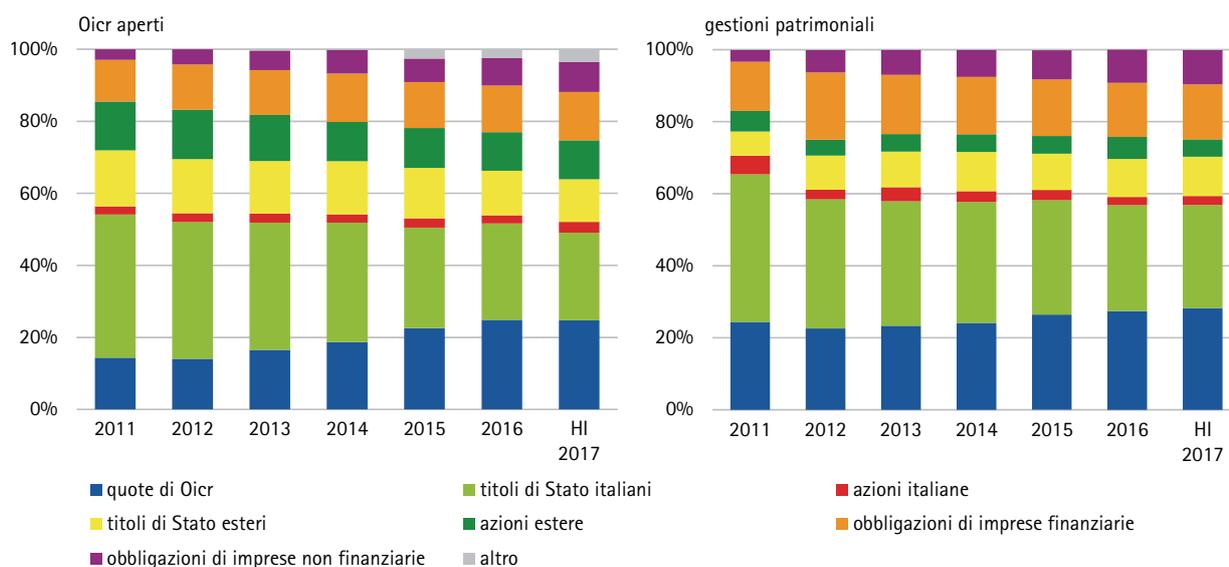
Fonte: Assogestioni. I dati si riferiscono ai fondi di diritto italiano controllati da intermediari esteri, fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*); sono inclusi i fondi di fondi. Per i fondi domiciliati all'estero i dati includono anche la raccolta presso sottoscrittori esteri.

Circa la metà del patrimonio degli Oicr aperti di diritto italiano, come di consueto, risulta investito in quote di Oicr e titoli di Stato italiani. I dati al 30 giugno 2017 evidenziano, tuttavia, un calo del peso dei titoli di Stato (pari al 24 per cento circa dal 40 per cento di fine 2011) e una crescita dell'incidenza delle quote di Oicr (25 per cento circa dal 14 per cento di fine 2011; Fig. 37).

Analoga dinamica si osserva anche per le gestioni patrimoniali su base individuale istituite in Italia: al 30 giugno 2017 la quota di investimenti in titoli di Stato italiani è pari al 29 per cento circa del portafoglio (in calo rispetto al 2011 quando rappresentava il 41 per cento circa), mentre le quote di Oicr raggiungono il 28 per cento (dal 24 per cento circa a fine 2011).

Le quote di Oicr e i titoli di Stato italiani si confermano gli strumenti più diffusi nel portafoglio sia degli Oicr sia delle gestioni patrimoniali di intermediari italiani, con una crescente incidenza delle prime rispetto ai secondi a partire dal 2011. Sullo stesso orizzonte temporale, risulta in crescita la quota di obbligazioni di imprese finanziarie e non finanziarie.

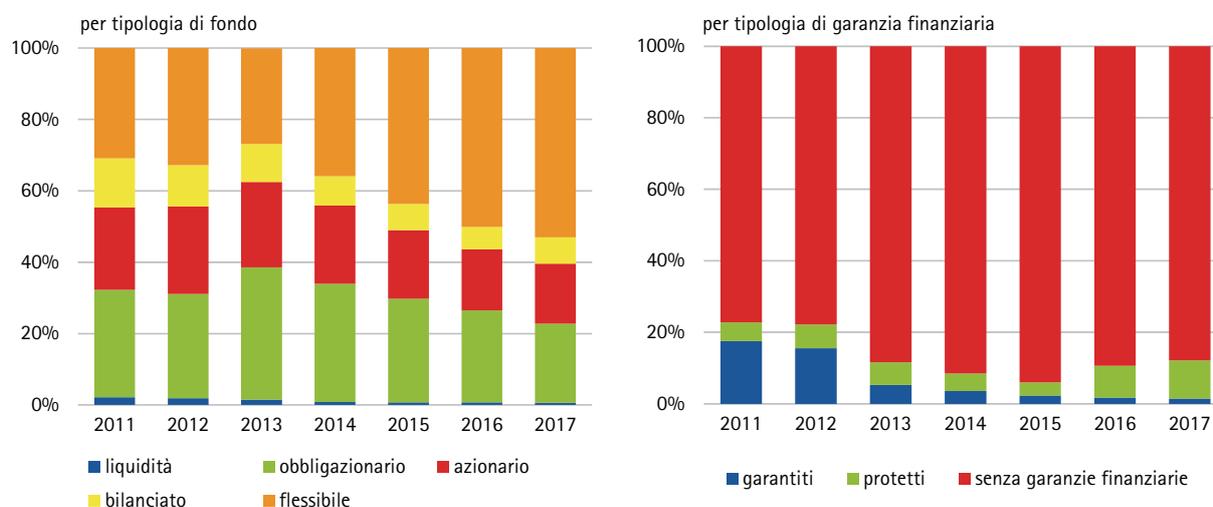
**Fig. 37** Composizione del portafoglio Oicr aperti di diritto italiano e delle gestioni patrimoniali di intermediari italiani



Fonte: Consob.

Con riferimento ai fondi collegati a polizze *unit linked*, nel corso dell'anno l'incidenza delle gestioni flessibili è cresciuta portandosi dal 50 al 53 per cento circa del patrimonio gestito. Anche nel 2017, predominano i fondi non assistiti da alcuna garanzia, il cui patrimonio rappresenta l'88 per cento circa del totale del patrimonio dei fondi collegati a polizze *unit linked* (Fig. 38).

**Fig. 38** Composizione del patrimonio gestito dei fondi collegati alle polizze *unit linked*



Fonte: elaborazioni su dati Ania.

## 6 La vigilanza sulle società di gestione del risparmio

Nel corso del 2017, in linea con un approccio di tipo *risk based*, l'attività di vigilanza sulle società di gestione del risparmio si è avvalsa di informazioni acquisite per il tramite di richieste di dati e notizie, incontri con esponenti aziendali e accertamenti ispettivi.

In particolare, sono state inviate 16 richieste formali di dati e notizie (ai sensi dell'art. 8, comma 1, del Tuf) e si sono tenuti 21 incontri con esponenti aziendali (ai sensi dell'art. 7 del Tuf ovvero su richiesta delle società di gestione).

Oltre alle ispezioni direttamente avviate dall'Istituto (per i cui dettagli si rinvia al Capitolo V 'La vigilanza ispettiva e i provvedimenti sanzionatori'), sono state trasmesse alla Banca d'Italia quattro richieste di collaborazione, ai sensi dell'art. 10, comma 2, del Tuf, per estendere verifiche ispettive in corso su quattro Sgr. A seguito dell'accertamento di ipotesi di violazione della normativa in tema di corretta prestazione dei servizi di gestione collettiva del risparmio e di gestione di portafogli, sono state inviate 26 lettere di contestazione a due Sgr e a 24 esponenti aziendali delle stesse. Nei confronti di una Sgr, parallelamente all'avvio del procedimento sanzionatorio, è stata disposta la convocazione del consiglio di amministrazione con fissazione dell'ordine del giorno.

Riguardo ai gestori di Oicvm (organismi rientranti nell'ambito di applicazione della Direttiva 2009/65/CE), le analisi hanno avuto ad oggetto i profili di correttezza dei comportamenti connessi alle scelte di investimento dei fondi gestiti, anche in termini di aderenza di tali scelte alla politica di investimento rappresentata nella documentazione di offerta.

I controlli svolti hanno rilevato casi di investimento in Oicr del gruppo di appartenenza del gestore, per i quali è stato richiesto di migliorare l'esposizione della politica di investimento nella documentazione di offerta. Profili di attenzione sono emersi con riferimento alla liquidità detenuta dal fondo, la cui incidenza sul totale dell'attivo è risultata elevata.

Con particolare riferimento ai *market funds*, è stata analizzata la coerenza delle scelte gestorie con il grado di scostamento dal *benchmark* definito nella documentazione d'offerta in conformità a quanto previsto dallo schema 1, allegato 1B del Regolamento Emittenti (che distingue tra scostamento 'contenuto', 'significativo' e 'rilevante').

Tali verifiche erano volte ad accertare l'eventuale presenza di fondi che adottavano una condotta gestoria essenzialmente appiattita sul parametro di riferimento (*benchmark*) pur dichiarando un grado di scostamento 'rilevante' rispetto al medesimo. Sono emersi alcuni casi di potenziale disallineamento tra lo stile di gestione dichiarato nella documentazione d'offerta e le scelte gestorie implementate *ex post*. In tali situazioni si è proceduto all'invio di apposite richieste di dati e notizie.

Con particolare riguardo al servizio di gestione di portafogli, si è riscontrata la necessità di approfondire le motivazioni sottese alla notevole incidenza dell'investimento in Oicr del gruppo di appartenenza del gestore, all'elevata movimentazione del portafoglio e all'investimento in strumenti finanziari derivati ovvero in strumenti finanziari caratterizzati da profili di potenziale complessità e/o illiquidità.

Nel corso dell'anno, l'Istituto ha proseguito l'attività di vigilanza sul comparto dei fondi immobiliari. Tale comparto ha registrato una diminuzione del numero delle Sgr attive nella gestione dei fondi chiusi immobiliari (passate da 54 nel 2016 a 50) e un aumento del numero dei fondi immobiliari (da 441 a 463).

Tutti i fondi lanciati nel 2017 sono di tipo riservato e pertanto non sono destinati a investitori *retail*, salvo le categorie previste dal decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze n. 30 del 5 marzo 2015.

Al 30 giugno 2017 il patrimonio netto in gestione è pari a circa 46 miliardi di euro, in crescita di oltre il 5 per cento rispetto all'anno precedente. Inoltre, il dato medio evidenzia continuità nel miglioramento della posizione debitoria dei fondi immobiliari (Tav. 52).

Nell'ambito della vigilanza sulle Sgr di fondi immobiliari, particolare attenzione è stata dedicata ai gestori di fondi destinati al pubblico *retail*, in considerazione dell'approssimarsi della scadenza dei fondi medesimi.

In tale ambito, l'azione di vigilanza è stata volta, da un lato, a verificare la coerenza tra l'attività di dismissione dei patrimoni immobiliari e le scadenze previste dei fondi e, dall'altro, a controllare la corretta applicazione della disciplina in materia di conflitto di interessi.

**Tav. 52 Fondi immobiliari chiusi di diritto italiano<sup>1</sup>**  
(valori monetari in miliardi di euro)

	numero di Sgr	numero fondi operativi	patrimonio netto (A)	totale attivo (B)	indebitamento ((B-A)/B) %	composizione percentuale attività			
						immobili e diritti reali immobiliari	strumenti finanziari	valori mobiliari e liquidità	altre attività
2011	57	323	31,3	53,6	41,5	87,7	4,0	4,4	3,8
2012	58	343	31,5	53,4	41,1	88,1	4,4	3,4	4,2
2013	55	348	32,9	55,1	40,2	87,6	4,9	3,7	3,9
2014	55	391	37,6	58,3	35,6	86,6	5,3	4,5	3,6
2015	53	412	40,6	60,4	32,9	86,0	5,4	4,4	4,1
2016	54	441	44,1	64,9	32,0	85,9	5,2	5,5	3,4
2017 <sup>2</sup>	50	463	46,4	68,2	31,9	86,3	5,8	4,6	3,3

Fonte: elaborazioni su dati di rendiconto. <sup>1</sup> L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. <sup>2</sup> I valori si riferiscono al 30 giugno 2017 stante la mancata disponibilità di dati a fine anno per effetto dell'art. 3, comma 1, lett. b), del d.m. 30/2015 che ha posticipato la data ultima per la pubblicazione della relazione annuale da parte dei gestori di Fia.

Con riferimento ai gestori di fondi immobiliari riservati, l'attività di vigilanza si è concentrata sulle modalità di gestione delle situazioni di conflitto di interessi.

Tra i soggetti operanti nell'ambito del mercato del risparmio gestito italiano si è recentemente assistito a un incremento della rilevanza di Sgr che si occupano direttamente della distribuzione dei propri prodotti e servizi, anche per il tramite di consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede (cosiddette Sgr-rete). La scelta di non avvalersi di intermediari distributori può derivare da strategie di integrazione verticale del *business* all'interno dello stesso gruppo ovvero dalle peculiarità operative di talune Sgr-rete.

Allo stato attuale tale fenomeno coinvolge un numero limitato di Sgr e non delinea un mutamento strutturale dei modelli di servizio tradizionalmente adottati dagli intermediari gestori italiani. Risulta tuttavia necessario affiancare ai modelli di vigilanza *risk based* sul risparmio gestito ulteriori strumenti di monitoraggio di trasparenza e correttezza nel rapporto tra intermediario e cliente.

Al riguardo, con delibera 20197 del 22 novembre 2017, gli obblighi informativi in capo alle Sgr sono stati aggiornati integrando le informazioni inerenti all'attività di commercializzazione di Oicr propri o di terzi.

Nell'ambito dell'attività di vigilanza su tali soggetti, è stata formulata alla Banca d'Italia una proposta di sottoposizione alla procedura di amministrazione straordinaria di una Sgr-rete (ai sensi dell'art. 56 del Tuf) per gravi violazioni delle disposizioni legislative che ne regolano l'attività, con particolare riferimento all'idoneità del processo di investimento e al presidio delle situazioni di conflitto di interesse.

Nel corso del 2017 sono stati inoltre forniti alla Banca d'Italia 36 pareri.

Di questi, 19 hanno riguardato iscrizioni all'Albo di Sgr, Sicaf e gestori EuVECA, quattro la cancellazione di una Sgr dall'Albo, due l'estensione dell'operatività delle Sgr, tre l'assoggettamento volontario al regime dei Gefia 'sopra-soglia' e i restanti otto operazioni straordinarie (fusioni, scissioni, trasformazioni).

Sul piano della vigilanza sulla trasparenza, nel corso del 2017 è proseguita, sempre in ottica *risk based*, l'analisi della documentazione di offerta degli Oicvm destinati a investitori *retail*, basata anche su valutazioni di coerenza tra le 'informazioni chiave' per gli investitori recate dai *Key Investor Information Documents* (KIID) e quelle, maggiormente dettagliate, rappresentate nel prospetto informativo.

I controlli si sono concentrati, inoltre, sull'analisi dell'attività pubblicitaria effettuata dalle Sgr, con la principale finalità di verificare l'aderenza dei contenuti dei messaggi, veicolati ai potenziali investitori attraverso la documentazione di *marketing*, alle caratteristiche dei prodotti oggetto di annunci pubblicitari.

Si è proceduto, altresì, all'esame della documentazione relativa alle istanze per la commercializzazione in Italia e/o negli Stati membri dell'Unione europea di quote di fondi di investimento alternativi (Fia) italiani riservati, ex art. 43 del Tuf (41 istruttorie), e di quella relativa all'istanza di commercializzazione in Italia al pubblico *retail* di un Fia non riservato, ex art. 44 del Tuf.

Al fine di semplificare l'*iter* istruttorio delle notifiche per la commercializzazione di Fia riservati, è stata attivata una intensa interazione con le associazioni di categoria rappresentative del comparto del risparmio gestito, per addivenire a uno standard del documento d'offerta. Le verifiche hanno avuto ad oggetto, in particolare, completezza, comprensibilità e coerenza del documento di offerta, che deve soddisfare gli obblighi informativi nei confronti degli investitori previsti dettagliatamente dalla Direttiva 2011/61/UE (Alternative Investment Fund Managers Directive - AIFMD).

Ai sensi delle direttive europee sui fondi di investimento sono state inoltre oggetto di verifica, ai fini della completezza documentale e della regolarità, 620 notifiche trasmesse da autorità estere per la commercializzazione in Italia di quote o azioni di Oicvm europei (ai sensi dell'art. 93 della Direttiva 2009/65/CE).

Sono state, infine, oggetto di verifica 339 notifiche relative alla commercializzazione in Italia di quote o azioni di fondi di investimento alternativi (Fia) da parte di gestori di Fia di diritto estero (ai sensi dell'art. 32 della Direttiva 2011/61/UE) e cinque notifiche per la commercializzazione in Italia di fondi europei di *venture capital* con denominazione EuVECA (ai sensi del Regolamento (UE) n. 345/2013).

Con riferimento alla struttura dei consigli di amministrazione delle Sgr e dei requisiti di indipendenza degli amministratori, nel 2017 è stata analizzata la composizione dei consigli di amministrazione delle maggiori 15 Sgr di matrice bancaria e assicurativa che gestiscono almeno un fondo *retail*

di diritto italiano. Con un patrimonio complessivo di circa 363 miliardi di euro nel 2017, tali Sgr rappresentano circa il 98 per cento del totale del patrimonio detenuto dai fondi aperti gestiti da società di diritto italiano (Tav. 53).

Rispetto al 2016, il numero complessivo di consiglieri è diminuito di una unità, portandosi a 103. In particolare, il numero di consiglieri non qualificabili né come esecutivi né come indipendenti è passato da 43 nel 2016 a 42, mentre i consiglieri esecutivi sono passati da 14 a 13. Infine, si è osservato un decremento degli incroci tra i consiglieri delle Sgr e quelli delle relative capogruppo e/o di altre società del gruppo (da 49 a 43).

**Tav. 53 Incroci fra i consigli di amministrazione delle Sgr e quelli delle società del gruppo**  
(numero di consiglieri)

		cariche ricoperte nelle Sgr							totale
		consiglieri esecutivi			consiglieri indipendenti		altri consiglieri		
		di cui:			di cui:		di cui:		
		amm. delegato	presidente		presidente		presidente		
2013	cariche ricoperte nella capogruppo	5	4	--	3	--	16	4	24
	cariche in altre società del gruppo	12	--	7	6	1	20	2	38
	senza cariche nelle società del gruppo	7	1	5	40	2	20	3	67
	<b>totale</b>	<b>24</b>	<b>5</b>	<b>12</b>	<b>49</b>	<b>3</b>	<b>56</b>	<b>9</b>	<b>129</b>
2014	cariche ricoperte nella capogruppo	3	2	--	2	--	6	1	11
	cariche in altre società del gruppo	11	--	7	4	1	27	5	42
	senza cariche nelle società del gruppo	8	2	5	39	2	10	2	57
	<b>totale</b>	<b>22</b>	<b>4</b>	<b>12</b>	<b>45</b>	<b>3</b>	<b>43</b>	<b>8</b>	<b>110</b>
2015	cariche ricoperte nella capogruppo	1	--	1	3	1	6	1	10
	cariche in altre società del gruppo	6	--	6	4	1	27	6	37
	senza cariche nelle società del gruppo	7	--	7	41	3	13	3	61
	<b>totale</b>	<b>14</b>	<b>--</b>	<b>14</b>	<b>48</b>	<b>5</b>	<b>46</b>	<b>10</b>	<b>108</b>
2016	cariche ricoperte nella capogruppo	1	--	1	2	1	8	1	11
	cariche in altre società del gruppo	6	--	6	4	2	28	7	38
	senza cariche nelle società del gruppo	7	--	7	41	2	7	2	55
	<b>totale</b>	<b>14</b>	<b>--</b>	<b>14</b>	<b>47</b>	<b>5</b>	<b>43</b>	<b>10</b>	<b>104</b>
2017	cariche ricoperte nella capogruppo	1	--	1	2	1	4	1	7
	cariche in altre società del gruppo	5	--	5	5	2	26	6	36
	senza cariche nelle società del gruppo	7	--	7	41	2	12	4	60
	<b>totale</b>	<b>13</b>	<b>--</b>	<b>13</b>	<b>48</b>	<b>5</b>	<b>42</b>	<b>11</b>	<b>103</b>

Fonte: prospetti informativi. Dati relativi a un campione costruito considerando le prime 15 Sgr di matrice bancaria o assicurativa per patrimonio gestito nel 2017. Nel caso di consiglieri con incarichi sia nella società capogruppo sia in altre società del gruppo si considera prevalente la rappresentazione dell'incarico nella società capogruppo. Per identificare il concetto di consigliere esecutivo si è fatto riferimento all'art 2381 c.c., mentre per il concetto di consigliere indipendente si è fatto riferimento alla definizione del protocollo di autonomia di Assogestioni.

Il numero degli amministratori indipendenti è aumentato di una unità, con una presenza media di 4,7 consiglieri indipendenti ogni dieci, sostanzialmente stabile rispetto all'anno precedente. È leggermente aumentato il numero degli amministratori che, pur qualificati come indipendenti, ricoprono cariche in altre società del gruppo (si tratta di sette amministratori, di cui due siedono anche nel consiglio della capogruppo e i restanti cinque nei consigli di altre società del gruppo).

## 7 La vigilanza sui consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede

Nel corso del 2017 i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede iscritti all'Albo sono aumentati, raggiungendo 55.897 unità (da 55.119 a fine 2016). Nel medesimo periodo il numero di consulenti attivi è diminuito da 36.819 a 36.359.

Nello svolgimento dei compiti di tenuta e gestione dell'Albo da parte dell'Organismo di cui all'art. 31, comma 4, del Tuf (operativo dal 1° gennaio 2009) non si sono verificate situazioni di criticità. In particolare, nel corso dell'anno è stato ricevuto un solo reclamo avverso i provvedimenti adottati dall'Organismo, ritenuto manifestamente infondato.

Nelle more dell'avvio del nuovo impianto normativo delineato dalla Legge di stabilità per il 2016, nel 2017 l'azione di vigilanza sui consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede ha principalmente tratto impulso, come di consueto, da segnalazioni degli intermediari, esposti provenienti dagli investitori, comunicazioni dell'Organismo, dell'Autorità Giudiziaria e della Polizia Giudiziaria, nonché da verifiche ispettive condotte presso gli intermediari (Tav. 54).

**Tav. 54 L'attività di vigilanza su consulenti finanziari e intermediari-rete**  
(numero di iniziative)

tipologia	riferimento	2016	2017
segnalazioni ed esposti		311	365
richieste dati, notizie e documenti (vigilanza informativa)		196	126
	di cui		
	ex art. 8, c. 1, Tuf	....	26
	ex art. 31, c. 7, Tuf	....	100
contestazioni con avvio di procedimenti sanzionatori		85	52
non avvio di procedimenti sanzionatori		....	231
comunicazioni di avvio di procedimenti cautelari	ex art. 55, c. 2, Tuf	25	29
sospensioni cautelari a 60 giorni	ex art. 55, c. 1, Tuf	....	20
sospensioni cautelari a 1 anno	ex art. 55, c. 2, Tuf	....	34
segnalazioni all'Autorità Giudiziaria		....	55

Fonte: Consob.

Come sempre, l'approccio *risk based* adottato nell'attività di vigilanza nei confronti dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede si è fondato su criteri oggettivi di selezione preventiva, quali le segnalazioni e gli esposti relativi alla violazione della normativa di settore.

Nel corso dell'anno sono pervenute 365 segnalazioni (311 nel 2016); sono state effettuate 126 richieste di dati e notizie agli intermediari relative a consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede (196 nel 2016) e sono stati avviati 52 procedimenti amministrativo-sanzionatori (85 nell'anno precedente).

Le tipologie di infrazioni più gravi e ricorrenti sono state: l'acquisizione della disponibilità di somme o di valori di pertinenza degli investitori, spesso perfezionata tramite l'utilizzo da parte del consulente dei codici di accesso telematico ai rapporti bancari intestati all'investitore; la comunicazione o trasmissione all'investitore di informazioni o documenti non rispondenti al vero e, in particolare, la consegna di rendiconti artefatti e la simulazione di operazioni di investimento; il compimento di operazioni non autorizzate dal cliente.

Con particolare riguardo agli accertamenti di natura cautelare ai sensi dell'art. 55, comma 2, del Tuf, nel 2017 sono stati avviati 29 procedimenti, a fronte dei 25 avviati nel 2016 (per i procedimenti conclusi e le sanzioni deliberate si veda il successivo Capitolo V 'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori').

Con riguardo agli intermediari-rete, sulla base del modello di vigilanza di tipo *risk based* e alla luce della comunicazione Consob 0012130 dell'11 febbraio 2016 relativa ai controlli sulle reti di promotori finanziari, anche nel corso del 2017 sono proseguite le verifiche sull'idoneità delle procedure interne di controllo della rete dei consulenti finanziari e l'attività di indirizzo proattivo degli operatori verso soluzioni in grado di contenere il rischio di comportamenti non corretti.

Le risultanze derivanti da specifici riscontri informativi pervenuti dagli intermediari e dall'attività ispettiva condotta nei loro confronti sono state integrate con la disamina della documentazione periodicamente inviata dagli stessi soggetti vigilati (si fa riferimento, in particolare, alla 'Relazione sulle modalità di svolgimento dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori e dell'attività di distribuzione di prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazioni o da banche' e alla 'Relazione della funzione di controllo di conformità alle norme' di cui alla delibera Consob 17297/2010) nonché con gli esiti delle analisi periodiche di tipo quantitativo svolte dall'Istituto.

Inoltre, sempre in un'ottica di carattere proattivo dell'approccio di vigilanza, nel 2017 si sono svolti incontri con i soggetti vigilati al fine di richiamare l'attenzione sulla disciplina di riferimento, anche in prospettiva del recepimento della Direttiva 2014/65/UE (MiFID II) e dell'adeguamento della normativa nazionale al Regolamento (UE) n. 600/2014 (MiFIR).

## 8 La vigilanza sui portali di *equity crowdfunding*

Al 31 dicembre 2017 risultavano iscritti 20 gestori di portali per l'*equity crowdfunding* (16 a fine 2016) nella sezione ordinaria del relativo registro e due gestori nella sezione speciale (uno a fine 2016) dedicata alle banche e alle imprese di investimento.

Nel corso del 2017 sono intervenute cinque iscrizioni e una cancellazione dalla sezione ordinaria, relativamente a soggetti diversi da banche e imprese di investimento.

Nell'ambito dell'attività di vigilanza, sono state effettuate due richieste di dati e notizie, ai sensi dell'art. 50-*quinquies*, comma 6, del Tuf, nei confronti di altrettanti gestori di portali, ed è stata condotta una verifica ispettiva nei confronti di un gestore (si veda il successivo Capitolo V 'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori'); si sono svolti, inoltre, 15 incontri con gestori di portali o con soggetti che hanno chiesto chiarimenti per intraprendere iniziative di gestione di portali di *equity crowdfunding*.

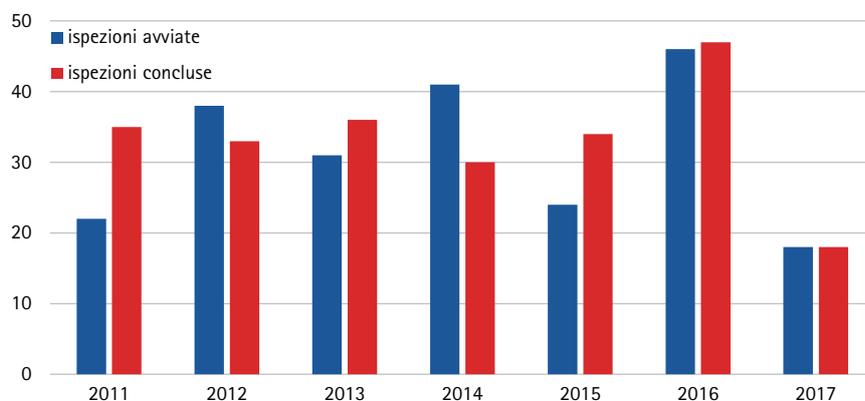
# L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori

## 1 Gli accertamenti ispettivi

Nel 2017 sono state avviate 18 verifiche ispettive e ne sono state concluse altrettante, di cui sette avviate nel 2016; a fine anno risultavano pertanto ancora in corso sette accertamenti (Fig. 39).

In un caso ci si è avvalsi nella fase di accesso della collaborazione del Nucleo Speciale di Polizia Valutaria della Guardia di Finanza. La Banca d'Italia ha chiesto inoltre l'esecuzione di quattro ispezioni sulla base dei vigenti protocolli d'intesa.

Fig. 39 Accertamenti ispettivi avviati e conclusi



Fonte: Consob. Nel 2016 il dato include 16 accertamenti avviati e conclusi relativi a filiali di banche interessate da operazioni di rafforzamento patrimoniale.

Rispetto all'anno precedente, quando si era registrato un picco di attività riferibile a intermediari bancari in crisi o interessati da operazioni di rafforzamento patrimoniale, l'attività ispettiva condotta nel 2017 è risultata più articolata e complessa poiché rivolta alla verifica di molteplici profili.

Dei complessivi 18 accertamenti ispettivi avviati nel 2017, cinque hanno riguardato le regole di comportamento e trasparenza degli intermediari, mentre sette (di cui due svolti per conto della Banca d'Italia) hanno avuto ad oggetto l'applicazione dei presidi antiriciclaggio. In due casi, inoltre, le ispezioni sono state dirette ad accertare eventuali violazioni della disciplina in tema di informativa societaria, in un caso di quella relativa

all'*equity crowdfunding* e in un caso del sistema di controllo di qualità di una società di revisione. Infine, due ispezioni sono state volte ad accertare profili di competenza istituzionale della Banca d'Italia in materia di intermediari su richiesta di quest'ultima (Tav. 55).

Nell'ambito dell'indagine sul sistema di qualità di una società di revisione, è stata condotta un'ispezione congiunta con il Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) su una *audit firm* italiana che effettua la revisione legale di emittenti con titoli negoziati sui mercati statunitensi (per ulteriori dettagli si veda il successivo Capitolo IX 'Le attività di supporto e la cooperazione internazionale').

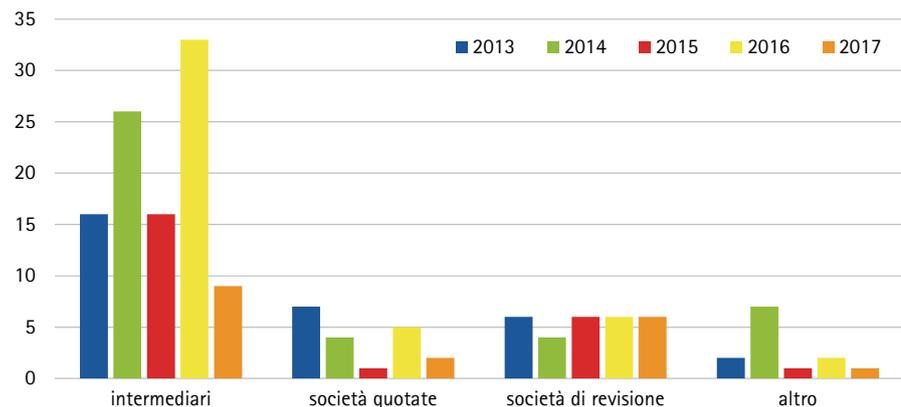
**Tav. 55 Aree di indagine delle verifiche ispettive avviate**

	intermediari e prodotti		emittenti e società di revisione			mercati	altro		
	servizi investimento	fondi immobiliari clientela <i>retail</i>	informazione societaria	assetti proprietari / Opa	incarichi di revisione	abusi di mercato	crowdfunding	riciclaggio	altre aree <sup>1</sup>
2013	5	1	2	9	4	4	--	4	2
2014	11	3	1	--	1	16	--	6	3
2015	7	--	3	--	4	3	--	5	2
2016	23	--	4	8	1	2	--	7	1
2017	5	--	2	--	1	--	1	7	2

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Il dato si riferisce ad aree di interesse di Banca d'Italia diverse dall'antiriciclaggio.

I soggetti sottoposti a verifica sono nove intermediari, sei società di revisione, due società quotate e un gestore di portale *online* di *equity crowdfunding* (Fig. 40).

**Fig. 40 Soggetti sottoposti ad accertamenti ispettivi**

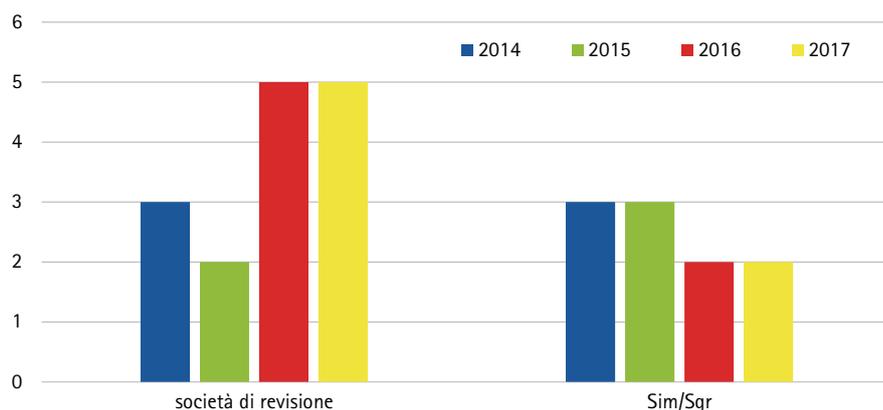


Fonte: Consob. La categoria 'società quotate' non include gli intermediari quotati, riportati nella categoria 'intermediari'.

## 2 La vigilanza per la prevenzione del riciclaggio e il contrasto del terrorismo

Nel corso dell'anno sono state avviate verifiche ispettive in materia di riciclaggio nei confronti di cinque società di revisione e, su richiesta della Banca d'Italia, di due Sgr (Fig. 41).

Fig. 41 Soggetti sottoposti a verifiche ispettive in materia di antiriciclaggio



Fonte: Consob.

Sulla base degli esiti delle verifiche condotte sono stati avviati procedimenti sanzionatori nei confronti di due società di revisione, per una delle quali si è provveduto altresì a effettuare una segnalazione all'Autorità Giudiziaria.

Inoltre, hanno formato oggetto di verifica numerose segnalazioni di possibili irregolarità in materia di riciclaggio riferibili a consulenti finanziari.

Sono state inoltre trasmesse a Banca d'Italia e all'Unità di Informazione Finanziaria svariate evidenze per gli approfondimenti di rispettiva competenza in tema di antiriciclaggio e contrasto al finanziamento del terrorismo, nell'ambito dei rapporti di collaborazione regolati da appositi protocolli di intesa.

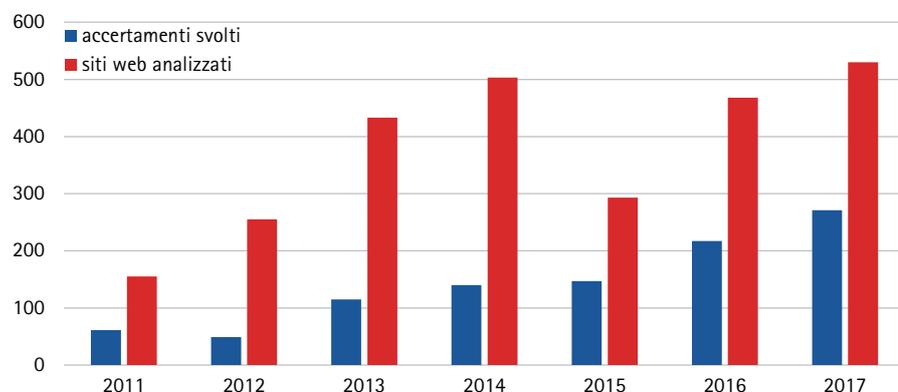
Infine, l'Istituto ha attivamente partecipato ai lavori del Comitato di sicurezza finanziaria (CSF) – istituito con il decreto legge 12 ottobre 2001, n. 369, convertito nella legge 14 dicembre 2001, n. 431 – volti al coordinamento dell'apparato nazionale di contrasto al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo. Nell'ambito di tale collaborazione la Consob ha, tra l'altro, fornito il proprio contributo per il recepimento in Italia della Direttiva (EU) 2015/849 (The Fourth EU Anti-Money Laundering Directive – AMLD4, cosiddetta quarta Direttiva Antiriciclaggio), avvenuto con l'emanazione del d.lgs. 25 maggio 2017, n. 90.

### 3 Gli accertamenti e i provvedimenti per abusivismo

#### 3.1 Gli accertamenti

Nel 2017 l'Istituto ha notevolmente intensificato l'azione di contrasto ai fenomeni di abusivismo, anche grazie al maggior numero di segnalazioni trasmesse dai risparmiatori. Nel corso dell'anno sono stati svolti 271 accertamenti relativi a fenomeni abusivi realizzati via internet e rientranti nelle competenze della Consob, che hanno comportato analisi e approfondimenti relativi a 530 siti web (Fig. 42).

Fig. 42 Accertamenti su siti internet in materia di abusivismo

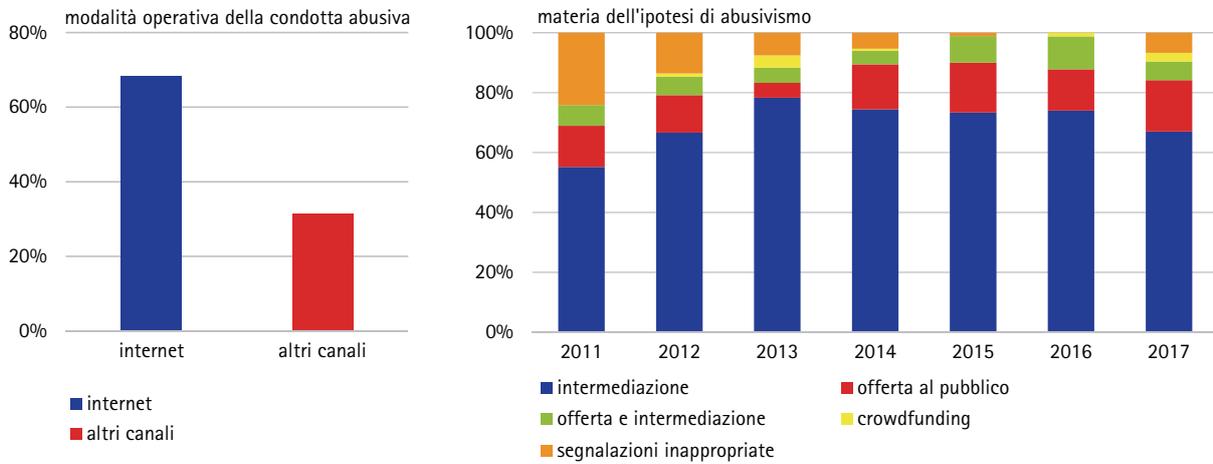


Fonte: Consob.

Nel corso dell'anno sono state avviate 209 istruttorie, dato in crescita del 15 per cento rispetto al 2016, di cui il 65 per cento circa relativo a ipotesi di intermediazione finanziaria abusiva. In linea con l'anno precedente, anche nel 2017 le condotte illecite sono state realizzate prevalentemente tramite web (siti internet, mail e *social network*; 68 per cento dei casi), ovvero tramite *cold calling*, pratica sempre più diffusa basata sull'utilizzo del telefono (Fig. 43).

In alcuni casi, soggetti non abilitati allo svolgimento di attività riservate hanno promosso, mediante tecniche di comunicazione a distanza, i servizi di investimento prestati da intermediari autorizzati, mettendo l'utente in condizione di aprire un conto di trading (o di concludere il contratto per la prestazione di servizi di investimento) e inducendolo al contestuale rilascio di una apposita procura al soggetto non autorizzato per la movimentazione del medesimo conto. L'offerta a distanza di servizi di terzi è stata inoltre rilevata in alcune fattispecie in cui soggetti non autorizzati hanno offerto al pubblico tramite sito internet alcuni servizi (quali ad esempio *software* per l'invio di 'segnali di trading') il cui utilizzo risultava subordinato alla preventiva apertura di un conto presso un *broker* autorizzato, talvolta anche all'insaputa del cliente.

**Fig. 43 Ipotesi di abusivismo**



Fonte: Consob.

Gli accertamenti svolti nel corso del 2017 hanno confermato le criticità esistenti nell'individuazione dei soggetti cui ricondurre le condotte illecite. Spesso si tratta di società con sede dichiarata in paesi extracomunitari, di cui non è sempre possibile la completa verifica dei dati, oppure in paesi europei ma i cui nominativi non corrispondono a società effettivamente registrate.

Nell'ambito degli accertamenti degli abusivismi per violazione delle disposizioni in materia di emittenti, le indagini hanno riguardato principalmente iniziative presentate ai risparmiatori come opportunità di investimento altamente remunerative.

L'Istituto è inoltre intervenuto in alcuni casi riguardanti proposte di investimento collegate alle presunte vendite di beni quali pietre preziose e oro.

Al riguardo sono stati condotti approfondimenti al fine di chiarire l'eventuale sussistenza di profili di competenza in ordine sia alla riconducibilità dell'oggetto della proposta negoziale alla nozione di prodotto finanziario, sia alla sussistenza della fattispecie di attività di offerta al pubblico. È stata altresì analizzata la struttura delle suddette proposte negoziali, al fine di verificarne la natura finanziaria.

In proposito, si evidenzia che operazioni di acquisto di beni, anche se concluse con l'intento soggettivo di investire il proprio patrimonio, non hanno natura finanziaria ove siano dirette a procurare all'acquirente il godimento del bene, inteso quale fruizione del bene o anche quale guadagno derivante dall'apprezzamento dello stesso nel tempo (ad esempio, con la vendita di un bene a un prezzo di mercato più alto rispetto al prezzo di acquisto). Perché si configuri un investimento di natura finanziaria, è necessario che l'atteso incremento di valore del capitale impiegato dall'investitore e il rischio a esso correlato siano elementi intrinseci all'operazione stessa, in quanto previsti nel contratto principale o in meccanismi contrattuali

collegati. Pertanto, la vendita di un bene materiale, come i diamanti o l'oro, può assumere le caratteristiche di offerta di un prodotto finanziario se sono esplicitamente previsti, anche tramite contratti collegati, elementi come, ad esempio, promesse di rendimento, obblighi di riacquisto del bene da parte dell'offerente, realizzazione di profitti ovvero vincoli al godimento del bene.

Sulla base di tali principi, nel corso del 2017 la Consob è intervenuta con l'adozione di provvedimenti di sospensione cautelare e di divieto nei confronti di soggetti che offrivano al pubblico la possibilità di effettuare investimenti, promettendo rendimenti finanziari predefiniti e periodici, apparentemente collegati all'acquisto di diamanti oppure di oro.

Nel corso del 2017, inoltre, sono stati riscontrati con sempre maggiore frequenza casi in cui operatori abusivi offrivano la possibilità di effettuare investimenti mediante criptovalute. Tali strumenti hanno avuto un rapido sviluppo negli ultimi anni, suscitando una crescente attenzione da parte delle autorità di vigilanza per i possibili rischi per la tutela degli investitori e l'integrità dei mercati (Riquadro 7).

A tal proposito si evidenzia che, a seconda delle caratteristiche della proposta che prevede l'utilizzo di valute virtuali, si può configurare una violazione della disciplina dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari, qualora siano promessi agli investitori flussi monetari periodici collegati all'acquisto/produzione (*mining*) di criptovalute, oppure una violazione della disciplina sulla prestazione di servizi di investimento, qualora agli investitori sia offerta la possibilità di effettuare, tramite apposite piattaforme tecnologiche di scambio *online*, operazioni regolate 'per differenza' aventi come sottostante (anche) valute virtuali.

In un caso la Commissione ha rilevato un'operatività illecita in relazione a entrambi i profili. L'Istituto ha conseguentemente adottato un provvedimento di sospensione cautelare dell'attività di offerta al pubblico di prodotti finanziari e diffuso una comunicazione a tutela degli investitori, segnalando che sul sito veniva promossa un'attività riconducibile alla prestazione di servizi di investimento senza la necessaria autorizzazione. In relazione ad altre ipotesi di violazione della disciplina dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari, nel 2017 la Consob ha inoltre avviato 15 istruttorie proponendo l'adozione di 12 iniziative di *enforcement*.

È altresì cresciuto il numero di iniziative, condotte tramite web, riconducibili a soggetti di nazionalità estera che si avvalgono dei cosiddetti '*referral*' (siti gestiti da soggetti di nazionalità italiana) per diffondere l'iniziativa stessa nei confronti del pubblico residente in Italia. L'attività svolta dai *referral* è idonea a integrare un illecito sanzionato dalla Consob ove l'oggetto della proposta negoziale sia qualificabile alla stregua di prodotto finanziario e l'offerta al pubblico sia svolta in assenza di prospetto.

## Riquadro 7

### I rischi delle criptovalute

Le criptovalute, o valute virtuali, hanno conosciuto una rapida diffusione negli ultimi anni, come emerge da una ricognizione condotta dalla BCE nel 2015, che ne ha individuate più di 500. Alle criptovalute non è attualmente riconosciuto lo *status* giuridico di moneta. Esse pertanto non hanno corso legale e non devono per legge essere obbligatoriamente accettate per l'estinzione di obbligazioni pecuniarie. Al contrario il loro utilizzo per l'acquisto di beni o servizi è possibile solo se il venditore è disposto ad accettarle quale mezzo di pagamento. La creazione (e successiva circolazione) di valute virtuali poggia su un processo totalmente decentralizzato basato sull'utilizzo della tecnologia DLT (*distributed ledger technology*).

I rischi connessi alla diffusione delle criptovalute sono molteplici. In primo luogo, l'assenza di un quadro giuridico preciso determina l'impossibilità di attuare un'efficace tutela (legale e/o contrattuale) degli interessi degli utenti, che possono trovarsi esposti a ingenti perdite economiche, ad esempio in caso di condotta fraudolenta, fallimento o cessazione di attività delle piattaforme *online* di scambio presso cui vengono custoditi i portafogli digitali personali.

Le valute virtuali inoltre pongono dei rischi per l'efficacia del contrasto al riciclaggio dei proventi di provenienza illecita e al finanziamento del terrorismo. Le transazioni in valuta virtuale vengono infatti realizzate su sistemi la cui accessibilità è di portata sostanzialmente globale e il cui grado di anonimato è notevolmente superiore a quello offerto dai tradizionali strumenti di pagamento. In tal modo l'identificazione degli autori e dei beneficiari di eventuali condotte illecite risulta estremamente difficoltosa.

In assenza di obblighi informativi e di presidi di trasparenza, le piattaforme di scambio sono altresì esposte a elevati rischi operativi e di sicurezza: esse, infatti, non sono tenute ad alcuna garanzia di qualità del servizio, né devono rispettare requisiti patrimoniali o procedure di controllo interno e gestione dei rischi.

Significativi risultano, infine, i rischi di controparte, mercato, liquidità ed esecuzione. Non sussistono infatti obblighi di compensazione tramite controparte centrale delle singole transazioni effettuate in valute virtuali, né obblighi per le piattaforme di scambio volti a garantire un certo volume di scambi o condizioni minime di liquidità, ampiezza, spessore e profondità del mercato dei cambi. Peraltro i tassi di conversione tra valute virtuali e valute aventi corso legale sono soggetti ad ampia volatilità in assenza di un'autorità centrale in grado di effettuare interventi di stabilizzazione.

In relazione alle fattispecie di abusivismo per violazione delle disposizioni in materia di appello al pubblico risparmio, è stata riscontrata in molti casi la sussistenza di possibili profili di interesse per l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, che è stata informata con riferimento a pratiche commerciali scorrette (*multilevel marketing* connesso a meccanismi remunerativi di tipo affiliativo-piramidale) ovvero casi di pubblicità ingannevole.

Infine nel corso dell'anno l'Istituto ha esaminato anche alcuni casi di 'finanziamento partecipativo' ovvero di *lending based crowdfunding* o *social lending*, fattispecie che non rientra nell'ambito di applicazione della disciplina dell'*equity based crowdfunding*.

L'operatività dei gestori dei portali *online* per la raccolta di fondi è consentita nel rispetto delle norme che regolano le attività riservate dalla legge. In merito ai limiti da rispettare affinché l'esercizio dell'attività di finanziamento collettivo si svolga coerentemente con le norme sulla raccolta del risparmio fra il pubblico, si evidenzia, come più volte affermato dalla Banca d'Italia, che l'acquisizione di fondi da parte dei soggetti che sollecitano un 'finanziamento partecipativo' per mezzo di piattaforme *online* deve essere effettuata sulla base di trattative personalizzate con i singoli finanziatori. Tali trattative possono essere considerate personalizzate allorché i prenditori e i finanziatori siano in grado di incidere con la propria volontà sulla determinazione delle clausole del contratto tra loro stipulato, e il gestore del portale si limiti a svolgere un'attività di supporto allo svolgimento delle trattative precedenti alla formazione del contratto. Nel caso in cui il gestore del portale si interponga tra il prestatore e il prenditore di fondi, acquisendo risorse per conto di quest'ultimo per il tramite di contratti standardizzati, viene meno l'elemento della personalizzazione richiamato dalla Banca d'Italia e si potrebbe configurare lo svolgimento di offerta al pubblico di prodotti finanziari.

### 3.2 I provvedimenti

Nel 2017 la Commissione ha adottato 167 iniziative di contrasto all'abusivismo, in crescita del 14 per cento circa rispetto all'anno precedente (Tav. 56).

In particolare, nel 2017 la Consob ha pubblicato 54 comunicazioni a tutela dei risparmiatori (*warning*) riferite a soggetti che hanno operato quasi tutti tramite il canale internet, mettendo in atto violazioni della disciplina in materia di intermediari.

Con riferimento alle ipotesi di abusivismo per violazione delle disposizioni previste dalla disciplina degli emittenti (offerta al pubblico di prodotti finanziari e pubblicità relativa all'offerta al pubblico di prodotti finanziari in assenza di pubblicazione del prospetto), nel corso dell'anno sono stati assunti 25 provvedimenti cautelari e interdittivi, sostanzialmente in linea con il dato del 2016 (26 provvedimenti).

Nel 2017 inoltre sono state effettuate 88 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria (77 nel 2016). Tali segnalazioni hanno riguardato sia ipotesi di prestazione abusiva di servizi e attività di investimento sia ipotesi di sussistenza di profili di illiceità penale connessi al presunto svolgimento di condotte tese a carpire la buona fede dei risparmiatori.

**Tav. 56 Provvedimenti per prestazione abusiva dei servizi di investimento, offerta abusiva di prodotti finanziari e pubblicità relativa all'offerta abusiva di prodotti finanziari**

	violazione delle disposizioni in tema di offerta al pubblico		comunicazioni a tutela dei risparmiatori	segnalazioni all'Autorità Giudiziaria	totale
	sospensione cautelare <sup>1</sup>	divieto			
2011	3	6	1	....	10
2012	6	6	16	41	69
2013	2	2	25	50	79
2014	3	2	47	66	118
2015	6	5	44	63	118
2016	14	12	44	77	147
2017	12	13	54	88	167

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Il dato del 2014 include una iniziativa che ha successivamente generato un provvedimento di divieto nel corso del 2015.

## 4 I provvedimenti sanzionatori

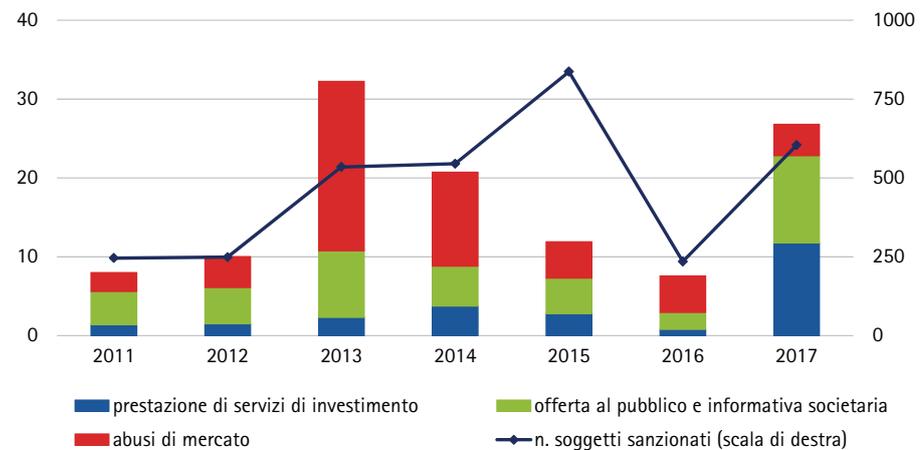
Nel 2017 sono stati portati a compimento 156 procedimenti sanzionatori (152 nel 2016), di cui 151 si sono conclusi con l'applicazione di sanzioni (136 nel 2016). Tali sanzioni sono state emesse nei confronti di 550 soggetti, responsabili di violazioni della disciplina in tema di abusi di mercato, intermediari, consulenti ed emittenti. I restanti cinque procedimenti si sono conclusi invece con l'archiviazione per tutti i soggetti coinvolti.

Sono stati inoltre sanzionati: 28 soggetti responsabili di prestazione non autorizzata di servizi di investimento e abusiva offerta fuori sede; due soggetti per violazioni in materia di operazioni effettuate dal *management* su titoli delle società gestite (cosiddetto *internal dealing*); un soggetto per violazione del Regolamento (UE) n. 236/2012 (Regolamento Short Selling); due soggetti per violazioni della disciplina in materia di *transaction reporting*; 42 soggetti responsabili in solido con gli autori delle violazioni.

L'importo complessivo delle sanzioni pecuniarie applicate è stato pari a 27,8 milioni di euro, registrando un significativo incremento rispetto ai 7,8 milioni del 2016, in ragione delle più elevate sanzioni applicate, nel complesso, per violazioni in materia di prestazione di servizi di investimento e di emittenti. Nel corso del 2017 si è altresì registrato un aumento delle sanzioni interdittive accessorie, pari complessivamente a 209 mesi (112 a

seguito di provvedimenti in materia di abusi di mercato e 97 relativi a emittenti) rispetto ai 144 mesi applicati nel 2016 e dei provvedimenti di sospensione cautelare nei confronti dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede (54 nel 2017 a fronte dei 19 adottati nell'anno precedente). Analogamente, nello stesso periodo, anche il controvalore dei beni oggetto di confisca è aumentato da 1,1 milioni di euro a 1,9 milioni, prevalentemente per violazioni in materia di abusi di mercato (Fig. 44).

**Fig. 44 Sanzioni pecuniarie irrogate dalla Consob**  
(milioni di euro)



Fonte: Consob. I dati includono i pagamenti in misura ridotta e i provvedimenti cautelari nei confronti dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede. Per il 2017 il numero di soggetti sanzionati e le sanzioni pecuniarie irrogate non includono i casi di offerta abusiva, *internal dealing*, *short selling*, e *transaction reporting*.

#### 4.1 I provvedimenti in materia di abusi di mercato

Nel 2017 la Consob ha assunto sei provvedimenti sanzionatori per violazioni della normativa in materia di abusi di mercato (sette nel 2016), di cui cinque relativi a fattispecie di abuso di informazioni privilegiate e uno di manipolazione del mercato.

Le sanzioni pecuniarie complessivamente applicate sono state pari a quattro milioni di euro (4,6 milioni nel 2016) e hanno riguardato 16 soggetti (oltre a un soggetto nei confronti del quale la sanzione è stata applicata in qualità di responsabile in solido), di cui 13 persone fisiche e tre enti in qualità di responsabili in solido con gli autori delle violazioni. Nell'ambito delle sanzioni applicate a tali enti, in tre casi sono state al contempo applicate sanzioni per violazione dell'art. 187-*quinquies* del Tuf, per complessivi 900 mila euro.

Nei confronti di 12 persone fisiche è stata applicata anche la sanzione accessoria obbligatoria di cui all'art. 187-*quater* del Tuf (perdita temporanea dei requisiti di onorabilità e incapacità temporanea ad assumere incarichi di

amministrazione, direzione e controllo nell'ambito di società quotate per una durata non inferiore a due mesi e non superiore a tre anni) per complessivi 112 mesi. Nei confronti dei medesimi soggetti, ove sussistenti i relativi presupposti, è stata inoltre disposta la confisca di beni ai sensi dell'art. 187-sexies del Tuf, per un valore complessivo pari a 1,2 milioni di euro (Tav. 57).

**Tav. 57 Provvedimenti sanzionatori per violazioni di norme in materia di abusi di mercato**  
(valori monetari in milioni di euro)

	numero casi	numero soggetti sanzionati <sup>1</sup>	importo sanzioni	importo confische	numero soggetti interessati da pene accessorie	pene accessorie (mesi)
2011	7	9	2,4	1,2	8	36
2012	12	19	3,9	6,0	16	126
2013	14	26	21,6	1,8	20	231
2014	9	21	11,9	0,4	13	156
2015	20	33	4,6	0,6	31	138
2016	7	16	4,6	1,1	13	142
2017						
<i>insider trading</i>	5	10	2,5	1,2	9	76
manipolazione	1	6	1,5	0	3	36
<i>totale</i>	<i>6</i>	<i>16</i>	<i>4,0</i>	<i>1,2</i>	<i>12</i>	<i>112</i>

Fonte: Consob. L'*insider trading* è sanzionato ai sensi degli art. 187-bis, quater, quinquies e sexies Tuf; la manipolazione è sanzionata ai sensi degli art. 187-ter, quater, quinquies e sexies Tuf. <sup>1</sup> Il numero di soggetti sanzionati nel 2013 comprende 20 persone fisiche e sei persone giuridiche; non sono inclusi gli enti responsabili in solido con gli autori delle violazioni. Il dato del 2014 comprende i soggetti sanzionati ai sensi degli artt. 187-bis, 187-ter e 187-quinquies Tuf; non sono inclusi tre soggetti giuridici nei confronti dei quali la sanzione è stata applicata in qualità di responsabile in solido con gli autori delle violazioni. Il dato del 2015 comprende i soggetti sanzionati ai sensi degli artt. 187-bis, 187-ter, 187-quinquies e 187-quinquiesdecies Tuf; non sono inclusi sette soggetti giuridici nei confronti dei quali la sanzione è stata applicata soltanto in qualità di responsabile in solido con gli autori delle violazioni. Il dato del 2016 sull'*insider trading* comprende i soggetti sanzionati ai sensi dell'art. 187-bis, non è incluso un soggetto giuridico nei confronti del quale la sanzione è stata applicata soltanto in qualità di responsabile in solido con gli autori della violazione; il dato sulla manipolazione comprende i soggetti sanzionati ai sensi degli artt. 187-ter Tuf (otto persone fisiche) e 187-quinquies Tuf (tre persone giuridiche). Il dato del 2017 comprende i soggetti sanzionati ai sensi degli artt. 187-bis, 187-ter Tuf (13 persone fisiche) e 187-quinquies Tuf (tre persone giuridiche); non è incluso un soggetto nei confronti del quale la sanzione è stata applicata in qualità di responsabile in solido.

## 4.2 I provvedimenti relativi a intermediari e consulenti finanziari

Nel corso del 2017, sono stati avviati 15 procedimenti sanzionatori nei confronti di intermediari finanziari per carenze procedurali e violazioni delle regole generali di diligenza, correttezza e trasparenza nella prestazione dei servizi e delle attività d'investimento (dieci nel 2016). In due casi gli stessi intermediari finanziari sono stati altresì sanzionati per avere comunicato alla Consob informazioni non veritiere.

I procedimenti sanzionatori hanno riguardato nove banche, una Sgr, tre Sim, una impresa di investimento estera e una succursale italiana di una impresa di investimento estera. Le relative sanzioni pecuniarie, pari nel complesso a 11,8 milioni di euro, sono state comminate nei confronti di 282 esponenti aziendali (80 nel 2016; Tav. 58).

**Tav. 58 Sanzioni pecuniarie irrogate nei confronti di intermediari mobiliari**  
(valori monetari in milioni di euro)

	numero intermediari coinvolti <sup>1</sup>				numero esponenti sanzionati				importo delle sanzioni			
	banche	Sim	Sgr	<i>totale</i>	banche	Sim	Sgr	<i>totale</i>	banche	Sim	Sgr	<i>totale</i>
2011	2	7	2	<i>11</i>	4	37	2	<i>43</i>	0,5	0,8	0,1	<i>1,4</i>
2012	2	3	2	<i>7</i>	3	5	18	<i>26</i>	0,1	1,0	0,4	<i>1,5</i>
2013	5	3	6	<i>14</i>	30	17	55	<i>102</i>	0,8	0,2	1,3	<i>2,3</i>
2014	4	8	4	<i>16</i>	42	31	28	<i>101</i>	2,6	0,9	0,3	<i>3,7</i>
2015	8	3	7	<i>18</i>	121	26	74	<i>221</i>	1,6	0,3	0,9	<i>2,8</i>
2016	2	5	3	<i>10</i>	38	23	19	<i>80</i>	0,2	0,4	0,2	<i>0,8</i>
2017	9	5	1	<i>15</i>	224	47	11	<i>282</i>	11,0	0,7	0,1	<i>11,8</i>

Fonte: Consob. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. <sup>1</sup> Il dato relativo alle Sim include: una società d'investimento comunitaria senza succursale in Italia nel 2013; cinque società di investimento comunitarie di cui tre senza succursale in Italia nel 2014; due imprese di investimento di diritto estero nel 2016; una impresa di investimento di diritto estero e una succursale italiana di una impresa di investimento di diritto estero nel 2017.

Con riferimento ai consulenti finanziari, nel 2017 sono stati adottati complessivamente 52 provvedimenti sanzionatori (81 nel 2016), di cui 28 radiazioni dall'Albo e 23 sospensioni a tempo determinato (da un minimo di un mese a un massimo di quattro mesi); in un caso è stata applicata la sanzione del richiamo scritto. Sono state altresì inoltrate 85 comunicazioni all'Autorità Giudiziaria inerenti ipotesi penalmente rilevanti emerse nel corso delle istruttorie svolte. Per quanto attiene ai provvedimenti di natura cautelare nei confronti dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, nel corso del 2017 la Consob ha adottato 54 provvedimenti di sospensione cautelare dall'esercizio dell'attività (a fronte dei 19 adottati nell'anno precedente; Tav. 59).

**Tav. 59 Provvedimenti sanzionatori e cautelari nei confronti dei consulenti finanziari**

	sanzioni					percentuale sul numero consulenti attivi iscritti all'Albo	provvedimenti cautelari	segnalazioni all'Autorità Giudiziaria
	richiamo	radiazione dall'Albo	sospensione dall'Albo a tempo determinato	sanzione amministrativa pecuniaria	<i>totale</i>		sospensione dell'attività a tempo determinato	
2011	1	92	23	--	<i>116</i>	<i>0,42</i>	28	68
2012	--	70	14	1	<i>85</i>	<i>0,35</i>	32	38
2013	--	44	18	1	<i>63</i>	<i>0,27</i>	20	27
2014	--	37	22	9	<i>68</i>	<i>0,31</i>	39	67
2015	--	83	39	--	<i>122</i>	<i>0,42</i>	30	76
2016	2	38	39	2	<i>81</i>	<i>0,27</i>	19	55
2017	1	28	23	--	<i>52</i>	<i>0,29</i>	54	85

Fonte: Consob.

Si tratta, in particolare, di 20 provvedimenti di sospensione cautelare dall'esercizio dell'attività per un periodo di 60 giorni, adottati ai sensi dell'art. 55,

comma 1, del Tuf, e di 34 provvedimenti di sospensione cautelare dall'esercizio dell'attività per un periodo di un anno, adottati ai sensi dell'art. 55, comma 2, dello stesso decreto.

In relazione alla prestazione non autorizzata di servizi e attività di investimento nonché all'abusiva offerta fuori sede, nel corso del 2017 sono stati adottati 26 provvedimenti sanzionatori nei confronti di 24 persone fisiche e 16 persone giuridiche, che hanno comportato l'applicazione di sanzioni pecuniarie per complessivi 390 mila euro.

### 4.3 I provvedimenti relativi agli emittenti

Nel 2017 la Consob ha assunto 48 provvedimenti sanzionatori concernenti violazioni in materia di emittenti e di informativa al pubblico (in notevole crescita rispetto ai 24 assunti nel 2016). Le relative sanzioni pecuniarie sono state pari complessivamente a 11 milioni di euro (2,1 milioni di euro nel 2016; Tav. 60).

In particolare, i procedimenti sanzionatori avviati per violazione degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti sono stati in totale otto, di cui cinque si sono conclusi con l'adozione di provvedimenti sanzionatori e l'applicazione di sanzioni pecuniarie complessivamente pari a 450 mila euro, mentre i rimanenti tre procedimenti si sono estinti anticipatamente stante il ricorso dei soggetti interessati alla facoltà del pagamento in misura ridotta.

I provvedimenti sanzionatori relativi alle violazioni in materia di informativa societaria sono stati 16 e hanno comportato l'applicazione di sanzioni pecuniarie pari a 1,9 milioni di euro nei confronti di 16 enti.

I provvedimenti sanzionatori adottati per specifiche violazioni in materia di revisione contabile sono stati cinque, di cui quattro hanno riguardato la violazione delle disposizioni volte alla prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo e uno i lavori di revisione sul bilancio di esercizio e consolidato di un istituto di credito (in relazione a quest'ultimo provvedimento, si veda il Capitolo II 'La vigilanza su emittenti e società di revisione'). Nel complesso sono state applicate, nei confronti delle cinque società di revisione, sanzioni pecuniarie per 550 mila euro.

In materia di offerta al pubblico e connesse attività pubblicitarie, sono stati adottati 18 provvedimenti sanzionatori, che hanno comportato l'applicazione di sanzioni pecuniarie per un importo pari a 7,8 milioni di euro. Nei confronti di 31 esponenti aziendali è stata altresì applicata la sanzione accessoria dell'interdizione temporanea per un periodo complessivo di 97 mesi con un minimo di due e un massimo di otto mesi.

Infine i provvedimenti adottati per violazione dei doveri di vigilanza gravanti sui membri degli organi di controllo di società quotate ex art. 149 del Tuf, sono stati quattro e hanno riguardato 11 soggetti, nei confronti dei quali sono state applicate sanzioni pecuniarie per complessivi 280 mila euro.

**Tav. 60 Sanzioni amministrative irrogate per violazioni della disciplina in materia di emittenti e di informativa societaria e finanziaria**

(valori monetari in milioni di euro)

	numero casi <sup>1</sup>							numero soggetti sanzionati							importo delle sanzioni <sup>1</sup>						
	offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita	Opa	informativa societaria e finanziaria	partecipazioni rilevanti e patti parasociali	revisione legale	responsabilità organi di controllo	<i>totale</i>	offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita	Opa	informativa societaria e finanziaria	partecipazioni rilevanti e patti parasociali	revisione contabile	responsabilità organi di controllo	<i>totale</i>	offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita	Opa	informativa societaria e finanziaria	partecipazioni rilevanti e patti parasociali	revisione legale	responsabilità organi di controllo	<i>totale</i>
2011	11	3	13	33	3	--	<b>63</b>	15	1	6	12	3	--	<b>37</b>	1,1	0,3	0,7	1,2	0,4	--	<b>3,7</b>
2012	5	4	18	17	5	5	<b>54</b>	12	10	18	25	4	14	<b>83</b>	0,9	0,4	0,8	1,3	0,1	0,9	<b>4,4</b>
2013	10	4	11	8	1	4	<b>38</b>	18	4	11	26	1	18	<b>78</b>	1,8	0,6	1,1	0,6	..	4,1	<b>8,2</b>
2014	6	--	12	9	5	8	<b>40</b>	53	--	13	9 <sup>2</sup>	9	38	<b>122</b>	2,1	--	0,3	0,5	1,0	1,1	<b>4,9</b>
2015	5	--	24	4	3	12	<b>48</b>	22	--	24	4 <sup>3</sup>	3	74	<b>127</b>	0,6	--	0,3	0,1	0,5	2,8	<b>4,3</b>
2016	3	--	10	1	6	4	<b>24</b>	4	--	10	1	6	12	<b>33</b>	0,2	--	0,3	..	1	0,5	<b>2,1</b>
2017	18	--	16	5	5	4	<b>48</b>	160	--	16	5	5	11	<b>197</b>	7,8	--	1,9	0,4	0,6	0,3	<b>11</b>

Fonte: Consob. La mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. <sup>1</sup> Il dato relativo alle sanzioni per partecipazioni rilevanti e patti parasociali irrogate nel 2014 non include tre procedimenti sanzionatori estinti anticipatamente stante il ricorso dei tre soggetti interessati alla facoltà del pagamento in misura ridotta (ex art. 16 della legge 689/1981), per un controvalore complessivo corrisposto pari a 150 mila euro. Relativamente al 2015, si segnala che nel corso dell'anno quattro procedimenti sanzionatori, avviati per violazione dell'art. 120 del Tuf, sono stati estinti anticipatamente stante il ricorso dei soggetti interessati alla facoltà del pagamento in misura ridotta (ex art. 16 della legge 689/1981), per un controvalore complessivo corrisposto pari a 200 mila euro. Relativamente al 2016, si segnala che l'importo della sanzione è pari a cinquemila euro; inoltre, nel corso dell'anno, sei procedimenti sanzionatori, avviati per violazione dell'art. 120 del Tuf, sono stati estinti anticipatamente stante il ricorso dei soggetti interessati alla facoltà del pagamento in misura ridotta (ex art. 16 della legge 689/1981), per un controvalore corrisposto pari a 60 mila euro.

Nel 2017 sono stati inoltre adottati due provvedimenti sanzionatori per violazioni in materia di operazioni effettuate dal *management* su titoli delle società gestite (cosiddetto *internal dealing*) che hanno comportato l'applicazione di sanzioni pari a 34 mila euro. In materia di vendite allo scoperto è stato altresì adottato un provvedimento sanzionatorio per violazione del Regolamento Short Selling nei confronti di una società, con applicazione di una sanzione pari a 550 mila euro e la confisca per un importo pari a 674 mila euro (per ulteriori dettagli si veda il precedente Capitolo I 'La vigilanza sui mercati'). Nel corso del 2017 infine è stato adottato un provvedimento sanzionatorio per violazioni della disciplina in materia di *transaction reporting* ai sensi dell'art. 65, comma 1, lett. b) del Tuf a fronte del quale è stata comminata una sanzione pari a 20 mila euro nei confronti di due esponenti aziendali di una banca.

Particolarmente intensa, infine, è risultata l'attività sanzionatoria in relazione alle vicende di tre banche che hanno presentato negli scorsi anni situazioni di crisi (Riquadro 8).

## Riquadro 8

### Provvedimenti sanzionatori relativi a intermediari in crisi

Nel corso del 2017 la Commissione ha sanzionato gli esponenti aziendali di Banca Popolare di Vicenza Spa e di Veneto Banca Spa, oltre che le medesime società, per violazioni della disciplina in materia di intermediari che hanno riguardato, tra l'altro, i finanziamenti concessi per l'acquisto di azioni di propria emissione, l'inadeguatezza delle procedure nella prestazione dei servizi di investimento e la comunicazione di informazioni non veritiere alla Consob. In particolare, sono state applicate sanzioni per complessivi euro 4,17 milioni nei confronti di Banca Popolare di Vicenza e per complessivi euro 4,26 milioni nei confronti di Veneto Banca.

Agli esponenti aziendali di Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio Sc sono state applicate, sempre per violazioni relative alla disciplina degli intermediari, sanzioni amministrative pecuniarie per complessivi 1,12 milioni di euro.

Nei confronti degli esponenti aziendali di Banca Popolare di Vicenza, di Veneto Banca e di Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio sono state altresì irrogate sanzioni per violazioni della disciplina in materia di prospetti sostanziatesi nella carenza, nella documentazione relativa a emissioni azionarie e obbligazionarie, di elementi informativi necessari affinché gli investitori potessero pervenire a un fondato giudizio su situazione patrimoniale e finanziaria, risultati economici e prospettive di tali emittenti nonché sui prodotti finanziari offerti. Le sanzioni applicate sono state complessivamente pari a oltre 1,4 milioni di euro per Banca Popolare di Vicenza, 790 mila euro per Veneto Banca e 1,54 milioni di euro per Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio.

Le tre banche sono state inoltre sanzionate per violazioni relative a incompletezza, non correttezza e mancata diffusione al pubblico di informazioni rilevanti, per importi pari a 470 mila euro per Banca Popolare di Vicenza, 535 mila per Veneto Banca e 90 mila per Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio.

Ad alcuni esponenti aziendali di Banca Popolare di Vicenza e di Veneto Banca sono state inoltre irrogate sanzioni per irregolarità poste in essere nell'ambito dell'attività di raccolta di intenzioni di sottoscrizione degli aumenti di capitale del 2014 realizzata prima dell'avvio del relativo periodo di offerta e dell'approvazione del prospetto da parte della Consob. In tal caso, l'importo delle sanzioni è stato di 85 mila euro per Banca Popolare di Vicenza e di 50 mila euro per Veneto Banca.

Gli esponenti aziendali di Banca Popolare di Vicenza sono stati inoltre sanzionati per avere realizzato un'offerta al pubblico di prodotti finanziari senza la preventiva pubblicazione del prospetto informativo. In questo caso, sono state irrogate sanzioni pecuniarie complessivamente pari a tre milioni di euro oltre a sanzioni interdittive accessorie per complessivi 76 mesi.



Nel corso del 2017 la Consob ha svolto un'intensa attività regolamentare, oltre a fornire, come di consueto, supporto tecnico al Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) nell'elaborazione della normativa nazionale in materia di mercati finanziari, derivante in larga parte dal processo di adeguamento alla legislazione europea. In questo ambito, è stato centrale il recepimento nell'ordinamento domestico, tramite il d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129, della Direttiva 2014/65/UE (Markets in Financial Instruments Directive - MiFID II) e l'adeguamento del quadro normativo al Regolamento (UE) n. 600/2014 (Markets in Financial Instruments Regulation - MiFIR), che hanno ridisegnato l'architettura dei mercati degli strumenti finanziari dando particolare rilievo alla tutela degli investitori e all'efficienza e trasparenza delle sedi di negoziazione.

## 1 Il recepimento delle direttive europee e l'attività regolamentare

A seguito del completamento del processo di adeguamento del Tuf alla Direttiva MiFID II e al Regolamento MiFIR, la Commissione ha proceduto a una totale riscrittura del Regolamento 16190 in materia di intermediari (Regolamento Intermediari) e del Regolamento 16191 in materia di mercati (Regolamento Mercati).

Il nuovo Regolamento Intermediari, adottato con la delibera 20307 del 15 febbraio 2018, contiene una generale rivisitazione della disciplina in materia di autorizzazione delle Sim e operatività in Italia delle imprese di investimento dell'Unione europea e di paesi terzi, tutela degli investitori, attività dei consulenti finanziari, conoscenze e competenze richieste al personale degli intermediari abilitato a fornire informazioni in materia di investimenti.

In particolare, è stato esteso anche ai rapporti con i clienti professionali l'obbligo di ricorrere al contratto scritto; è stata recepita la disciplina sugli incentivi e sul governo degli strumenti finanziari prevista dalle fonti europee primarie e secondarie; le regole di condotta applicabili alla prestazione di servizi di investimento sono state estese anche all'offerta e alla consulenza relativa a depositi strutturati (pur non rientrando questi ultimi tra gli strumenti finanziari). Sono stati inoltre previsti specifici requisiti di conoscenza e competenza per il personale che, per conto

dell'intermediario, fornisce ai clienti consulenza in materia di investimenti ovvero informazioni circa gli strumenti finanziari e i servizi offerti.

Infine, è stato regolamentato il trasferimento all'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei Consulenti Finanziari (OCF) delle competenze di tenuta dell'albo, di vigilanza e sanzionatorie su consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, consulenti autonomi e società di consulenza finanziaria, secondo quanto disposto dall'art. 1, comma 36 della legge 28 dicembre 2015, n. 208 (Legge di stabilità per il 2016). Tale Organismo, ordinato in forma di associazione con personalità giuridica di diritto privato, opererà nel rispetto dei principi e dei criteri stabiliti dalla Consob con proprio regolamento e sotto la sua vigilanza.

Nel nuovo Regolamento Mercati, adottato con delibera 20249 del 28 dicembre 2017, sono stati riformati gli aspetti concernenti i requisiti organizzativi, operativi e di trasparenza delle sedi di negoziazione, la disciplina per il *trading* algoritmico e l'*high frequency trading* e i requisiti delle nuove figure dei prestatori di servizi di comunicazione dati, compresi i dispositivi di pubblicazione autorizzati (APA), i fornitori di sistemi consolidati di pubblicazione (CPT) e i meccanismi di segnalazione autorizzati (ARM).

A decorrere dal 3 luglio 2016 trovano applicazione in Italia le nuove disposizioni introdotte dal Regolamento (UE) n. 596/2014 (Market Abuse Regulation - MAR) in materia di abusi di mercato e dalle relative norme tecniche di regolamentazione e di attuazione, che hanno ampliato l'ambito soggettivo e oggettivo di applicazione della disciplina rispetto a quanto precedentemente delineato dalla Direttiva 2003/6/CE (Market Abuse Directive - MAD).

In particolare, sono stati inclusi nell'ambito di applicazione della disciplina i sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) e i sistemi organizzati di negoziazione (OTF). Sono state altresì incluse le negoziazioni effettuate *over the counter* (OTC) anche su *credit default swaps* e le operazioni sui mercati delle merci che possono avere effetti sui mercati finanziari, quelle sui mercati delle quote di emissioni, nonché le condotte manipolative relative agli indici di riferimento (*benchmark*).

Il Regolamento MAR, insieme alle relative misure delegate e di attuazione, ha ampiamente armonizzato il quadro europeo delle regole applicabili alla comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate, dei presidi volti a garantire la tutela della riservatezza, nonché delle regole in tema di trasparenza delle operazioni effettuate dagli esponenti aziendali degli emittenti e di *fair presentation* delle raccomandazioni di investimento.

Al riguardo, la Consob ha comunicato all'ESMA l'intenzione di conformarsi e attuare nell'ordinamento nazionale gli Orientamenti da questa emanati ai sensi degli artt. 11 e 17, paragrafo 11, del Regolamento, in tema di sondaggi di mercato (cosiddetto *market sounding*) e di ritardo nella pubblicazione di informazioni privilegiate. I primi si applicano dal 10 gennaio 2017, i secondi dal 20 dicembre 2016.

Il 30 settembre 2016 l'ESMA ha inoltre adottato gli ultimi Orientamenti richiesti dal Regolamento MAR, riguardanti le informazioni privilegiate oggetto di pubblicazione nei mercati di derivati su merci. Le disposizioni si applicano a partire dal 17 marzo 2017.

Con l'adozione della delibera 19925 del 22 marzo 2017 la Commissione ha concluso il processo di revisione dei propri regolamenti concernenti la disciplina degli emittenti e dei mercati, nonché le operazioni con parti correlate, per adeguarli al nuovo complesso normativo sugli abusi di mercato.

In particolare, l'intervento regolamentare ha consentito di allineare la normativa domestica a quella europea, abrogando le disposizioni secondarie in contrasto con la nuova disciplina, e di coordinarla con le altre disposizioni nazionali riguardanti, tra l'altro, gli obblighi di informazione continua da parte degli emittenti titoli diffusi e gli obblighi di trasparenza delle operazioni effettuate da azionisti rilevanti su titoli degli emittenti quotati.

È stata inoltre innalzata da cinquemila a 20 mila euro la soglia che fa scattare l'obbligo di pubblicità per le operazioni effettuate dal *management* su titoli delle società gestite (cosiddetto *internal dealing*), anche al fine di mitigare gli oneri amministrativi per gli emittenti quotati, con particolare riferimento alle imprese di minori dimensioni.

Ad esito dei lavori regolamentari, la Commissione ha ravvisato l'esigenza di predisporre adeguati strumenti in grado di agevolare gli operatori nel ricostruire il complesso della disciplina di settore, costituita in parte da disposizioni europee direttamente applicabili nel territorio nazionale e in parte da disposizioni domestiche di attuazione di quelle europee. Sono state pertanto adottate nel mese di ottobre 2017 linee-guida attinenti alle raccomandazioni di investimento (Riquadro 9) e alla gestione delle informazioni privilegiate (Riquadro 10). Tali linee-guida sono state sottoposte a un processo di consultazione pubblica tra aprile e luglio 2017 e sono state oggetto di un ciclo di incontri dedicati al confronto con le varie associazioni rappresentative dei soggetti interessati. Le linee-guida rappresentano uno strumento operativo volto a facilitare la piena e corretta applicazione del Regolamento MAR, superando i dubbi emersi ed evidenziati dagli operatori dopo l'entrata in vigore, nel luglio 2016, della nuova disciplina.

Per tener conto delle tipicità delle piccole e medie imprese (PMI), saranno sviluppate specifiche indicazioni nelle prossime versioni delle linee-guida, in coerenza con il principio di proporzionalità.

## Riquadro 9

### Linee-guida sulle raccomandazioni di investimento

Le linee-guida sulle raccomandazioni di investimento offrono un supporto operativo relativo ai seguenti temi: i) la corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento e la comunicazione al pubblico di interessi particolari e di conflitti di interessi; ii) le condizioni e circostanze in presenza delle quali la Consob può richiedere la pubblicazione delle raccomandazioni di investimento. Esse sono rivolte, oltre a chi elabora o diffonde raccomandazioni di investimento, anche a chi le riceve, alle società che ne sono oggetto e ai media che le diffondono.

Con riferimento al primo tema, al fine di meglio chiarire l'ambito di applicazione del Regolamento MAR e dei relativi regolamenti attuativi, viene evidenziato che per valutare se un documento costituisca una raccomandazione di investimento, deve esserne valutato il contenuto. In particolare è necessario valutare se le informazioni in esso riportate, a prescindere dalle modalità di elaborazione e/o diffusione dello stesso, siano suscettibili di raccomandare o consigliare, implicitamente o esplicitamente, una strategia di investimento in relazione a uno o più emittenti strumenti finanziari. Inoltre si precisa che le raccomandazioni di investimento si distinguono per il fatto che le relative informazioni sono destinate ai canali di distribuzione o al pubblico. Sono altresì fornite delucidazioni in merito alle tipologie di obblighi per i quali la disciplina MAR prevede modalità di adempimento differenti e più flessibili, in ottemperanza al principio della proporzionalità. Sono infine forniti chiarimenti di tipo operativo sulle possibili modalità di *disclosure* dei relativi obblighi informativi nel caso di diffusione delle cosiddette '*trading ideas*'.

Con riferimento al secondo tema, viene anzitutto precisato che la richiesta di pubblicazione di una raccomandazione di investimento da parte della Consob ha la finalità di garantire una corretta informazione del pubblico in situazioni in cui le informazioni diffuse sul mercato relative alla raccomandazione stessa possano essere tali da compromettere la correttezza del quadro informativo ovvero delineare un quadro informativo falso o fuorviante.

Inoltre, al fine di individuare le situazioni concrete di non corretta informazione che possono giustificare l'intervento della Consob, sono individuate in maniera puntuale le condizioni in presenza delle quali può essere richiesta la pubblicazione delle raccomandazioni.

## Riquadro 10

### Linee-guida sulla gestione delle informazioni privilegiate

Le linee-guida sulla gestione delle informazioni privilegiate offrono indicazioni operative volte ad agevolare i processi di gestione di tali informazioni e sistematizzare, nelle procedure organizzative degli emittenti, gli obblighi derivanti dalla normativa europea. Le linee-guida intendono fornire un possibile modello di riferimento per l'emittente, traendo indicazioni utili in parte da disposizioni cogenti e in parte da orientamenti espressi dalla Consob.

La nuova disciplina comunitaria ha evidenziato la rilevanza delle procedure interne che l'emittente deve porre in essere al fine di gestire correttamente l'informazione privilegiata, sia nella realtà aziendale, specialmente nel caso di ritardi, sia nel momento della sua diffusione al pubblico.

Tra le misure suggerite agli emittenti, si segnalano l'istituzione della *Relevant Information List* (RIL), per facilitare il monitoraggio della circolazione delle specifiche informazioni rilevanti (in una fase anche precedente a quella di una loro eventuale qualificazione come privilegiate) e l'individuazione di specifiche funzioni organizzative, denominate, rispettivamente, Funzione Gestione Informazioni Privilegiate (FGIP) e Funzioni Organizzative Competenti Informazioni Privilegiate (FOCIP), preposte alla gestione della procedura stessa e al monitoraggio delle fasi prodromiche alla gestione e pubblicazione delle informazioni privilegiate.

In particolare, la FGIP, cui è demandato il monitoraggio dell'informazione e l'applicazione della procedura, dovrebbe essere attribuita a una figura apicale o essere incardinata in un'unità organizzativa direzionale o essere costituita in forma di unità organizzativa autonoma. Nell'espletamento dei propri compiti, essa si avvale del supporto delle FOCIP a vario titolo coinvolte nella trattazione di informazioni rilevanti o privilegiate e può utilizzare strumenti di coordinamento strutturato (come ad esempio le cosiddette *info-room*).

Ulteriori chiarimenti riguardano il momento in cui la specifica informazione rilevante si qualifica come privilegiata e, come tale, diviene oggetto dell'obbligo di pubblicazione o, diversamente, viene gestita attraverso l'istituto del ritardo.

Uno strumento sicuramente imprescindibile per il mantenimento della confidenzialità delle informazioni privilegiate e per eventuali indagini da parte della Consob è l'elenco delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate, la cui *ratio* non è mutata con la nuova disciplina. Nel corso dell'anno sono stati forniti a livello europeo importanti chiarimenti applicativi, con particolare riferimento al ruolo dei soggetti che agiscono in nome e per conto dell'emittente.

Con delibera Consob 20204 del 29 novembre 2017 è stato modificato anche il Regolamento sull'*equity crowdfunding* (Regolamento 18592 del 26 giugno 2013 e successive modificazioni), al fine di recepire le novità introdotte dalla legge 11 dicembre 2016, n. 232 (Legge di bilancio 2017), che ha esteso la relativa disciplina contenuta nel Tuf, prima limitata alle *start-up* e alle PMI innovative, a tutte le piccole e medie imprese, come definite dalla disciplina europea. In materia di *equity crowdfunding* è successivamente intervenuto il d.lgs. 129/2017, di attuazione della MiFID II, che ha previsto ulteriori modifiche alle disposizioni del Tuf in materia di raccolta di capitali di rischio tramite portali.

La normativa sul *crowdfunding* è stata modificata per ampliare il novero dei cosiddetti gestori di diritto che possono chiedere l'iscrizione nella sezione speciale dell'albo ai fini dello svolgimento dell'attività di gestione di portali, ricomprendendo anche Sgr, Sicav e Sicaf, limitatamente all'offerta sui portali di quote o azioni di OICR che investono prevalentemente in piccole e medie imprese. Infine, sono stati ampliati i poteri di vigilanza della Consob sui gestori di portali di *equity crowdfunding*, con la previsione del potere di convocare amministratori, sindaci e personale dei gestori stessi.

Altre rilevanti modifiche hanno riguardato il rafforzamento dei presidi in tema di conflitto di interessi e la revisione delle disposizioni sull'obbligo dell'*anchor investor*, ampliando la platea di tali investitori e riducendo dal 5 al 3 per cento la quota minima obbligatoria di partecipazione di questi ultimi all'investimento, in caso di società con gli ultimi due bilanci certificati.

Si è infine concluso il processo di adeguamento della normativa secondaria alla Direttiva 2014/91/UE (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities - UCITS V), recepita nell'ordinamento nazionale con d.lgs. 18 aprile 2016, n. 71, che mira a una maggiore armonizzazione della disciplina del depositario di Oicvm, a dotare le società di gestione di politiche di remunerazione e incentivazione sane e prudenti e a rafforzare il sistema sanzionatorio e i poteri di intervento delle autorità di vigilanza nazionali ed europee.

Al fine di recepire la Direttiva UCITS V, nel corso del 2017 sono state apportate modifiche al Regolamento Emittenti e al Regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio (Regolamento congiunto).

Il Regolamento Emittenti è stato modificato, con delibera 19974 del 27 aprile 2017, con particolare riferimento all'informativa da rendere in relazione al depositario e alle politiche di remunerazione. Con l'occasione sono stati definiti gli obblighi di trasparenza sulle operazioni di finanziamento tramite titoli e del riutilizzo in capo ai gestori di Oicr, di matrice UCITS e AIFMD (Direttiva 2011/61/UE Alternative Investment Fund Managers Directive - AIFMD), per adeguare l'ordinamento domestico alle disposizioni del Regolamento (UE) 2015/2365.

Con le modifiche apportate al Regolamento congiunto sono state recepite le norme sulle remunerazioni dei gestori di Oicvm contenute nella Direttiva UCITS V, tenendo altresì conto delle linee-guida dell'ESMA di attuazione della Direttiva.

Con delibera 20250 del 28 dicembre 2017, il Regolamento Emittenti è stato adattato alle modifiche apportate al Tuf dal d.lgs. 14 novembre 2016, n. 224, di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del Regolamento (UE) n. 1286/2014, relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (Packaged Retail and Insurance-based Investment Products - PRIIPs).

La disciplina comunitaria prevede la consegna obbligatoria all'investitore al dettaglio di un documento sintetico (il Key Informations Document o KID), come presidio informativo ulteriore rispetto al prospetto, al fine di agevolarne la comprensione e la comparabilità. Il Regolamento Emittenti è stato modificato al fine di definire modalità e termini degli obblighi di notifica del KID alla Consob.

Con il d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, è stata data attuazione nell'ordinamento nazionale alla Direttiva 2014/95/UE avente ad oggetto la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario da parte di talune imprese e gruppi di grandi dimensioni. Il provvedimento introduce, per gli enti di interesse pubblico (EIP) di grandi dimensioni, l'obbligo di presentare una dichiarazione non finanziaria che contenga informazioni concernenti il personale, il rispetto dei diritti umani, l'impatto ambientale, la lotta contro la corruzione, nonché informazioni sulla politica applicata in materia di *board diversity*.

L'art. 9 del decreto legislativo prevede che la Consob (sentite Banca d'Italia e IVASS per i profili di competenza relativi ai soggetti da esse vigilati) disciplini con regolamento: le modalità di trasmissione della dichiarazione di carattere non finanziario; le eventuali ulteriori modalità di pubblicazione della dichiarazione di carattere non finanziario rispetto al registro delle imprese, nonché delle necessarie informazioni modificative o integrative richieste dalla Consob in caso di dichiarazione incompleta o non conforme; le modalità e i termini per il controllo effettuato dalla Consob sulle dichiarazioni di carattere non finanziario; i principi di comportamento e le modalità di svolgimento dell'incarico di verifica della conformità delle informazioni da parte dei revisori. La Consob, in attuazione dell'art. 9, con delibera 20267 del 18 gennaio 2018, ha adottato il nuovo Regolamento, che disciplina le modalità di pubblicazione, verifica e vigilanza sulle dichiarazioni di carattere non finanziario.

Il Regolamento, al fine di contenere gli oneri gravanti sulle imprese, prevede che le società quotate e quelle i cui strumenti finanziari sono diffusi tra il pubblico in misura rilevante utilizzino i canali di pubblicazione e trasmissione già previsti dall'attuale disciplina del Tuf, mentre per le altre società è prevista la

pubblicazione della dichiarazione non finanziaria sul proprio sito internet al fine di garantire un più facile accesso a tutti gli *stakeholders* interessati.

Per quanto riguarda la verifica di conformità della dichiarazione non finanziaria effettuata dal revisore legale, le imprese potranno scegliere fra due forme di attestazione (*limited assurance* e *reasonable assurance*), connotate da livelli crescenti di approfondimento. I due metodi di verifica potranno essere combinati.

Con riferimento alle modalità e ai termini per il controllo effettuato dalla Consob sulla dichiarazione non finanziaria, in analogia con quanto avviene per l'informativa finanziaria, è previsto che la vigilanza avvenga su base campionaria, valorizzando le segnalazioni di sindaci, revisori e altri *stakeholders*.

Il lavoro di recepimento della Direttiva MiFID II ha costituito l'occasione per l'introduzione nel Tuf di una disciplina unitaria dei sistemi di segnalazione delle violazioni nel settore finanziario soggetto a regolamentazione. La nuova disciplina, contenuta negli articoli 4-*undecies* e 4-*duodecies* concerne, rispettivamente, il cosiddetto *whistleblowing* 'interno' ed 'esterno'. In particolare, il '*whistleblowing* interno' riguarda i sistemi per la segnalazione all'interno delle entità, da parte del personale, di fatti che possono costituire violazioni delle norme disciplinanti l'attività svolta. Il '*whistleblowing* esterno', invece, riguarda i sistemi di segnalazione alle autorità pubbliche competenti di fatti che possono costituire violazioni della normativa.

L'ambito di applicazione soggettivo della nuova normativa ricomprende tutti i soggetti destinatari delle discipline contenute rispettivamente nella Parte II del Tuf (Sim, banche, società di gestione di Oicvm, Sicav, Sicaf, società di consulenza, gestori di portali di *equity crowdfunding*, imprese di assicurazione) e nella Parte III del Tuf (gestori di mercati regolamentati, fornitori di servizi di comunicazione dati, depositari centrali, controparti centrali). Tali soggetti sono tenuti a predisporre sistemi interni per la segnalazione delle violazioni per tutte le attività regolamentate svolte.

Nel mese di novembre 2017, la Consob ha condotto una breve consultazione pubblica sulle proposte di integrazione al Regolamento Intermediari, al Regolamento Mercati e al Regolamento Equity crowdfunding, finalizzate a dare attuazione alla disposizione di cui all'articolo 4-*undecies*, comma 4, del Tuf in materia di *whistleblowing*.

Oltre a tali segnalazioni è possibile, ai sensi della Direttiva di esecuzione (UE) 2015/2392 relativa al Regolamento MAR, inviare alla Consob segnalazioni di presunte violazioni del suddetto Regolamento.

Dal 3 gennaio 2018 la Consob ha attivato due canali dedicati, telefonico e telematico, per la ricezione immediata delle segnalazioni relative a presunte violazioni della normativa vigente da parte del personale di soggetti vigilati, o in materia di abusi di mercato da chiunque abbia interesse.

L'utilizzo dello strumento in esame, che consente all'Autorità di acquisire nuove informazioni utili al fine di individuare e reprimere condotte illecite, sarà ulteriormente esteso anche ad altri settori sottoposti alla vigilanza della Consob, per effetto del nuovo Regolamento (UE) 2017/1129 del 14 giugno 2017, relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato.

## 2 Ulteriori interventi regolamentari

Nel novembre 2017 la Consob ha avviato una consultazione pubblica per dettagliare i criteri per la determinazione delle società quotate ricomprese nella definizione di PMI di cui all'articolo 1, comma 1, lett. *w-quater.1*), del Tuf, dapprima introdotta dal decreto legge 24 giugno 2014, n. 91 (cosiddetto 'decreto competitività'), poi successivamente modificata dal decreto legislativo 15 febbraio 2016, n. 25, di recepimento della Direttiva Transparency.

Il legislatore ha introdotto a favore delle PMI un regime normativo più flessibile rispetto a quello che regola la generalità delle società quotate, volto a promuoverne e incentivarne l'accesso al mercato dei capitali di rischio, indicando due parametri dimensionali (e le relative soglie) utili all'individuazione delle imprese qualificabili come PMI: la capitalizzazione media, che deve risultare inferiore a 500 milioni di euro, e il fatturato, che deve risultare inferiore a 300 milioni di euro.

L'intervento regolamentare ha avuto ad oggetto le disposizioni attuative concernenti i criteri di calcolo della capitalizzazione e del fatturato, gli adempimenti informativi cui sono tenuti tali emittenti (in relazione all'acquisto ovvero alla perdita della qualifica di PMI) e le modalità di pubblicazione dell'elenco delle PMI.

Nell'ambito della consultazione, la Commissione ha sottoposto al mercato taluni interventi di modifica del Regolamento Emittenti volti a specificare meglio i criteri per l'identificazione degli emittenti strumenti finanziari diffusi presso il pubblico in misura rilevante, al fine di superare taluni profili di incertezza riscontrati nella prassi applicativa, con particolare riferimento alle società sottoposte a procedura concorsuale e in liquidazione volontaria e alle società di piccole dimensioni. L'intervento regolamentare ha avuto ad oggetto anche le modalità di adempimento degli obblighi informativi e la periodicità dell'aggiornamento dell'elenco da parte della Consob.

L'evoluzione del quadro normativo di riferimento, anche a seguito dell'emanazione del d.lgs. 6 agosto 2015, n. 130, e delle connesse norme di attuazione concernenti l'istituzione dell'Arbitro per le controversie finanziarie (ACF), ha reso necessario nel corso del 2017 modificare il regolamento recante l'individuazione dei tipi di dati sensibili e giudiziari e di operazioni eseguibili ai sensi degli articoli 20, comma 2, e 21, comma 2, del Codice in materia di protezione dei dati personali, adottato dalla Consob con delibera 15138 dell'8 febbraio 2006 e successive modificazioni.

L'intervento di modifica del regolamento, attuato con delibera 19941 del 30 marzo 2017 (acquisito il parere del Garante per la protezione dei dati personali), oltre ad apportare perfezionamenti di carattere formale al testo dei singoli articoli, ha incluso l'aggiornamento delle fonti normative richiamate nelle relative tabelle, una nuova denominazione delle stesse per macro-aeree dell'attività istituzionale e l'inserimento di nuove tabelle rispetto a quelle contenute nel testo previgente.

La Consob ha altresì fornito supporto tecnico per la stesura della legge 25 ottobre 2017, n. 163 (Legge di delegazione europea 2016-2017), volta ad attuare a livello nazionale una serie di ulteriori atti europei che incidono sulla disciplina dei mercati finanziari.

Gli atti a cui si fa riferimento riguardano: la Direttiva (UE) 2017/828 sui diritti degli azionisti, che ha integrato e modificato alcune parti della precedente direttiva in materia; il nuovo Regolamento (UE) 2016/1011 sui *benchmark*, volto a definire regole armonizzate per la produzione, la contribuzione di dati e l'uso di indici usati come riferimento per la determinazione del *pay-out* degli strumenti finanziari e dei contratti finanziari o per misurare la *performance* di fondi di investimento; la Direttiva (UE) 2016/97 sulla distribuzione assicurativa (Insurance Distribution Directive - IDD); il nuovo Regolamento (UE) 2015/2365 sulla trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli e del riutilizzo, che ha dettato regole armonizzate per l'autorizzazione e la vigilanza sui depositari centrali.

La medesima legge inoltre reca principi e criteri direttivi per la delega al Governo, al fine di apportare al Tuf le modifiche necessarie per la piena attuazione del Regolamento MAR e delle relative norme tecniche di regolamentazione.

La Consob ha inoltre fornito supporto tecnico nell'ambito dei lavori volti all'emanazione e alla conversione del decreto legge 16 ottobre 2017, n. 148, recante modifiche all'articolo 120 del Tuf in materia di trasparenza degli assetti proprietari degli emittenti quotati (si veda il Capitolo II 'La vigilanza su emittenti e società di revisione').

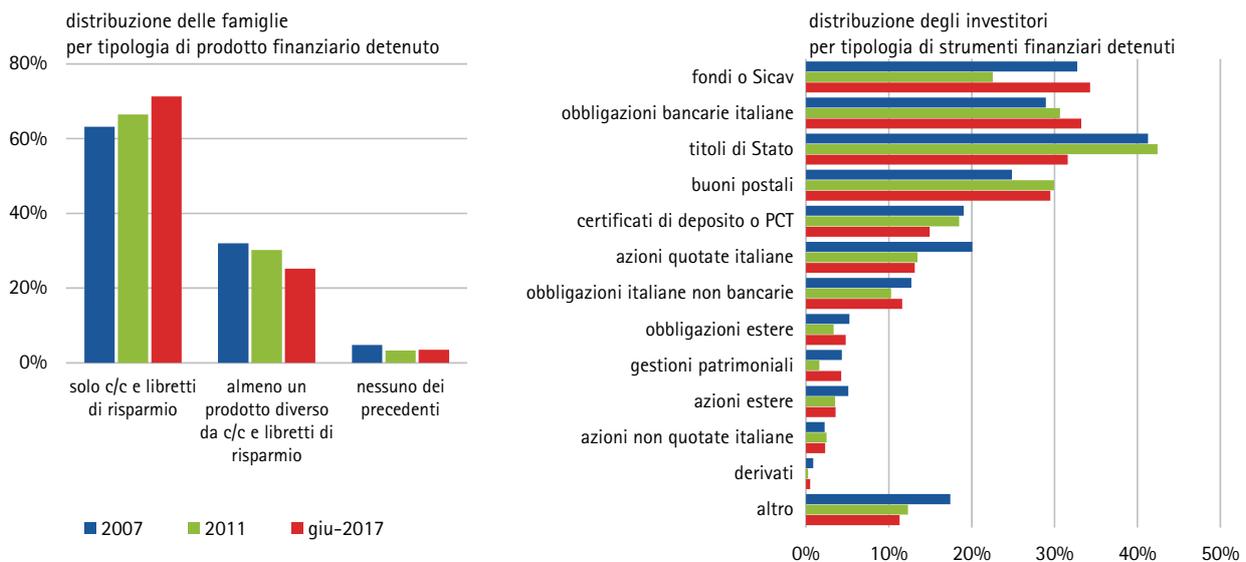
## 1 Le scelte di investimento delle famiglie

Secondo le stime desumibili da dati di *survey*, a giugno 2017 la percentuale di famiglie italiane in possesso di almeno un prodotto finanziario (diverso dal conto corrente e dai depositi bancari e postali) si attesterebbe al 25 per cento, in calo di 7 punti percentuali rispetto al 2007 (Fig. 45).

Con riferimento al solo sotto-campione degli investitori, le quote di fondi o Sicav rappresentano l'attività finanziaria più diffusa, come indicato dal 35 per cento circa delle famiglie: il dato risulta in lieve crescita rispetto al 2007 e conferma una netta inversione di tendenza rispetto al 2011. Seguono le obbligazioni bancarie e i titoli di Stato, entrambi indicati dal 33 per cento circa degli investitori, benché per le prime si registri un incremento e per i secondi una contrazione rispetto ai valori *pre-crisi*. Per i buoni postali, il livello di diffusione è cresciuto nel tempo portandosi a metà 2017 al 29 per cento circa del sotto-campione considerato.

I dati di *survey* appaiono coerenti con la composizione delle attività finanziarie delle famiglie italiane rilevata dall'Eurostat (Riquadro 11).

**Fig. 45 Partecipazione delle famiglie italiane ai mercati finanziari**



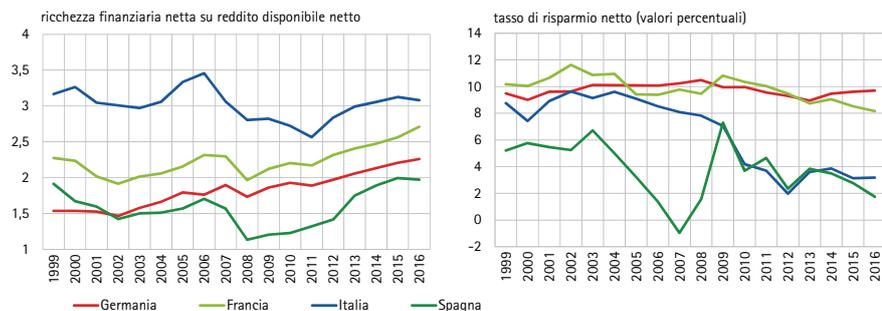
La figura di destra si riferisce al sotto-campione dei risparmiatori che detengono almeno uno strumento finanziario oltre al conto corrente o al deposito bancario o postale. La voce 'certificati di deposito o PCT' include anche i depositi in valuta estera. La voce 'altro' include programmi misti (polizze-fondi), prodotti a capitale o rendimento garantito, *hedge funds*, conti di gestione della liquidità, Etf, Eltif. Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - *Multifinanziaria Retail Market*. Confronta Note metodologiche.

## Riquadro 11

### La ricchezza delle famiglie nei principali paesi dell'area euro

A fine 2016 la ricchezza finanziaria netta delle famiglie italiane (ossia le attività finanziarie al netto delle passività finanziarie) si conferma su livelli prossimi a quelli *pre-crisi*, pari a tre volte circa il reddito disponibile netto. Nonostante rimanga inferiore ai massimi registrati nel 2006, il dato continua a essere superiore ai valori rilevati nei principali paesi dell'area euro. Il tasso di risparmio netto domestico, sebbene più elevato di quello registrato durante la fase più acuta della crisi del debito sovrano, permane su un livello nettamente inferiore rispetto a quello di Francia e Germania, da cui si è andato progressivamente disallineando a partire dal 2006.

Ricchezza finanziaria netta e tasso di risparmio in alcuni paesi dell'area euro (dati annuali)



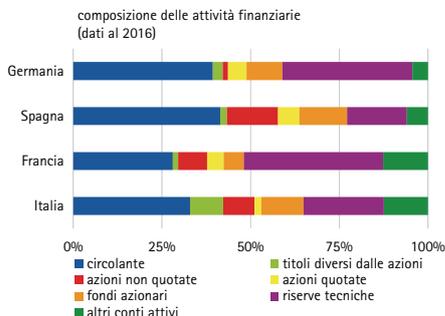
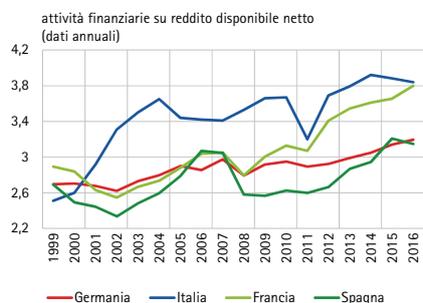
Fonte: Eurostat e Commissione europea.

Nel corso del 2016, il rapporto tra attività finanziarie e reddito disponibile netto si è leggermente ridotto rispetto all'anno precedente in Italia e Spagna, mentre ha continuato a crescere in Francia e Germania. In una prospettiva di lungo periodo, le attività finanziarie detenute dagli investitori italiani, pari a circa 3,8 volte il reddito disponibile, si attestano su livelli prossimi a quelli della Francia e confermano lo storico scostamento dal dato tedesco e spagnolo.

In Italia il 9 per cento circa della ricchezza finanziaria è rappresentata da obbligazioni e certificati di deposito, a fronte del 3 per cento in Germania, 2 per cento in Francia e uno per cento in Spagna. Specularmente, il peso delle azioni quotate sulla ricchezza finanziaria è più contenuto in Italia (2 per cento) rispetto agli altri paesi considerati, per i quali oscilla tra il 5 (in Francia e Germania) e il 6 per cento (in Spagna). La quota investita in fondi azionari, infine, oscilla tra il dieci per cento circa in Germania e il 13 per cento circa in Spagna.

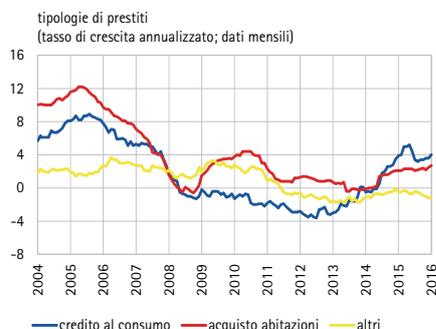
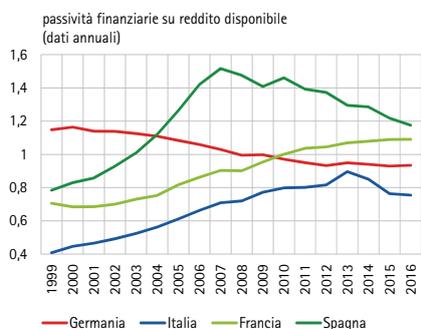
In Italia, il rapporto tra passività finanziarie e reddito disponibile, in calo dal 2013, rimane stabilmente al di sotto dei livelli registrati nelle principali economie dell'area euro che, nel suo complesso, negli ultimi tre anni mostra una moderata crescita dei prestiti per il credito al consumo e per l'acquisto delle abitazioni.

## Attività finanziarie in alcuni paesi dell'area euro (dati annuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

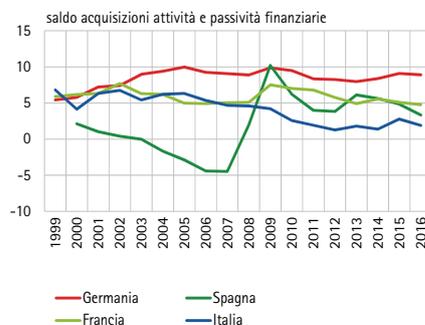
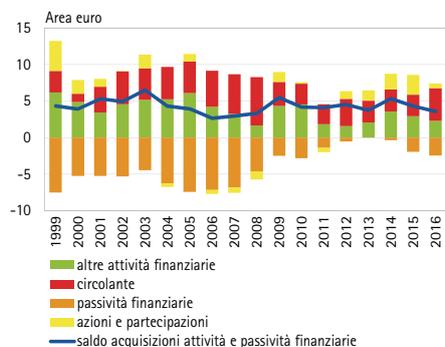
## Passività finanziarie e tipologie di prestiti nell'area euro



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat BCE.

A fine 2016, nell'area euro il saldo tra attività e passività finanziarie si attesta su un livello lievemente inferiore alla media del decennio. I flussi di investimento, in particolare, confermano il declino in atto dal 2005 in Italia, mentre restano sostanzialmente stabili in Francia e in Germania.

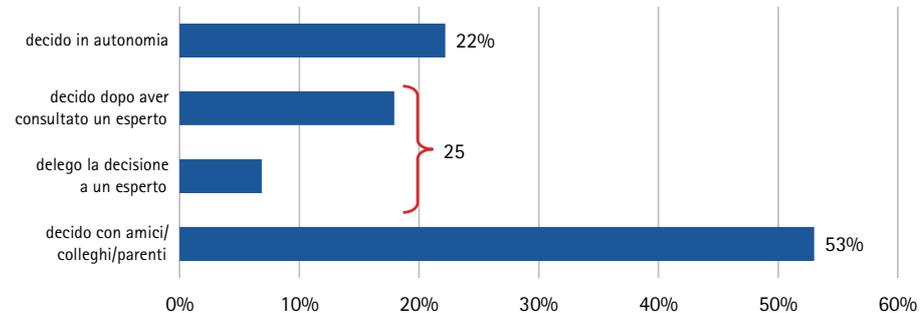
## Flussi di attività e passività finanziarie nell'area euro (dati annuali in percentuale del reddito disponibile)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

Con riferimento agli stili decisionali, più della metà degli investitori sceglie insieme a familiari, amici e colleghi (cosiddetta consulenza informale), meno di un quarto dopo aver consultato un consulente finanziario, a fronte del 22 per cento che agisce in autonomia (Fig. 46).

Fig. 46 Stili decisionali



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko – Osservatorio Consob su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane'. Confronta Note metodologiche.

La partecipazione ai mercati finanziari e le preferenze verso un particolare stile decisionale evidenziano una certa variabilità rispetto sia alle caratteristiche socio-demografiche sia ai tratti individuali. La partecipazione ai mercati finanziari, ad esempio, appare più elevata tra coloro che possiedono conoscenze finanziarie maggiori, inclusa una maggiore consapevolezza del rischio associato a specifici prodotti, nutrono interesse per la finanza e hanno fiducia nel sistema finanziario. Viceversa, la propensione a investire è minore per i soggetti che provano disagio nel prendere decisioni finanziarie (ossia, i soggetti esposti alla cosiddetta 'ansia finanziaria').

Conoscenze e consapevolezza dei rischi di prodotto risultano positivamente correlate alla propensione ad avvalersi di un supporto professionale e all'attitudine a decidere in autonomia. L'ansia connessa alla gestione delle finanze personali sembrerebbe scoraggiare l'investimento 'fai-da-te', mentre avrebbe effetto contrario l'interesse per le materie finanziarie, che mostra altresì una correlazione positiva con la tendenza ad affidarsi alla consulenza sia informale sia professionale (Tav. 61).

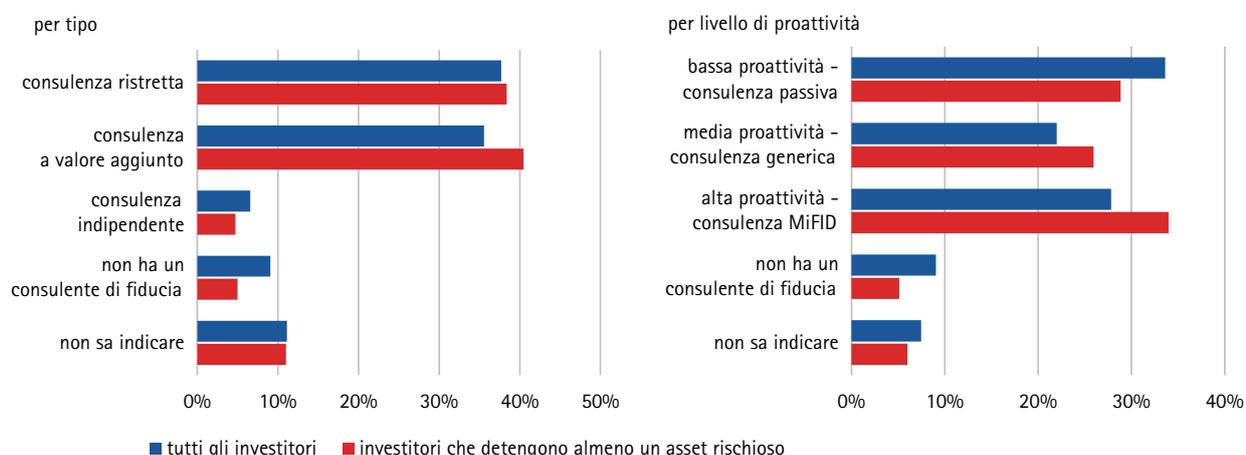
Tav. 61 Partecipazione ai mercati finanziari e stili decisionali per caratteristiche individuali e tratti comportamentali

	conoscenze finanziarie	consapevolezza rischi prodotti	ansia finanziaria	interesse per la finanza	ottimismo	fiducia negli intermediari
<i>partecipazione ai mercati finanziari</i>	***	***	(*)	***	***	***
<i>stili decisionali</i>						
delega	(*)					
consulenza professionale	***	***		***		
consulenza informale		***		***		
investimento autonomo	***	***	(***)	***		

Analisi di correlazione *pairwise*. La tavola riporta le correlazioni statisticamente significative: \*\*\* indica una correlazione significativa all'1 per cento; \*\* una correlazione significativa al 5 per cento; \* una correlazione significativa al 10 per cento; le parentesi indicano una correlazione negativa. Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko – Osservatorio Consob su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane'. Confronta Note metodologiche.

Con specifico riferimento alla fruizione di servizi di consulenza finanziaria, quasi un terzo degli investitori dichiara di beneficiare di raccomandazioni personalizzate ai sensi della Direttiva 2014/65/UE (Markets in Financial Instruments Directive - MiFID II), mentre i restanti ricevono consulenza passiva o generica. Nell'ambito dei vari modelli di servizio, rimane residuale la consulenza cosiddetta indipendente, ossia riferita a un'ampia gamma di prodotti e remunerata esclusivamente dal cliente (sette per cento degli investitori), mentre prevalgono la consulenza ristretta (riferita a un insieme limitato di strumenti finanziari generalmente emessi dallo stesso istituto di credito che eroga consulenza) e quella avanzata (applicata a un insieme più ampio di strumenti finanziari e con una valutazione periodica dell'adeguatezza dell'investimento; Fig. 47).

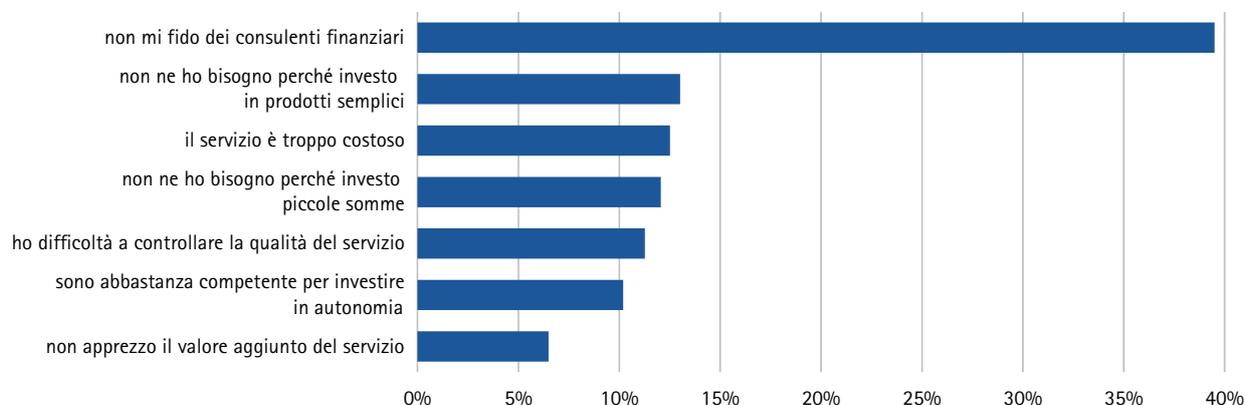
**Fig. 47 Diffusione del servizio di consulenza tra gli investitori**



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - *Multifinanziaria Retail Market*. Confronta Note metodologiche.

I costi del servizio sono tra i principali fattori che scoraggiano la domanda di consulenza, dopo la sfiducia nei confronti degli intermediari (indicata nel 40 per cento circa dei casi; Fig. 48).

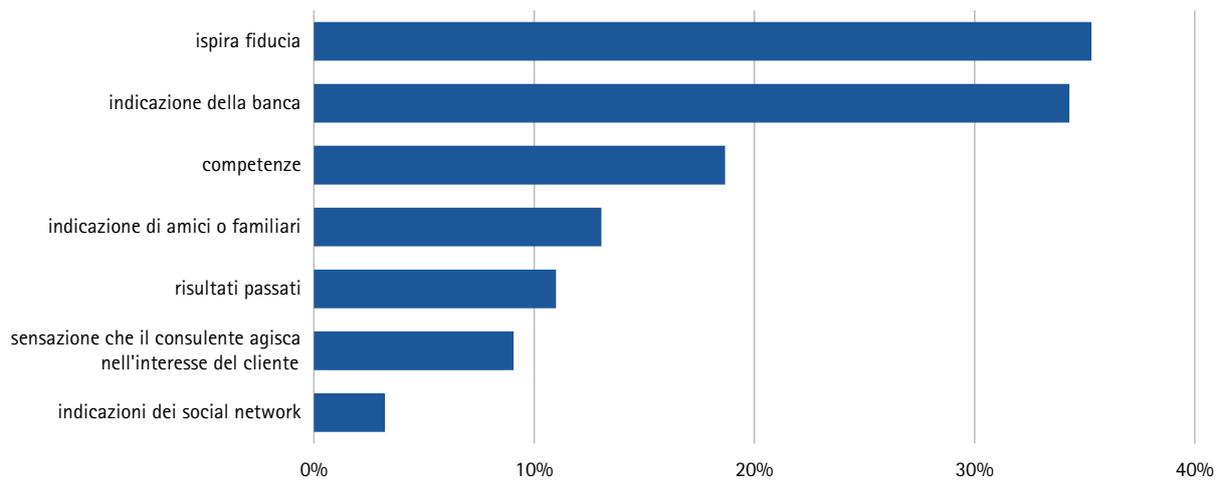
**Fig. 48 Fattori che disincentivano la domanda di consulenza finanziaria**



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Osservatorio Consob su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie'. Confronta Note metodologiche.

La fiducia nel professionista e l'indicazione del consulente da parte dell'istituto finanziario di riferimento rivestono un ruolo importante anche nella scelta dell'esperto a cui affidarsi, come dichiarano rispettivamente il 35 e il 34 per cento del campione; seguono le competenze del professionista (che rilevano per una percentuale più contenuta del campione, ossia il 19 per cento; Fig. 49).

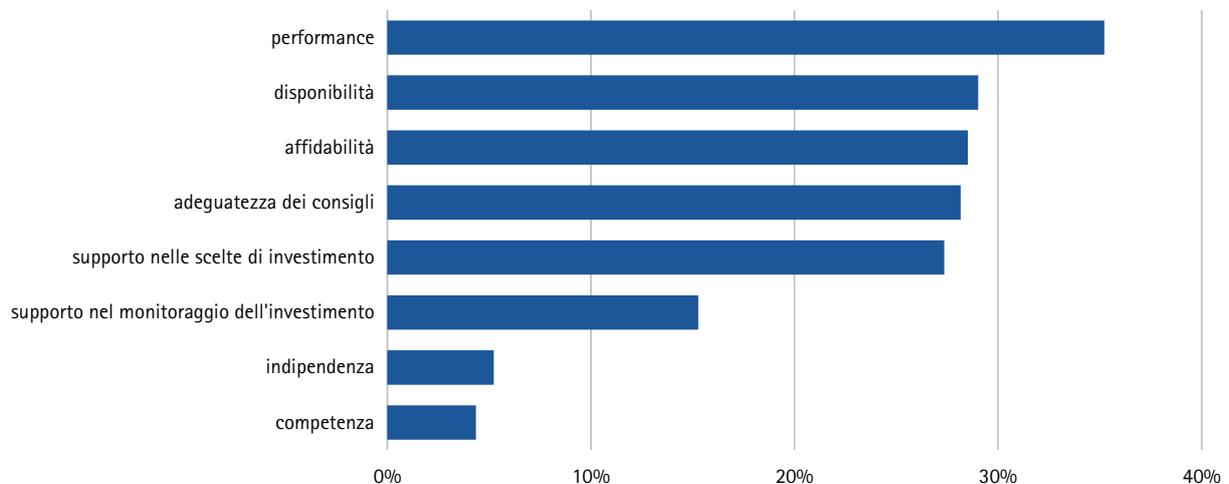
**Fig. 49 Fattori che incidono sulla scelta del consulente finanziario**



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Osservatorio Consob su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie'. Confronta Note metodologiche.

Coerentemente con l'evidenza relativa al ruolo della fiducia, capacità relazionali ed empatiche sono le abilità che più frequentemente gli investitori ricercano nel proprio consulente dopo quelle attinenti al conseguimento di buone *performance* (rispettivamente 29 per cento e 35 per cento dei casi; Fig. 50).

**Fig. 50 Risultati attesi dal consulente finanziario**



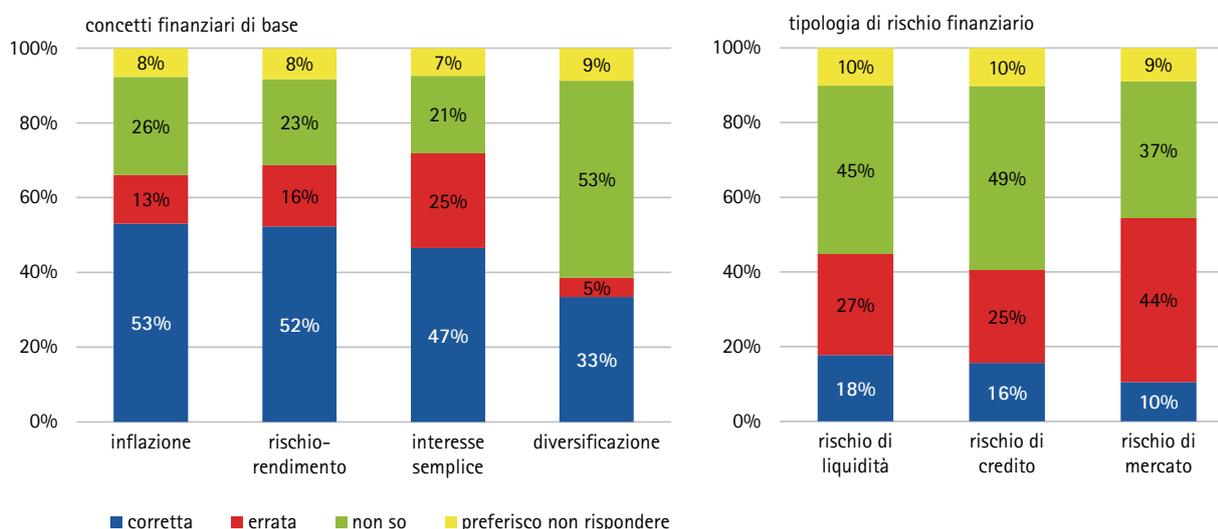
Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Osservatorio Consob su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie'. Confronta Note metodologiche.

## 2 L'attività di educazione finanziaria

### 2.1 Le conoscenze finanziarie degli italiani

Le rilevazioni per il 2016, di cui all'Osservatorio Consob sull'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane, confermano che le competenze finanziarie degli italiani rimangono limitate. Nozioni di base quali inflazione, tasso di interesse semplice, relazione rischio-rendimento e diversificazione di portafoglio sono oscure per la maggior parte degli intervistati (la percentuale di definizioni corrette oscilla infatti tra il 33 e il 53 per cento), mentre registrano livelli di comprensione significativamente inferiori (tra il 10 e il 18 per cento) concetti più sofisticati riguardanti talune dimensioni descrittive del rischio di un prodotto finanziario, ricorrenti nell'informativa destinata ai risparmiatori (Fig. 51).

Fig. 51 Conoscenze finanziarie



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Osservatorio Consob su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie'. Confronta Note metodologiche.

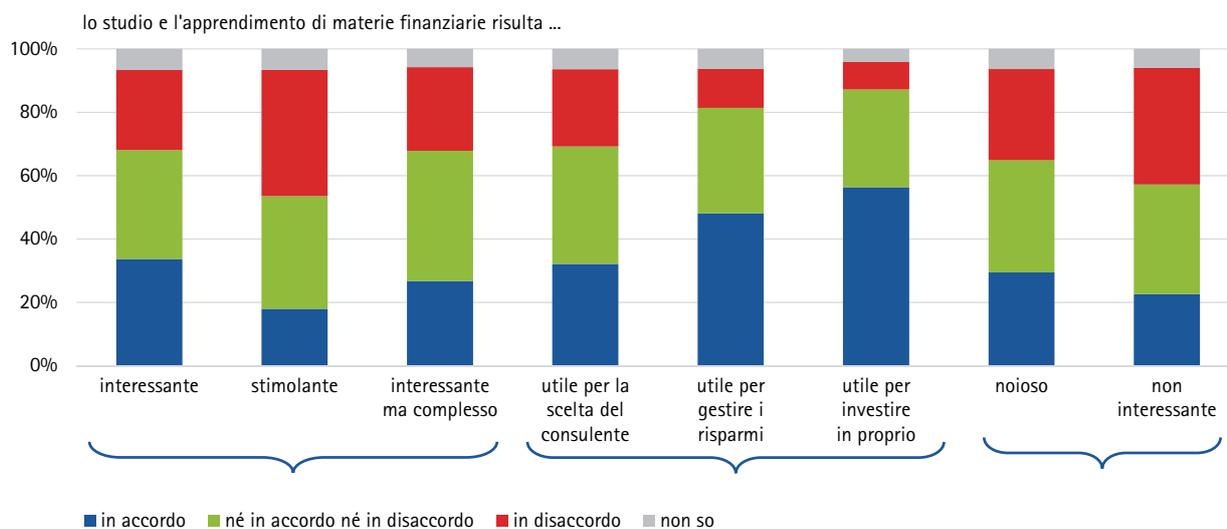
Accanto alle conoscenze finanziarie effettive è importante rilevare le conoscenze percepite, poiché i comportamenti e le attitudini all'investimento possono essere orientati anche (o solo) dall'autovalutazione. La relazione tra conoscenze effettive e conoscenze percepite presenta un disallineamento in circa il 40 per cento dei casi, che (soprattutto rispetto alle nozioni più sofisticate) si traduce prevalentemente in una sopravvalutazione della propria *literacy* (cosiddetto *upward mismatch*; Fig. 52).

Il 20 per cento dei decisori finanziari afferma inoltre di non avere familiarità con alcun prodotto finanziario (il dato si attesta al 15 per cento per il sotto-campione degli investitori), mentre il restante 80 per cento fa riferimento più frequentemente a depositi bancari, titoli di Stato e obbligazioni bancarie (Fig. 53).



L'interesse ad apprendere e approfondire le materie finanziarie viene espresso da quasi la metà dei partecipanti alla rilevazione. Conoscenze finanziarie e interesse per la finanza risultano positivamente correlati, rivelando così che, a prescindere dai rapporti di causalità, le une possono stimolare e rafforzare l'altro. L'interesse, peraltro, appare più intenso quando si identifica in maniera esplicita l'utilità che una maggiore conoscenza può avere rispetto al perseguimento di uno specifico obiettivo (ad esempio, scegliere un consulente finanziario o gestire le finanze personali; Fig. 54).

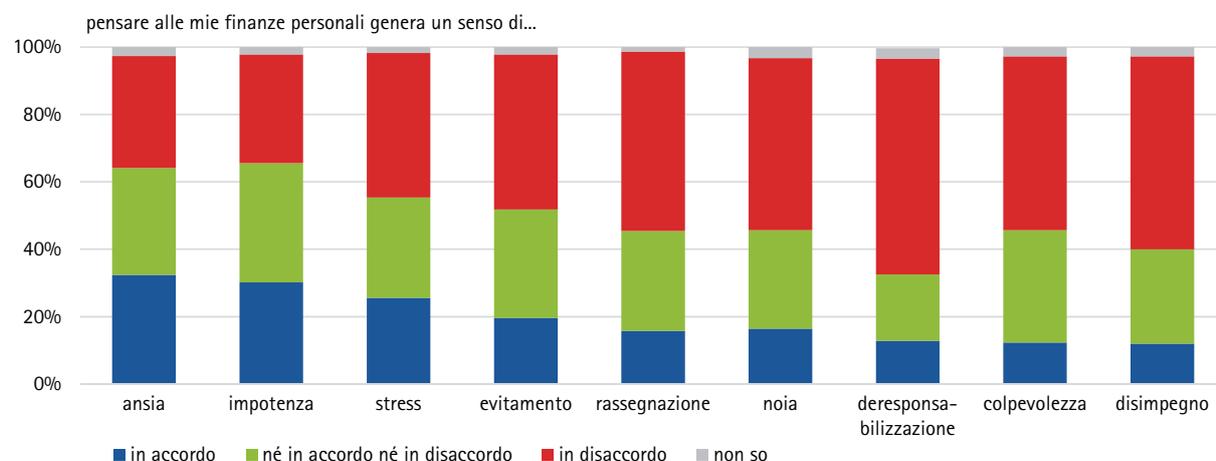
**Fig. 54 Interesse per le materie finanziarie**



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Osservatorio Consob su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie'. Confronta Note metodologiche.

In merito all'attitudine emotiva verso la finanza, l'Osservatorio ha esplorato taluni atteggiamenti che possono influenzare negativamente le scelte e la propensione all'apprendimento degli individui. In particolare, si fa riferimento alle diverse attitudini negative in cui può declinarsi l'ansia, quali ad esempio un atteggiamento rassegnato ('inutile stare attenti a risparmiare: si può perdere tutto anche senza averne responsabilità'), di evitamento ('preferisco non pensare allo stato delle mie finanze personali') o di delega ('preferirei che una persona di mia fiducia gestisse le mie finanze'). Le rilevazioni dell'Osservatorio mostrano che la cosiddetta ansia finanziaria, ossia l'apprensione sperimentata da circa metà degli intervistati nella gestione delle finanze personali, si riscontra meno frequentemente tra i soggetti con conoscenze più elevate, suggerendo che innalzare le competenze degli individui permette quindi di mitigarne il disagio. Un ulteriore effetto positivo consisterebbe nel rafforzamento dell'interesse, che risulta negativamente associato all'ansia finanziaria (Fig. 55).

Fig. 55 Ansia finanziaria



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Osservatorio Consob su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie'. Confronta Note metodologiche.

## 2.2 Le iniziative di educazione finanziaria

A partire da settembre 2017, la Consob ha preso parte alle attività del Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria, introdotto con l'articolo 24-bis del decreto legge 23 dicembre 2016, n. 237, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 febbraio 2017, n. 15.

Al Comitato partecipano, oltre alla Consob, il Ministero dell'Economia e delle Finanze, il Ministero dell'Istruzione, dell'Università e della Ricerca, il Ministero dello Sviluppo Economico, il Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali, Banca d'Italia, IVASS, COVIP, il Consiglio nazionale dei consumatori e degli utenti e l'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo dei Consulenti Finanziari (OCF).

Negli ultimi mesi del 2017 e nei primi mesi del 2018, il Comitato ha intrapreso numerose iniziative, sviluppate anche nell'ambito di sottogruppi di lavoro appositamente istituiti e che vedono impegnate risorse umane delle varie istituzioni ivi rappresentate.

Il Comitato ha anzitutto elaborato e sottoposto all'attenzione delle commissioni parlamentari competenti per materia uno schema del proprio programma per l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale. Nel mese di marzo 2018 l'iter si è concluso con l'espressione dei pareri di Parlamento e Governo e l'adozione del programma.

La Strategia nazionale di educazione finanziaria troverà attuazione per il tramite di un piano operativo che ne delinea le principali iniziative per il triennio 2017-2019. L'obiettivo ultimo della Strategia è quello di raggiungere «*uno stato di conoscenza e competenze finanziarie per tutti, per costruire un futuro più sereno e*

*sicuro». A tal fine, il Comitato lavorerà per «promuovere e coordinare iniziative per innalzare conoscenza e competenze finanziarie, assicurative e previdenziali e migliorare per tutti la capacità di fare scelte coerenti con i propri obiettivi e le proprie condizioni».*

L'attuazione della Strategia sarà tesa a promuovere iniziative su vasta scala, costruire un sistema di incentivi, puntare all'eccellenza degli interventi, promuovere sinergie con altri soggetti pubblici e privati.

Il Comitato ha inoltre predisposto un portale nazionale di educazione finanziaria ([www.quellocheconta.it](http://www.quellocheconta.it)), lanciato pubblicamente nei primi mesi del 2018.

Nella sua versione attuale, il portale contiene informazioni di base e alcune indicazioni sui comportamenti auspicabili e su quelli da evitare, oltre a guide con spiegazioni specifiche, ad esempio, sulle trappole comportamentali o sugli elementi da tenere in considerazione nella pianificazione previdenziale. I contenuti principali sono organizzati principalmente per 'momenti della vita' e per tipologie di strumento finanziario (ossia distinguendo tra prodotti bancari, finanziari, previdenziali e assicurativi). Il linguaggio e l'esposizione dei contenuti sono intenzionalmente semplici e fruibili da tutti, per un accesso il più possibile ampio e diversificato. In seguito verranno sviluppati *toolkit* e tutorial didattici per agevolare il passaggio dalla conoscenza teorica all'utilizzo pratico. In prospettiva il portale costituirà un 'luogo' in cui far confluire documentazione e materiale riferiti a ciascuna tipologia di intervento educativo in programmazione e una 'vetrina' per le iniziative che il Comitato intenderà promuovere.

Nell'ottobre del 2017, l'Istituto ha partecipato anche alla prima edizione della World Investor Week (WIW), una campagna di sensibilizzazione sull'importanza dell'educazione finanziaria e della tutela degli investitori promossa dall'International Organization of Securities Commissions (IOSCO), il forum mondiale delle autorità di vigilanza dei mercati finanziari nazionali.

In Italia la Consob, in qualità di membro dello IOSCO e coordinatore dell'evento per il nostro Paese, ha inteso promuovere la diffusione dei messaggi della campagna attraverso una serie di eventi volti a sollecitare una riflessione sulla necessità di potenziare le conoscenze di base dei risparmiatori e di innalzarne la capacità di applicare tali conoscenze nelle decisioni finanziarie quotidiane. A tal fine ha collaborato con numerosi soggetti pubblici e privati, quali ADEIMF, ANASF, Banca d'Italia, FEDUF, Global Thinking Foundation, Museo del Risparmio, QfinLab e Redooc, oltre alle principali Università italiane.

Durante la WIW, la Commissione ha organizzato numerose iniziative di formazione sui temi concernenti la pianificazione finanziaria, il processo di investimento del risparmio, le nozioni oggettive e soggettive di rischio finanziario e il concetto di diversificazione del rischio.

Gli appuntamenti in agenda erano rivolti principalmente a studenti universitari e dell'ultimo biennio della scuola superiore secondaria, ma anche ad adulti e formatori. Le iniziative, complessivamente pari a 90, hanno avuto luogo in oltre 50 città italiane, con il coinvolgimento di più di 50 scuole superiori, più di 20 atenei e oltre 30 docenti universitari (per ulteriori dettagli si rimanda alla sezione specifica dedicata alla WIW nell'area di *investor education* del sito Internet della Consob e al sito ufficiale della WIW, <http://www.worldinvestorweek.org>).

Presso la sede Consob di Roma, in particolare, sono stati organizzati: la conferenza-spettacolo 'Scegli cosa voglio', dedicata agli studenti delle scuole secondarie di II grado; i seminari 'Investi con la testa. Quando la finanza diventa smart', per un pubblico di studenti, e 'Investi con la testa. Quando il cuore e il cervello aiutano la performance', dedicato a risparmiatori e investitori.

Nel corso della medesima settimana, inoltre, nell'ambito del convegno 'Investimenti, competenze e stili decisionali' è stato presentato l'ultimo Rapporto Consob sulle scelte di investimento delle famiglie italiane, le cui principali evidenze sono state sinteticamente esposte in precedenza.

È stato infine pubblicato il Quaderno di finanza dal titolo *Challenges in ensuring financial competencies. Essays on how to measure financial knowledge, target beneficiaries and deliver educational programmes* (pubblicato nei primi mesi del 2018 anche in lingua italiana).

Il lavoro raccoglie contributi di esperti di finanza ed economia sperimentale, psicologia, sociologia e pedagogia al fine di promuovere una riflessione sui profili più delicati dell'educazione finanziaria, con particolare riferimento a rilevazione dei bisogni formativi, individuazione dei destinatari delle iniziative, definizione di una comunicazione innovativa ed efficace. Con tale lavoro, la Consob ha inteso valorizzare un approccio multidisciplinare volto a una migliore comprensione sia dei processi decisionali alla base delle scelte di investimento sia delle modalità con cui tali processi possono essere potenziati attraverso iniziative di educazione finanziaria.

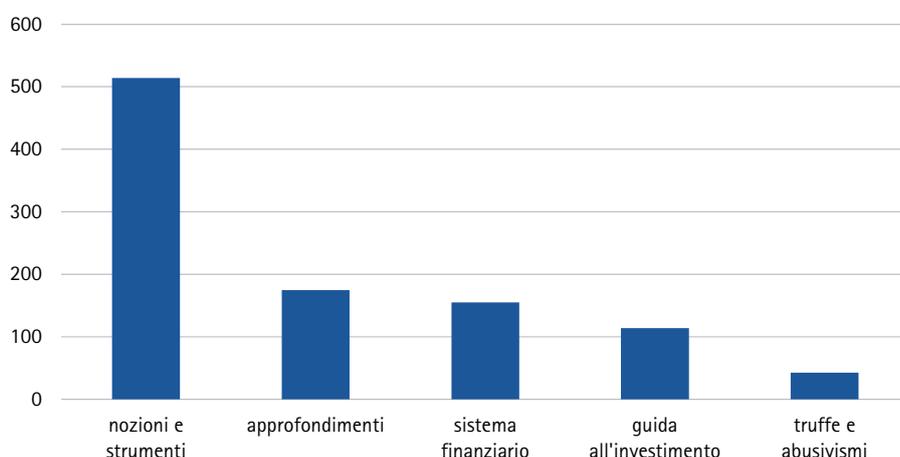
Nel corso del 2017 la Consob ha sottoscritto un protocollo di intesa con Unioncamere Nazionale volto ad accrescere la cultura finanziaria di imprenditori, studenti e cittadini. Nell'ambito di tale protocollo, e con la collaborazione del Consorzio Camerale per il credito e la finanza, alla fine dell'anno è stato avviato il *roadshow* 'Insieme per la cittadinanza economica'. Gli eventi si sono svolti e continueranno a svolgersi nel corso del 2018 presso le sedi di sei Camere di commercio dislocate sul territorio nazionale: Roma, Novara, Bari, Maremma e Tirreno, Pescara e Livorno.

L'obiettivo del *roadshow* è quello di offrire agli imprenditori e ai professionisti operanti sul territorio un quadro esaustivo degli strumenti e delle opportunità a disposizione per finanziare lo sviluppo d'impresa, così come a studenti e cittadini le nozioni necessarie per intraprendere con consapevolezza percorsi di risparmio e investimento.

Nel 2017, infine, è proseguita l'attività di gestione e aggiornamento dell'area di *investor education* del sito istituzionale, che rappresenta il primo punto di contatto con il pubblico degli investitori e un utile strumento di raccolta dei materiali didattici.

Nel corso dell'anno l'area del sito Consob dedicata all'educazione finanziaria ha registrato circa un milione di accessi concentrati, in particolare, sulla sezione intitolata Nozioni e strumenti. Tale sezione ospita, tra le altre cose, le pagine dedicate alle nozioni finanziarie di base, ai video educativi e agli strumenti interattivi utili per monitorare il budget familiare, verificare le proprie conoscenze finanziarie, conoscere i limiti cognitivi e gli errori comportamentali più diffusi che possono influenzare le decisioni finanziarie (Fig. 56).

**Fig. 56 Accessi alle pagine dell'area di *investor education* per l'anno 2017**  
(migliaia di accessi)



Fonte: Consob.

### 3 La gestione degli esposti

Nel corso del 2017 la Consob ha ricevuto 2.287 esposti, in netto calo rispetto all'anno precedente (-47 per cento; Tav. 62).

**Tav. 62 Esposti**  
(dati di fine anno)

	esposti ricevuti		esposti procedibili	
	numero		numero	peso sul totale
2014	1.506		940	62
2015	1.762		1.372	78
2016	4.354		3.907	90
2017	2.287		1.948	85

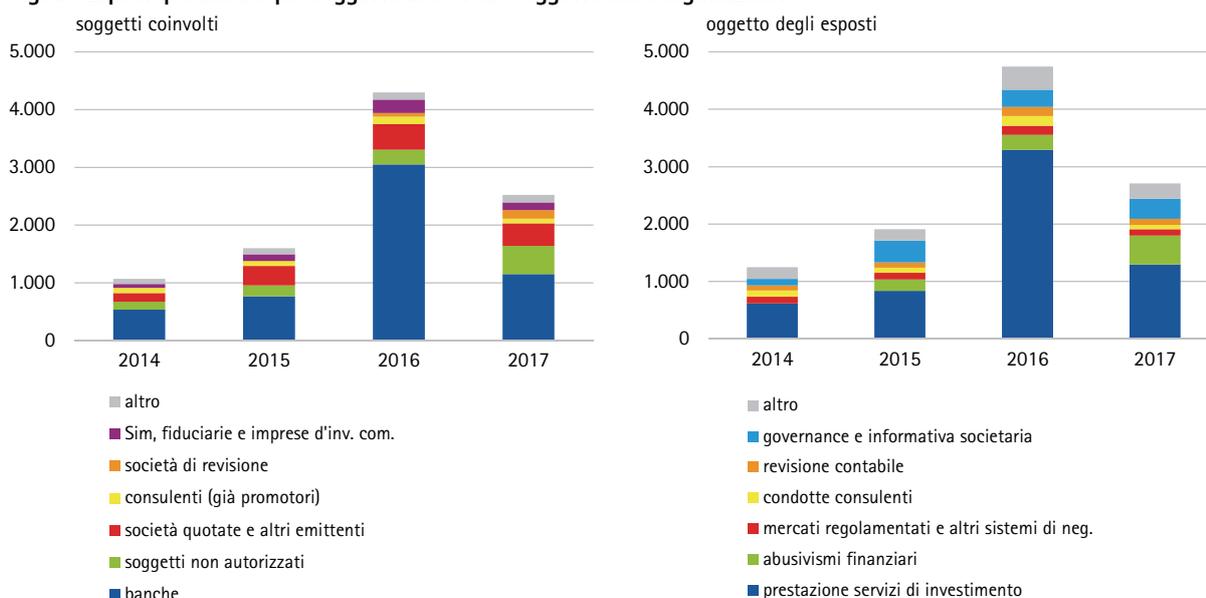
Fonte: Consob. Il dato potrebbe includere una quota residuale di esposti la cui procedibilità è tuttora oggetto di approfondimento.

Nel 2016, il flusso di esposti in entrata era risultato particolarmente numeroso in ragione delle segnalazioni riguardanti le vicende dei quattro istituti di credito (Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, Cassa di Risparmio di Ferrara, Banca delle Marche e Cassa di Risparmio di Chieti) sottoposti alla procedura di liquidazione coatta amministrativa, con la conseguente adozione dei provvedimenti di svalutazione delle azioni e delle obbligazioni subordinate.

Gli esposti pervenuti nel corso del 2017 rimangono comunque più numerosi rispetto al biennio 2014-2015 per effetto delle segnalazioni riguardanti le vicende delle due banche venete (Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca) che il 25 giugno scorso sono state oggetto di provvedimento di liquidazione coatta amministrativa.

L'esame dei dati sulla tipologia di soggetti segnalati negli esposti procedibili pervenuti nel 2017 evidenzia una riduzione delle segnalazioni concernenti l'operato delle banche (da 3.051 nel 2016 a 1.150 nel 2017; -62 per cento), sebbene queste ultime si confermino il principale soggetto indicato negli esposti (46 per cento del totale; Fig. 57).

**Fig. 57 Esposti procedibili per soggetto coinvolto e oggetto della segnalazione**



Fonte: Consob. Il numero complessivo degli esposti indicato in figura può superare il numero totale degli esposti procedibili ricevuti, a causa della riferibilità di ciascun esposto a più soggetti e/o a più oggetti. Con riferimento ai soggetti coinvolti, la categoria 'società quotate e altri emittenti' include anche: emittenti di titoli diffusi, emittenti esteri di strumenti finanziari quotati in Italia ed emittenti di strumenti negoziati in sistemi multilaterali di negoziazione; la categoria 'Sim, fiduciarie e imprese di investimento comunitarie' include sia le imprese di investimento comunitarie senza succursale sia quelle con succursale; la categoria 'altro' include: imprese di assicurazione, Sgr, società di gestione di mercati regolamentati, società non più quotate, gestori collettivi esteri, offerenti. Con riferimento all'oggetto degli esposti, la categoria 'abusivismi finanziari', introdotta a partire da gennaio 2015, include la prestazione abusiva di servizi di investimento, precedentemente compresa nella categoria 'prestazione servizi d'investimento', e le offerte abusive, precedentemente incluse nella categoria 'altro', tra gli esposti riferiti alle offerte al pubblico di sottoscrizione e vendita. La categoria 'altro' include gli esposti riferiti a: operazioni societarie straordinarie, procedure amministrative degli intermediari, offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita, offerta al pubblico di acquisto e/o scambio, gestione accentrata e dematerializzazione, *equity crowdfunding*.

Sono raddoppiati gli esposti relativi a soggetti non autorizzati coinvolti in istruttorie di abusivismo (493 a fronte di 255 nel 2016) e le segnalazioni riguardanti le società di revisione (147 rispetto alle 66 del 2016). In significativa crescita

risultano anche gli esposti riguardanti le società quotate (271 da 196 nel 2016), concernenti nella maggior parte dei casi l'informativa societaria di emittenti quotati che versano in situazioni di crisi economico-patrimoniale e finanziaria.

Si osserva, inoltre, una notevole riduzione degli esposti riguardanti le imprese di investimento senza succursale (105 nel 2017 a fronte di 196 nel 2016, quando le segnalazioni erano riconducibili principalmente a una sola impresa d'investimento), gli emittenti diffusi (88 da 187 nel 2016) e i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede (81 a fronte di 126 nel 2016, riferibili in gran numero al medesimo soggetto vigilato).

Per quanto concerne l'oggetto degli esposti procedibili, l'esame dei dati conferma che la maggior parte degli esposti riguarda l'intermediazione finanziaria per anomalie nella prestazione dei servizi di investimento ovvero per la prestazione abusiva degli stessi.

Rispetto al 2016, tuttavia, si registra un notevole aumento degli esposti riguardanti la revisione contabile (226; +157 per cento), l'abusivismo finanziario (507; +95 per cento) e l'informativa societaria (276; +46 per cento). Risultano, invece, in calo gli esposti concernenti presunte violazioni della normativa in materia di gestione accentrata degli strumenti finanziari (da 44 nel 2016 a 10 nel 2017; -77 per cento) e le segnalazioni riguardanti operazioni societarie straordinarie (da 120 nel 2016 a 66 nel 2017; -45 per cento).

Con riferimento al canale di trasmissione degli esposti, nel 2017 sono pervenuti 182 segnalazioni per il tramite dell'applicativo *online* messo a disposizione del pubblico nel mese di luglio 2015.

A distanza di oltre due anni dalla sua introduzione, occorre osservare che l'utilizzo di tale canale è ancora limitato e in calo rispetto al 2016 di 13 punti percentuali.

## 4 L'attività dell'Arbitro per le controversie finanziarie

Dal 9 gennaio 2017 è operativo l'Arbitro per le controversie finanziarie (ACF), l'organismo istituito dalla Consob con la delibera 19602/2016 per la risoluzione stragiudiziale delle controversie tra investitori *retail* e intermediari in caso di violazione da parte di questi ultimi degli obblighi di diligenza, correttezza, informazione e trasparenza nella prestazione dei servizi di investimento e di gestione collettiva del risparmio.

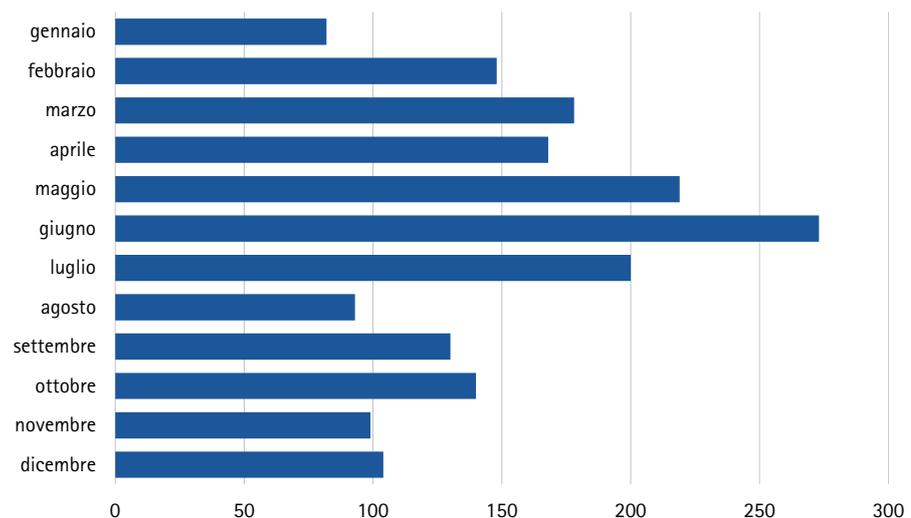
L'impegno della Consob per l'istituzione e l'avvio dell'operatività dell'ACF è stato particolarmente significativo, sia in fase di realizzazione dell'assetto regolamentare e di definizione degli aspetti organizzativi sia nella fase di costituzione e composizione dell'Organo decidente (Collegio). La Consob provvede, infatti, al funzionamento dell'ACF fornendo risorse umane, finanziarie e tecnologiche e assicurando attraverso l'Ufficio di Segreteria

Tecnica funzioni di assistenza al Collegio e di supporto tecnico per l'istruttoria dei ricorsi, oltre che per la gestione del sito web dell'ACF.

Nel periodo compreso tra il 9 gennaio 2017 e il 31 dicembre 2017 sono pervenuti all'ACF 1.839 ricorsi, con un picco particolarmente significativo nel periodo da maggio a luglio. In quel periodo, infatti, un numero sempre maggiore di risparmiatori-azionisti di Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca si è rivolto all'ACF, nella fase prodromica e immediatamente successiva al varo del decreto legge 25 giugno 2017, n. 99, che ha sancito l'avvio della procedura di liquidazione coatta amministrativa delle due banche (Fig. 58).

Il calo del numero dei ricorsi registrato nella seconda parte dell'anno è essenzialmente riferibile alla revoca dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria a suo tempo rilasciata alle due banche venete che, a metà luglio, ha fatto venir meno lo *status* di intermediario autorizzato in capo a entrambe.

**Fig. 58 Ricorsi ricevuti nel corso del 2017**



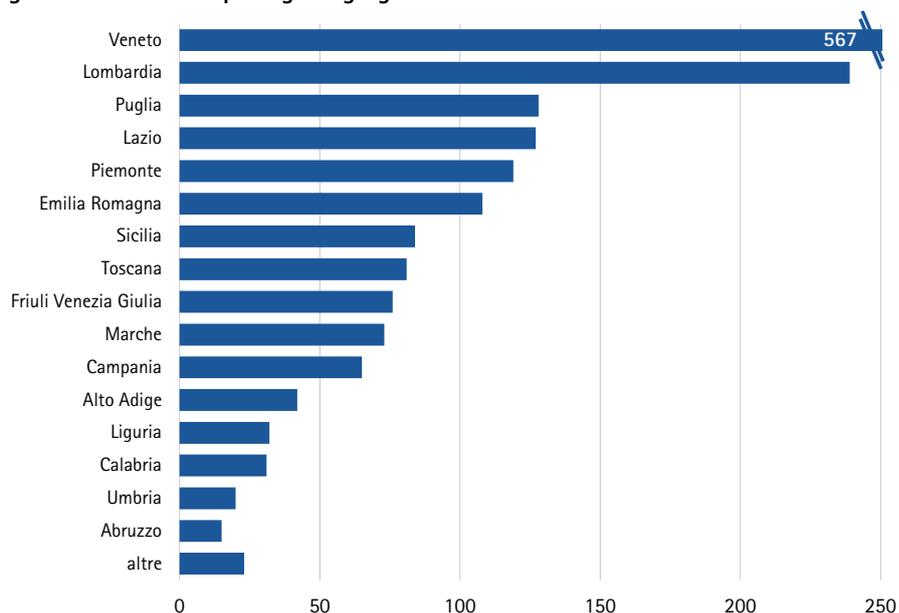
Fonte: Arbitro per le controversie finanziarie.

La distribuzione dei ricorsi su base territoriale, ossia per regione di residenza dei ricorrenti, mostra che il 31 per cento circa (567 ricorsi) è pervenuto dalla regione Veneto, seguita da Lombardia (13 per cento), Puglia (7 per cento), Lazio (6,9 per cento), Piemonte (6,4 per cento) ed Emilia Romagna (5,9 per cento; Fig. 59).

Nel complesso, prevalgono i ricorsi provenienti da soggetti residenti nelle regioni settentrionali: il dato appare in linea con la distribuzione della ricchezza sul territorio nazionale, ma risente anche della situazione di dissesto delle due banche venete certificata dall'intervento legislativo di metà 2017.

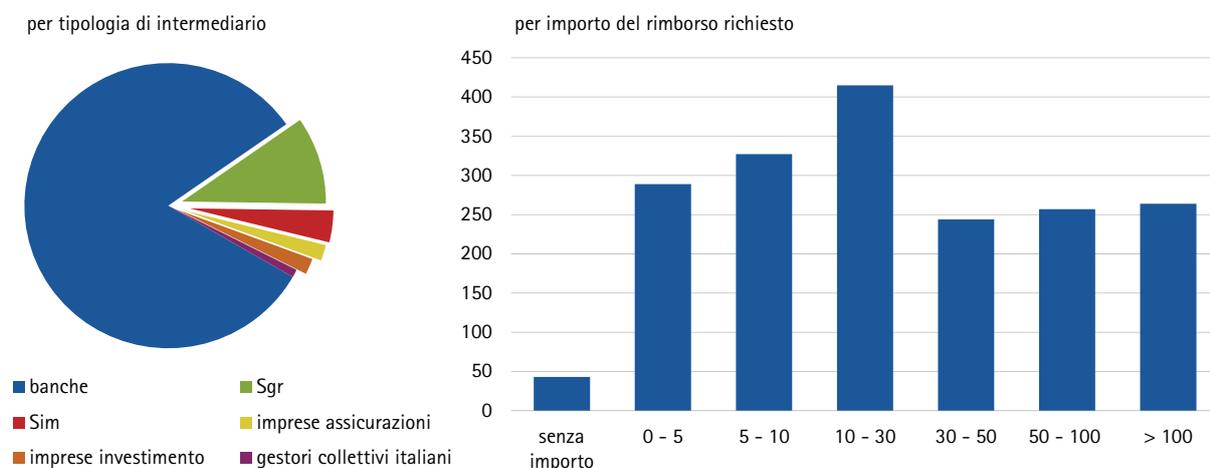
I ricorsi hanno coinvolto, in tutto, 111 intermediari, prevalentemente banche (91); seguono le società di gestione del risparmio (11), le Sim (4), le imprese di investimento (2), le imprese di assicurazione (2) e i gestori collettivi italiani (1; Fig. 60).

**Fig. 59 Ricorsi ricevuti per regione geografica**



Fonte: Arbitro per le controversie finanziarie.

**Fig. 60 Ricorsi ricevuti per tipologia di intermediario e importo del rimborso (valori monetari in migliaia di euro)**



Fonte: Arbitro per le controversie finanziarie.

L'entità dei rimborsi richiesti dai ricorrenti si è attestata mediamente attorno a 55 mila euro, con un minimo di 41 euro e un massimo di 500 mila euro, corrispondente alla soglia massima di ristoro per la quale l'ACF è competente. Il controvalore complessivo del *petitum* è pari a oltre 80 milioni di euro.

Dal 5 maggio 2017 (data in cui è iniziata l'attività decisoria successiva alla conclusione delle prime istruttorie) al 31 dicembre 2017, il Collegio dell'ACF ha tenuto 28 riunioni e adottato 307 decisioni, di cui 189 di

accoglimento del ricorso (totale o parziale) e 118 di rigetto. In oltre il 60 per cento dei casi, dunque, la decisione è stata favorevole in tutto o in parte ai ricorrenti, ai quali sono stati riconosciuti risarcimenti mediamente pari a 27 mila euro, per un ammontare complessivo di circa 5,2 milioni di euro.

Le decisioni dell'ACF hanno trovato quasi sempre esecuzione a beneficio dei risparmiatori. In un solo caso è stata accertata la volontaria non esecuzione della decisione da parte dell'intermediario soccombente di cui è stata data, come previsto, conseguente pubblicità.

Le decisioni di accoglimento finora assunte hanno riguardato prevalentemente la violazione di obblighi attinenti alla prestazione del servizio di consulenza – con particolare riferimento alla violazione degli obblighi informativi nella fase di conclusione del contratto di investimento, alla profilatura della clientela nonché alla valutazione di adeguatezza dell'operazione – e il servizio di esecuzione di ordini per conto della clientela, con riguardo soprattutto agli obblighi di informativa, valutazione di appropriatezza ed efficiente svolgimento del servizio.

In altri 102 casi la controversia ha trovato positiva composizione diretta tra le parti in pendenza del procedimento dinanzi all'ACF, con il conseguente venir meno della materia del contendere, dichiarata con apposito provvedimento del Presidente dell'ACF.

In ulteriori 370 casi è stata dichiarata, con apposito atto accertativo del Presidente, l'irricevibilità/inammissibilità del ricorso. In oltre la metà dei casi (191), tali dichiarazioni hanno riguardato ricorsi presentati nei confronti delle due banche venete dopo la revoca, a luglio 2017, dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria, per effetto della quale l'ACF non ha potuto continuare a ricevere e valutare i ricorsi dei relativi risparmiatori-azionisti.

La costituzione dell'ACF ha ampliato gli strumenti a tutela degli investitori, con abbattimento di tempi e costi rispetto al tradizionale ricorso alla giustizia civile, che rimane ovviamente sempre possibile qualora il ricorso all'ACF non abbia consentito di dirimere la controversia insorta con soddisfazione di entrambe le parti.

Con riferimento agli intermediari, fin dall'adozione delle sue prime decisioni, l'ACF si è posto tra i suoi obiettivi quello di fornire un contributo anche per elevare la qualità delle procedure di trattamento dei reclami, per le quali è espressamente previsto che gli intermediari autorizzati debbano tenere conto degli orientamenti elaborati dall'ACF.

In tale prospettiva, l'attività dell'ACF può contribuire a incentivare comportamenti virtuosi da parte degli intermediari, valorizzando la capacità del sistema finanziario di autodisciplinarsi e, nello stesso tempo, rafforzando la fiducia dei risparmiatori.

Per ulteriori dettagli in merito all'attività dell'ACF si rimanda alla relazione annuale pubblicata dall'Arbitro nel mese di marzo 2018.

# 1 controlli giurisdizionali VIII sull'attività della Consob

## 1 Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza

Il numero di ricorsi presentati nell'anno 2017 avverso atti dell'Istituto ha registrato un significativo aumento rispetto all'anno precedente, principalmente per effetto dei ricorsi contro le delibere Consob applicative di sanzioni amministrative nei confronti di esponenti aziendali di due banche (Tav. 63).

**Tav. 63 Ricorsi contro atti adottati o proposti dall'Istituto**  
(esiti al 31 dicembre 2017)

	Giudice amministrativo <sup>1</sup>						Giudice ordinario <sup>2</sup>					
	accolti <sup>3</sup>	respinti <sup>4</sup>	in corso	di cui:		totale ricorsi	accolti <sup>3</sup>	respinti <sup>4</sup>	in corso	di cui:		totale ricorsi
				accolta sospensiva	respinta sospensiva					accolta sospensiva	respinta sospensiva	
2013	3	4	7	--	--	14	6	61	22	--	--	89
2014	--	6	8	--	1	14	10	70	77	--	--	157
2015	1	7	3	--	--	11	1	41	38	1	--	80
2016	1	5	8	5	2	14	17	50	34	--	2	101
2017	2	4	22	4	2	28	--	4	246	--	71	250

Fonte: Consob. <sup>1</sup> La voce comprende i ricorsi al Tar e al Consiglio di Stato, nonché i ricorsi straordinari al Capo dello Stato. <sup>2</sup> Tribunali, Corti d'Appello e Corte di Cassazione. <sup>3</sup> La voce comprende anche i giudizi conclusi con un accoglimento parziale del ricorso o con una riduzione della sanzione comminata per insussistenza di una parte delle violazioni accertate. <sup>4</sup> La voce comprende anche le impugnazioni dichiarate inammissibili per difetto di giurisdizione o per incompetenza del giudice adito, nonché quelle rinunciate a iniziativa del ricorrente o per le quali è stata dichiarata la cessazione della materia del contendere.

La Corte Costituzionale, con sentenza 68 del 7 aprile 2017, ha dichiarato inammissibili le questioni di legittimità costituzionale sollevate dalla Corte di Cassazione nel 2015, aventi ad oggetto l'art. 187-sexies del Tuf e l'art. 9, comma 6, della legge 18 aprile 2005, n. 62, nella parte in cui prevedono l'applicabilità della confisca 'per equivalente' anche agli illeciti di *market abuse* commessi anteriormente alla data di entrata in vigore della medesima legge 62/2005, che li ha depenalizzati: prendendo le mosse dal «contenuto sostanzialmente affittivo» della confisca per equivalente, la Corte di Cassazione aveva infatti dubitato della conformità ai canoni costituzionali (artt. 3 e 25, secondo comma Cost.) e all'art. 7 della CEDU della possibilità di applicare retroattivamente tale confisca.

La Consulta ha rimarcato il carattere *«penale, ai sensi dell'art. 7 CEDU della confisca per equivalente»*; e, invero, mentre la confisca diretta, insistendo su beni aventi *«un rapporto di pertinenzialità (...) con il reato»* reagirebbe *«alla pericolosità indotta nel reo dalla disponibilità di tali beni»* in *«funzione essenzialmente preventiva»*, la confisca per equivalente, *«che raggiunge beni di altra natura, palesa una connotazione prevalentemente afflittiva ed ha, dunque, una natura 'eminentemente sanzionatoria' (ordinanza n. 301 del 2009)»*. In particolare, la misura ablatoria in questione va considerata *«una pena, come tale assistita da tutte le garanzie prescritte al riguardo dall'art. 7 della CEDU»*, con la conseguente *«applicabilità dell'art. 25, secondo comma, Cost. in punto di divieto di retroattività»*.

Tuttavia, il Giudice delle Leggi ha rimarcato che *«la vicenda normativa di cui si tratta ha dato luogo a un fenomeno giuridico di più ampia portata, che muta i termini della questione»*. Secondo la Corte Costituzionale, *«la natura penale, ai sensi dell'art. 7 della CEDU, del nuovo regime punitivo (...) demanda al rimettente il compito di verificare in concreto se il sopraggiunto trattamento sanzionatorio, assunto nel suo complesso e dunque comprensivo della confisca per equivalente, si renda, in quanto di maggior favore, applicabile al fatto pregresso, ovvero se esso in concreto denunci un carattere maggiormente afflittivo»*. Da qui l'inammissibilità della questione sollevata dalla Corte di Cassazione.

La Suprema Corte, operato il raffronto tra i due regimi sanzionatori succedutisi nel tempo, con ordinanze depositate tra il 3 novembre e il 29 dicembre 2017, ha sollevato una nuova questione di costituzionalità, riferita questa volta alla sola disposizione di cui all'art. 9, comma 6, della legge 62/2005. La Suprema Corte ha rilevato che *«la comparazione tra la sanzione penale e quella amministrativa non può risolversi in una stretta equiparazione quantitativa, in quanto la sanzione penale ha una pluralità di effetti negativi, incidendo con forza peculiare non soltanto sulla libertà, ma anche sul complessivo profilo pubblico della persona, segnandolo con lo 'stigma' del disvalore sociale derivante da una sentenza di condanna del giudice penale»* e *«nel caso dell'insider secondario, dunque, la sanzione penale risulterebbe in concreto meno favorevole della sanzione amministrativa pecuniaria, pur quantitativamente più elevata, ove quest'ultima non risultasse accompagnata anche dalla sanzione accessoria della confisca per equivalente»*.

Da qui la nuova questione di legittimità costituzionale dell'art. 9, comma 6, della legge 62/2005, *«nella parte in cui prevede che la confisca per equivalente, disciplinata dall'art. 187-sexies TUF si applica (...) anche alle violazioni commesse anteriormente alla data di entrata in vigore della stessa legge n. 62 del 2005 (...) e ciò pur quando il complessivo trattamento sanzionatorio generato attraverso la depenalizzazione sia in concreto meno favorevole di quello applicabile in base alla legge vigente al momento della commissione del fatto»*.

In materia di abusi di mercato, la Corte di Cassazione ha chiarito, alla luce degli artt. 1 e 2 e del 30° 'considerando' della Direttiva 2003/6/CE (Market Abuse Directive - MAD), che non può escludersi una fattispecie di abuso di informazioni privilegiate per il solo fatto che l'acquisto di azioni dell'emittente sia stato effettuato, precedentemente al lancio di un'Opa

finalizzata al *delisting* della stessa società, da parte degli 'ideatori' del relativo progetto.

In primo luogo, la S.C. ha chiarito che «*Nel contesto dell'articolo 187 bis T.U.F. la parola 'informazione' non è accompagnata da alcun riferimento alla relativa provenienza e viene usata in senso meramente oggettivo e statico, come sinonimo di 'conoscenza' o 'notizia' oggetto di possesso*», di talché non è consentito affermare che «*la nozione di 'informazione' rilevante ai fini della disciplina europea degli abusi di mercato postuli la trasmissione di materiale conoscitivo da uno ad altro soggetto*». Non è pertanto sostenibile che «*i ricorrenti – che non hanno ricevuto da nessuno l'informazione sul progetto di OPA, essendo essi stessi gli ideatori di tale progetto – non sarebbero in possesso dell'informazione relativa all'esistenza di tale progetto in ragione delle loro partecipazioni o cariche societarie (bensì in ragione della loro qualità, appunto, di ideatori del progetto stesso)*».

Né condotte di tal specie possono essere considerate legittime alla luce del 30° 'considerando' della Direttiva 2003/6/CE, a tenore del quale «*Poiché l'acquisizione o la cessione di strumenti finanziari implica necessariamente una decisione preliminare di acquisire o di cedere da parte della persona che procede ad una di queste operazioni, non si dovrebbe considerare che il fatto di effettuare questo acquisto o cessione costituisca di per sé un'utilizzazione di un'informazione privilegiata*». Secondo la Cassazione, tale 'considerando', «*quando afferma che il fatto di effettuare acquisti o cessioni non può essere considerato una utilizzazione dell'informazione privilegiata relativa alla decisione dell'agente (necessariamente antecedente) di effettuare tali operazioni, postula l'identità tra le operazioni oggetto della previa decisione e le operazioni successivamente poste in essere dall'operatore in esecuzione della stessa. Nella specie, quindi, il disposto del 30° 'considerando' imporrebbe di non considerare utilizzazione dell'informazione privilegiata l'effettuazione degli acquisti conseguenti al lancio dell'OPA (ossia, appunto, gli acquisti costituenti oggetto della decisione previamente assunta e costituente oggetto di informazione privilegiata – di dare corso ad un'OPA), ma non offre alcuna indicazione sulla possibilità di considerare, o meno, utilizzazione dell'informazione privilegiata del prossimo lancio di un'OPA le operazioni di acquisto e vendita di titoli effettuate non in esecuzione dell'OPA ma prima del relativo lancio*».

La Corte d'Appello di Milano – nell'ambito di un procedimento di opposizione avverso una sanzione per *insider trading* (art. 187-bis del Tuf) – ha rimesso alla Corte Costituzionale la questione di legittimità dell'art. 6, comma 2, del d.lgs. 12 maggio 2015, n. 72 (di recepimento della Direttiva 2013/36/UE Capital Requirements Directive IV, cosiddetta CRD IV), ai sensi del quale «*Le modifiche apportate alla parte V del decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58, si applicano alle violazioni commesse dopo l'entrata in vigore delle disposizioni adottate dalla Consob e dalla Banca d'Italia secondo le rispettive competenze ai sensi dell'art. 196-bis del decreto legislativo 24 febbraio 1998*». La questione è stata posta in relazione all'art. 6, comma 3, del medesimo decreto legislativo, a tenore del quale «*alle sanzioni amministrative previste dal decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, non si applica l'articolo 39,*

*comma 3, della legge 28 dicembre 2005, n. 262», il quale, a sua volta, prevede che «Le sanzioni amministrative pecuniarie previste dal (...) testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (...) che non sono state modificate dalla presente legge, sono quintuplicate».*

Circa tali norme, la Corte ambrosiana rileva, in via preliminare, che esse non menzionano espressamente l'art. 187-bis del Tuf tra le norme da riformulare, ipotizzando un «possibile eccesso di delega in violazione dell'art. 77 Cost.».

Con riguardo, poi, alla non manifesta infondatezza della questione, la Corte d'Appello osserva che, secondo il consolidato indirizzo della Corte EDU, le garanzie di cui alla Convenzione europea dei diritti dell'uomo «si applicano a tutti i precetti di carattere afflittivo a prescindere dalla loro qualificazione come sanzioni penali nell'ordinamento di provenienza». Afferma quindi la Corte d'Appello che «dalla natura 'penale', ai sensi della CEDU, della sanzione in esame discende (...) l'applicabilità alla stessa del principio di legalità penale di cui all'art. 7 della CEDU». Da tale norma, secondo l'interpretazione datane dalla Corte europea, discenderebbe che «il carattere penale della sanzione non implica che debba vigere solo il principio dell'irretroattività delle leggi penali più severe, ma anche, e implicitamente, il principio della retroattività della legge penale meno severa. Detto principio si traduce nella regola dell'applicazione della legge penale che contempla una pena più mite, anche se posteriore alla commissione del reato». Da qui il possibile «contrasto fra l'art. 6, comma 2, D.Lgs. 70/2015 e l'art. 117 della Costituzione, in relazione al parametro interposto dell'art. 7 CEDU», nonché il «dubbio sulla compatibilità di detto regime con l'art. 3 Cost. e con i principi di uguaglianza e di ragionevolezza».

Il Consiglio di Stato, con riferimento al potere di sospensione cautelare spettante alla Consob nei confronti del consulente abilitato all'offerta fuori sede che abbia assunto la qualità di imputato per i reati previsti dall'art. 55, comma 2, Tuf, ha confermato il proprio orientamento per cui tale potere ha natura non sanzionatoria ma cautelare e la sua adozione è rimessa all'apprezzamento discrezionale della Consob (non censurabile in giudizio se non per evidenti illogicità o travisamenti), relativo alle circostanze che hanno dato luogo alla vicenda penale e alla loro idoneità a pregiudicare gli specifici interessi coinvolti nello svolgimento dell'attività di promotore finanziario.

Nel caso esaminato, il Consiglio di Stato ha ritenuto che la Consob, in piena coerenza con la natura dell'atto impugnato, abbia correttamente valutato sia, in via generale, la gravità della condotta sia, in via di dettaglio, la rilevanza della stessa rispetto alle modalità concrete e all'attività di consulenza finanziaria, laddove il comportamento penalmente illecito era stato posto in essere dal consulente finanziario proprio in relazione all'attività di promozione finanziaria.

Sempre con riguardo a tale ipotesi di sospensione cautelare, nel gennaio 2018 il Tar del Lazio (in due distinti giudizi, ma pressoché contestualmente) ha sollevato innanzi alla Corte di Giustizia dell'UE una questione pregiudiziale di interpretazione della Direttiva 2004/39/CE (Market

in Financial Instruments Directive - MiFID) e, innanzi alla Corte Costituzionale, una questione di legittimità dell'art. 55, comma 2, del Tuf.

Nel primo caso, il Tar del Lazio ha sollevato una questione pregiudiziale di interpretazione, ai sensi dell'art. 267 del Trattato UE, in ordine alla compatibilità della misura sospensiva prevista dall'art. 55, comma 2, del Tuf con la Direttiva MiFID, tenuto conto della peculiare discrezionalità del potere in questione (in relazione a fatti che non riguardano il rispetto di norme attuative della direttiva) nonché della particolare incidenza dei relativi effetti sulla posizione del consulente. Inoltre, la sospensione massima prevista dalla norma (pari a un anno) risulterebbe del tutto sganciata dalla durata del processo penale sottostante, configurandosi piuttosto come una sorta di sanzione, eventualmente concorrendo con i procedimenti sanzionatori veri e propri previsti dal Tuf.

Nel secondo caso, il Tar ha sollevato una questione di legittimità costituzionale dell'art. 55, comma 2, del d.lgs. 58/1998, in relazione agli artt. 3 e 117, comma 1, della Costituzione (per tramite della norma interposta costituita dall'art. 4 del Protocollo 7 della Convenzione europea dei diritti dell'uomo), in base alla circostanza per cui l'art. 55, comma 2, Tuf non includerebbe una clausola che imponga espressamente di considerare (quantomeno) la circostanza dell'avvenuta irrogazione della sospensione ai sensi dell'art. 196. Ciò comporterebbe l'irragionevole parificazione di due situazioni radicalmente diverse: quella in cui la sospensione sanzionatoria (o analogo misura) è intervenuta in precedenza e quella in cui essa non è intervenuta. Inoltre, sussisterebbe una possibile violazione del principio di *ne bis in idem*, poiché la sospensione di un anno, ex art. 55, comma 2, Tuf, qualora seguita all'irrogazione di una sanzione ex art. 196 Tuf, concretebbe una nuova e ulteriore sanzione afflittiva e quindi 'punitiva', a prescindere dalla relativa qualificazione formale.

Nella Relazione Annuale per il 2016 si era dato conto delle questioni pregiudiziali di interpretazione del diritto dell'Unione europea sollevate innanzi alla Corte di Giustizia, dalla Corte di Cassazione e vertenti sulla applicabilità, nella disciplina nazionale degli abusi di mercato, del principio del *ne bis in idem* sancito dall'art. 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'UE, ai sensi del quale «Nessuno può essere perseguito o condannato per un reato per il quale è già stato assolto o condannato nell'Unione a seguito di una sentenza penale definitiva conformemente alla legge».

Tali questioni sono state decise dalla Corte di Lussemburgo con due sentenze depositate il 20 marzo 2018 (rese nel giudizio n. C-537/16 e nei giudizi riuniti nn. C-596/16 e 597/16) nelle quali è stato affermato che «L'articolo 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea dev'essere interpretato nel senso che esso osta a una normativa nazionale, che consente di celebrare un procedimento riguardante una sanzione amministrativa pecuniaria di natura penale nei confronti di una persona per condotte illecite che integrano una manipolazione del mercato, per le quali è già stata pronunciata una condanna penale definitiva a suo carico, nei limiti in cui tale condanna, tenuto conto del danno causato alla società dal reato

*commesso, sia idonea a reprimere tale reato in maniera efficace, proporzionata e dissuasiva» e che «Il principio del ne bis in idem garantito dall'articolo 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea conferisce ai soggetti dell'ordinamento un diritto direttamente applicabile nell'ambito di una controversia come quella oggetto del procedimento principale» (sentenza relativa al giudizio n. C-537/16).*

*La stessa Corte ha altresì statuito che «L'articolo 14, paragrafo 1, della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato), letto alla luce dell'articolo 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea, va interpretato nel senso che esso non osta a una normativa nazionale in forza della quale un procedimento inteso all'irrogazione di una sanzione amministrativa pecuniaria di natura penale non può essere proseguito a seguito di una sentenza penale definitiva di assoluzione che ha statuito che i fatti che possono costituire una violazione della normativa sugli abusi di informazioni privilegiate, sulla base dei quali era stato parimenti avviato tale procedimento, non erano provati» (sentenza relativa ai giudizi riuniti nn. C-596/16 e 597/16).*

In materia di emittenti, nell'ambito della vicenda contenziosa originata dall'impugnazione, innanzi al Giudice amministrativo, del provvedimento con il quale l'Autorità – ai sensi dell'art. 106, comma 3, lett. d), n. 2, del Tuf e dell'art. 47-*octies* del Regolamento Emittenti – aveva deliberato, nel corso del 2013, l'aumento del prezzo dell'offerta pubblica obbligatoria totalitaria promossa sulle azioni di una società quotata, ritenendo accertata una collusione tra l'offerente e altri soggetti, è recentemente intervenuta una pronuncia della Corte di Giustizia dell'Unione europea.

Alla Corte lussemburghese si era rivolto in via pregiudiziale, ai sensi dell'art. 267 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, il Consiglio di Stato – innanzi al quale era stata aversata la pronuncia del Tar Lazio confermativa del provvedimento emesso dalla Consob – allo scopo di verificare se ostasse alla corretta applicazione della normativa UE in materia di offerte pubbliche di acquisto, in relazione ai vigenti principi generali di diritto europeo, la disciplina interna (articolo 106, comma 3, lettera d), numero 2), del Tuf e art. 47-*octies* Regolamento Emittenti) nella parte in cui autorizza la Consob ad aumentare il prezzo dell'offerta qualora ricorra la circostanza che vi sia stata «*collusione tra l'offerente e le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori*», senza individuare le specifiche condotte che integrano tale fattispecie, e dunque senza determinare chiaramente le circostanze e i criteri, in presenza dei quali la Consob è autorizzata a rettificare in aumento il prezzo dell'offerta pubblica di acquisto.

Con sentenza del 20 luglio 2017 (Causa C-206/16), la Corte di Giustizia si è pronunciata sulla questione pregiudiziale sopra riportata, così statuendo: «*L'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, della direttiva 2004/25/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, concernente le offerte pubbliche di acquisto, deve*

*essere interpretato nel senso che esso non osta ad una normativa nazionale, come quella di cui trattasi nel procedimento principale, che consente all'autorità nazionale di vigilanza di aumentare il prezzo di un'offerta pubblica di acquisto in caso di 'collusione' senza precisare le condotte specifiche che caratterizzano tale nozione, a condizione che l'interpretazione della suddetta nozione possa essere desunta da tale normativa in modo sufficientemente chiaro, preciso e prevedibile, mediante metodi interpretativi riconosciuti dal diritto interno».*

La Corte Costituzionale, innanzi alla quale era stata sollevata dalla Corte d'Appello di Firenze, nell'ambito dei giudizi di opposizione promossi da esponenti aziendali di una banca, una questione di legittimità costituzionale dell'art. 195 Tuf (nel testo *ante* d.lgs. 72/2015) sotto il profilo della conformità alle garanzie del contraddittorio di matrice CEDU della previsione relativa allo svolgimento del giudizio di opposizione in camera di consiglio, con l'ordinanza 158, depositata il 7 luglio 2017, preso atto delle modifiche recate dal d.lgs. 72/2015 (che all'art. 6, comma 8, stabilisce che «*nei giudizi pendenti' alla data di entrata in vigore del medesimo decreto legislativo le udienze 'sono pubbliche'*»), ha disposto la restituzione degli atti ai giudici remittenti, cui spetta la valutazione delle conseguenze delle modifiche normative, specie ai fini della rilevanza della questione.

In tema di illeciti ascrivibili ai componenti di organi di controllo di società quotate, si segnalano tre pronunce rese dalla Corte di Cassazione (sentenze 19639/2017 del 4 agosto 2017, 20437/2017 del 28 agosto 2017 e 20438/2017 del 28 agosto 2017) con cui sono stati rigettati i ricorsi proposti dai componenti del collegio sindacale di una società quotata avverso le sentenze della Corte d'Appello di Milano, confermate delle sanzioni amministrative pecuniarie irrogate dalla Consob per violazione dei doveri di vigilanza di cui all'art. 149, comma 1, del Tuf.

Con le suddette pronunce, la Suprema Corte, in particolare, ha ribadito che *«in tema di sanzioni amministrative per violazione delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, la complessa articolazione della struttura organizzativa di una società [...] non può comportare l'esclusione o anche il semplice affievolimento del potere – dovere di controllo riconducibile a ciascuno dei componenti del collegio sindacale, i quali, in caso di accertate carenze delle procedure aziendali predisposte per la corretta gestione societaria, sono sanzionabili a titolo di concorso omissivo quoad functione, gravando sui sindaci, da un lato, l'obbligo di vigilanza – in funzione non soltanto della salvaguardia degli interessi degli azionisti nei confronti di atti di abuso di gestione da parte degli amministratori, ma anche della verifica dell'adeguatezza delle metodologie finalizzate al controllo interno della società [...]»*. Ciò premesso la Corte ha altresì richiamato l'attenzione sugli incisivi poteri informativi e ispettivi, anche individuali, conferiti ai sindaci dall'art. 151, comma 1, Tuf, e sulla doverosità del loro esercizio da parte dei componenti del collegio sindacale, rigettando *in toto* la tesi dei ricorrenti secondo la quale il collegio sindacale, sulla base delle informazioni ricevute dalle altre strutture aziendali di controllo, avrebbe incolpevolmente escluso la presenza di irregolarità. La Corte, infatti, ha ritenuto che *«[...] si è al cospetto del*

*mancato od, al più dell'incompiuto esercizio da parte del ricorrente della sua individuale prerogativa, recte del suo potere – dovere, di procedere in qualsiasi momento ad atti di ispezione e controllo, di richiedere all'organo gestorio informazioni in ordine alle operazioni poi sanzionate [...]». Infine, con riferimento all'obbligo dei sindaci di vigilare «sull'adeguatezza della struttura organizzativa della società per gli aspetti di competenza, del sistema di controllo interno e del sistema amministrativo – contabile nonché sull'affidabilità di quest'ultimo nel rappresentare correttamente i fatti di gestione» ex art. 149, comma 1, lettera c) Tuf, la Suprema Corte ha precisato che la violazione di tale previsione è distinta e autonoma rispetto alle violazioni dell'art. 149, comma 1, lettere a) e b), posto che «la violazione de qua attiene all'adeguatezza della struttura organizzativa societaria nel suo complesso e presenta quindi una valenza che trascende le singole violazioni, e appare ontologicamente diversa dalla condotta omissiva che caratterizza le singole operazioni».*

Nel corso del 2017 è giunta a un punto di 'svolta' l'azione di impugnativa dei bilanci di esercizio e consolidato di una banca con azioni quotate, avviata dall'Istituto nel gennaio 2015. Nel corso del giudizio, la banca interessata ha riconosciuto, anche sulla scorta dei contenuti della consulenza tecnica d'ufficio disposta dal Giudice Istruttore, la non conformità dei saldi di apertura di entrambi i bilanci avuto riguardo al disposto dei principi contabili la cui violazione era stata evocata dall'Istituto. Quest'ultimo ha, peraltro, preso atto, secondo quanto evidenziato dal predetto consulente – oltre che dalla stessa convenuta – dell'impossibilità per la banca di rideterminare, a distanza di tempo dalla chiusura dell'esercizio in questione, i valori originariamente esposti nei bilanci impugnati (ossia, i saldi di apertura di entrambe le rendicontazioni annuali).

La banca si è, pertanto, dichiarata disponibile a intervenire sui bilanci in questione, inserendo nella nota integrativa degli stessi un testo che riflettesse i contenuti della consulenza tecnica. L'emittente ha successivamente provveduto a diffondere un comunicato stampa, in cui ha informato il mercato delle precisazioni introdotte, in seguito a delibera del Cda, all'interno dei bilanci impugnati, dando evidenza delle ragioni che avevano determinato la relativa decisione. Il bilancio di esercizio, conseguentemente integrato, è stato sottoposto (nel settembre 2017) all'assemblea, per la formale riapprovazione. Ciò ha determinato il venir meno dell'interesse dell'Amministrazione alla pronuncia giurisdizionale, stante il fatto che è stata in tal modo ristabilita la correttezza del quadro informativo.

Nell'ambito delle decisioni emesse da Corti di merito, si segnala una sentenza della Corte d'Appello di Milano relativa a un ricorso proposto da una società di revisione, cui era stata irrogata una sanzione amministrativa pecuniaria per i lavori svolti sul bilancio di una banca.

La pronuncia, oltre ad aver riaffermato l'ormai costante orientamento della giurisprudenza sul pieno rispetto da parte del Regolamento sanzionatorio della Consob del principio del contraddittorio, anche con riferimento a quanto previsto dall'art. 24 della legge 262/2005, ha specificamente rilevato che i principi di revisione rappresentano un 'codice di condotta' al quale «il revisore deve attenersi

*nell'espletamento della sua attività professionale». Essi, pertanto, «costituiscono la concretizzazione in regole di condotta dello standard di speciale diligenza imposto al professionista dall'art. 1176, comma 2, c.c.». La Corte, di conseguenza, nello scrutinio circa la sussistenza delle violazioni addebitate al revisore, ha tenuto in considerazione la «natura dell'attività esercitata, connotata da un alto grado di specializzazione e dall'intenso grado di fiducia riposto dalla società revisionata e dal mercato in generale nel giudizio professionale del revisore, anche a ragione della sua consolidata reputazione tra gli operatori economici».*

Appare inoltre di notevole rilievo la pronuncia (sentenza 12332 del 17 maggio 2017) – resa nell'ambito di un giudizio che si è poi concluso, in senso favorevole all'Istituto, nel febbraio 2018 – con la quale la Suprema Corte, a Sezioni Unite, ha affermato che il principio della scissione degli effetti della notificazione per il notificante e per il destinatario della stessa trova applicazione anche agli atti amministrativi recettizi non negoziali e, in particolare, alla contestazione degli addebiti formulati nell'ambito del procedimento sanzionatorio della Consob.

In particolare, il Collegio ha ritenuto che soltanto il principio della scissione consenta di attuare il «bilanciamento del notificante a non vedersi imputare conseguenze negative per il mancato perfezionamento della fattispecie 'comunicativa' a causa di fatto di terzi che intervengano nella fase di trasmissione del contenuto dell'atto» e «quello del destinatario di non essere impedito nell'esercizio di propri diritti, compiutamente esercitabili solo a seguito dell'acquisita conoscenza (anche se solo legale) del contenuto dell'atto medesimo».

In materia di accesso, il Consiglio di Stato, nell'accogliere un ricorso presentato dalla Consob avverso la sfavorevole decisione del giudice di prime cure (sentenza 1692 dell'11 aprile 2017), ha recentemente affermato due rilevanti principi.

In base al primo principio, il diritto di accesso cosiddetto defensionale è idoneo a prevalere sulle contrapposte esigenze di segreto o riservatezza solo se «strettamente indispensabile» all'esercizio del diritto di difesa, ovverosia se «il documento di cui si pretende l'ostensione sia 'strettamente indispensabile' a costruire ed alimentare tale difesa», a tal fine occorrendo, sulla scorta di allegazioni della parte privata, che «precauzionalmente la valutazione di tale stretta indispensabilità avvenga nel modo possibilmente più circoscritto ed attento e non sia, al contrario, affermato – come accaduto in occasione della sentenza impugnata – sulla base di schematizzazioni formali e astratte».

In linea con il secondo principio, le esigenze difensive, pur quando effettivamente esistenti, non sono, tuttavia, tali da «prevalere sempre e comunque (e soprattutto acriticamente) su qualunque altro interesse, specie se contrapposto» e che «il dissidio tra interessi fra loro collidenti non può essere risolto in chiave unilaterale» ma alla luce di un «delicato equilibrio che, di volta in volta e fuori da schematizzazioni astratte ed assolutistiche, va ricercato in concreto, bilanciando tra loro posizioni non consonanti». Diversamente, il privato diverrebbe «arbitro incondizionato della

*valutazione della pertinenza o meno della documentazione desiderata rispetto alla tipologia e ai contenuti del procedimento relativamente al quale l'Amministrazione utilizza detta documentazione» e si perverrebbe «al risultato, eccessivo, che colui che comunque ottenesse l'accesso (generalizzato) a tutta la documentazione in possesso dell'Amministrazione, anche a quella che non ha concorso a fondare l'adozione di un suo provvedimento finale, ben potrebbe alla fine non utilizzare a fini defensionali alcun elemento di detta documentazione. In tal modo, però, si determinerebbe una fattispecie di avvenuta conoscenza (della documentazione) non finalisticamente orientata a scopi di difesa e tuttavia estesa a dati ed informazioni né pertinenti (rispetto a tali scopi) né altrimenti meritevoli di cognizione da parte di chi ha domandato ed ottenuto l'accesso».*

## **2 La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto**

Nel corso del 2017 in due giudizi risarcitori promossi da gruppi di risparmiatori nei confronti della Consob, il Tribunale di Roma ne ha respinto le domande per prescrizione del diritto azionato (decorso del termine quinquennale ex art. 2947, comma 1, c.c.); in altro giudizio, la Corte d'Appello di Roma, per la stessa motivazione, ha confermato la decisione del Tribunale di Roma di rigetto della domanda risarcitoria proposta da un risparmiatore.

In particolare, nel primo caso, il Tribunale di Roma, uniformandosi a principi di diritto costantemente affermati nella giurisprudenza di merito, ha ribadito che, nel caso del fallimento di un intermediario, il termine quinquennale di prescrizione del diritto al risarcimento del danno da omessa vigilanza azionabile (anche) nei confronti della Consob decorre dalla sentenza dichiarativa di fallimento, perché è da quel momento che il danno patito deve ritenersi conosciuto o, quantomeno, conoscibile dai risparmiatori usando l'ordinaria diligenza. Il Tribunale ha, altresì, escluso, ancora in linea con orientamenti consolidati nella giurisprudenza di merito e confermati anche in sede di legittimità (di cui si è dato anche conto nelle precedenti Relazioni annuali della Consob), l'idoneità delle domande di insinuazione al passivo del fallimento degli intermediari a interrompere la prescrizione del diritto risarcitorio fatto valere nei confronti della Consob così come della costituzione di parte civile nel giudizio penale a carico di funzionari dell'Istituto ovvero della citazione della Consob quale responsabile civile, posto che tali atti hanno una funzione tipica differente e che «non ogni domanda ha effetto interruttivo della prescrizione, ma soltanto quella con cui l'attore chiede il riconoscimento e la tutela giuridica del diritto del quale si eccepisce poi la prescrizione».

Nel secondo giudizio, il Tribunale di Roma ha respinto le domande risarcitorie proposte nei confronti della Consob da un gruppo di azionisti di minoranza di una società quotata qualificatisi come risparmiatori per omessa vigilanza su alcune operazioni straordinarie poste in essere da detta società, anch'essa convenuta in giudizio. In particolare, i Giudici, nel dichiarare la prescrizione dell'azione, hanno ritenuto che il termine di prescrizione quinquennale del diritto al

risarcimento del danno fosse spirato in quanto decorrente dal momento in cui si erano prodotti i danni pretesi nel giudizio e derivanti dalla condotta della società, vale a dire dalla prima operazione straordinaria posta in essere nel 2003 e, in ogni caso, dalla di poco successiva operazione societaria del 2004, mentre non assumeva rilievo l'ulteriore operazione straordinaria che la società ha effettuato nel 2012 in quanto essa «[...] non avrebbe fatto altro che aggravare il danno già prodotto dalle operazioni precedenti».

Nel giudizio definito dalla Corte d'Appello di Roma, poi, essa ha confermato la prescrizione del diritto risarcitorio azionato nei confronti della Consob ritenendo che il termine era iniziato a decorrere dalla data della sottoposizione dell'intermediario (nella specie, una Sim) alla procedura di liquidazione coatta amministrativa e non, come sostenuto dal risparmiatore, dalla data in cui il commissario liquidatore dell'intermediario gli aveva comunicato il saldo finale della sua posizione creditoria in esecuzione del piano di riparto finale dell'attivo della procedura concorsuale.

La Corte di Cassazione con sentenza 16181 del 28 giugno 2017 ha rigettato il ricorso proposto avverso la sentenza della Corte d'Appello di Milano 3113 del 28 settembre 2012 da taluni investitori, che lamentavano i danni derivanti dall'asserita falsità delle informazioni contenute nel prospetto informativo di offerta al pubblico e di ammissione a quotazione delle azioni di una società del settore delle telecomunicazioni, pubblicato nell'anno 2000.

È dunque passata in giudicato la sentenza di appello che aveva dichiarato la cessazione della materia del contendere (in considerazione degli effetti prodotti da una transazione conclusa, nel corso del giudizio di appello, tra gli investitori e altra parte del giudizio) così ponendo nel nulla la sentenza di primo grado (9828 del 24 luglio 2008) con cui il Tribunale di Milano aveva condannato la Consob e altri convenuti, in via solidale, al risarcimento del danno in favore delle controparti. La definizione del contenzioso ha lasciato, dunque, impregiudicata la questione, posta a base delle domande di risarcimento proposte dagli investitori, della responsabilità della Consob per non corretta vigilanza sul prospetto informativo della società. Altri contenziosi relativi alla medesima vicenda, tuttavia, sono stati definiti, *medio tempore*, con sentenze, talune anche passate in giudicato, di rigetto delle analoghe domande risarcitorie proposte nei confronti della Consob per insussistenza, nel merito, del nesso di causalità tra l'asserito falso in prospetto e il danno ovvero per intervenuta prescrizione del diritto risarcitorio.

Nell'ambito delle note vicende relative alle crisi bancarie, numerosi Uffici di Procura italiani hanno avviato procedimenti penali a carico di esponenti aziendali.

In tale contesto, nel corso del 2017 sono stati notificati alla Consob avvisi di fissazione dell'udienza preliminare relativi ai procedimenti penali avviati dalle Procure di Ferrara, Bergamo e Roma a carico degli esponenti di tre banche.

Riguardo a tali vicende, la Consob ha svolto un'intensa attività di collaborazione informativa con le Procure della Repubblica interessate e,

successivamente, si è costituita parte civile all'udienza preliminare in relazione al delitto di ostacolo all'esercizio delle autorità pubbliche di vigilanza, rispetto al quale l'Istituto era stato indicato come persona offesa nella richiesta di rinvio a giudizio. È in corso l'udienza preliminare nei procedimenti penali riguardanti due delle tre banche, mentre in quello concernente la terza banca il Giudice per l'udienza preliminare ha disposto a carico degli imputati il rinvio a giudizio, che prenderà avvio nel giugno 2018.

La Consob si è, infine, costituita parte civile in relazione a un rilevante caso di abusivismo. Il Giudice per l'udienza preliminare ha disposto il rinvio a giudizio a carico di taluni degli imputati e il dibattimento è in corso di svolgimento.

# IX

## Le attività di supporto e la cooperazione internazionale

### 1 La gestione finanziaria

La spesa complessiva per l'esercizio 2017 (131,7 milioni di euro) risulta più elevata di oltre 7 milioni di euro rispetto al dato consuntivo riferito all'anno 2016 (Tav. 64).

**Tav. 64 Schema riassuntivo delle spese e delle entrate**  
(dati consuntivi; milioni di euro)

voci	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 <sup>2</sup>
<b>SPESE</b>							
<b>spese correnti</b>							
spese per i componenti la Commissione	2,3	2,3	1,2	0,7	0,8	1,3	1,4
spese per il personale	82,0	88,1	88,3	88,7	90,8	92,9	96,3
spese per acquisizione di beni e servizi	21,5	16,0	16,1	13,9	13,7	14,7	14,5
oneri per ripristino e ampliamento immobilizzazioni	3,6	3,7	4,8	5,7	5,0	9,8	12,7
accantonamento al Fondo rischi connessi a ipotesi di risarcimento danni	17,8	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,9
spese non classificabili	1,3	3,0	0,3	2,5	2,7	2,8	0,8
<i>totale spese correnti</i>	<i>128,5</i>	<i>114,1</i>	<i>110,7</i>	<i>111,5</i>	<i>113,0</i>	<i>121,5</i>	<i>127,6</i>
<b>spese in conto capitale</b>	<b>1,4</b>	<b>4,4</b>	<b>3,3</b>	<b>0,8</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>4,1</b>
<i>totale spese</i>	<i>129,9</i>	<i>118,5</i>	<i>114,0</i>	<i>112,3</i>	<i>115,9</i>	<i>124,0</i>	<i>131,7</i>
<b>ENTRATE</b>							
avanzo di amministrazione <sup>1</sup>	14,5	14,3	18,3	13,7	14,0	15,0	12,1
trasferimenti dallo Stato	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0	0,3	0,2
entrate da contributi di vigilanza	116,6	108,9	98,0	99,9	108,9	108,3	111,6
entrate diverse	12,0	12,2	10,4	8,6	8,7	11,0	13,4
<i>totale entrate</i>	<i>143,5</i>	<i>135,8</i>	<i>126,7</i>	<i>122,2</i>	<i>131,6</i>	<i>134,6</i>	<i>137,3</i>

Fonte: Consob. <sup>1</sup> L'avanzo è dato dalla differenza tra il totale delle entrate e il totale delle spese nonché dalle differenze derivanti dalla gestione dei residui attivi e passivi. L'avanzo 2016, comprensivo dell'importo del Fondo pluriennale vincolato, è riportato tra le entrate 2017. <sup>2</sup> Dati provvisori di consuntivo.

In particolare, la spesa corrente (127,6 milioni di euro) è aumentata di circa 6 milioni di euro, mentre la spesa in conto capitale (4,1 milioni di euro) è aumentata di 1,6 milioni di euro.

L'incremento della spesa corrente è principalmente dovuto all'aumento delle spese per il personale e degli accantonamenti ai Fondi rischi e oneri (Fondo oneri per rinnovi contrattuali, Fondo rischi connessi a ipotesi di risarcimento danni ex art. 2043 c.c., Fondo per la tutela stragiudiziale dei risparmiatori e degli investitori, Fondo rischi restituzione somme liquidate a favore dell'Istituto da provvedimenti giudiziari non definitivi).

La spesa in conto capitale, pari a 4,1 milioni di euro, è ascrivibile essenzialmente alle acquisizioni di prodotti *hardware* e *software* e a interventi di manutenzione straordinaria sull'immobile di proprietà.

Le entrate complessive per l'anno 2017 (al netto dell'avanzo di amministrazione 2016) sono risultate pari a 125,2 milioni di euro, di cui 13,4 milioni (11 per cento circa) per entrate diverse (essenzialmente interessi attivi, utilizzo fondi ripristino immobilizzazioni, sanzioni amministrative pecuniarie riscosse per la violazione delle norme che disciplinano le attività della parte II - Disciplina degli intermediari del Tuf e somme liquidate a favore dell'Istituto da provvedimenti giudiziari) e 111,6 milioni (89 per cento) per entrate da contributi di vigilanza. Si aggiunge, per 0,2 milioni, il trasferimento da parte dello Stato al Fondo per la tutela stragiudiziale dei risparmiatori e degli investitori, destinato a rendere gratuito l'accesso alle procedure di risoluzione dell'Arbitro per le controversie finanziarie (ACF) istituito dalla Consob.

Le entrate contributive sono riferite prevalentemente ai soggetti che sollecitano il pubblico risparmio, emittenti, intermediari (banche, Sim e agenti di cambio), società di revisione e revisori legali (Tav. 65).

**Tav. 65 Contribuzioni per categoria di soggetti vigilati**  
(dati consuntivi; milioni di euro)

	Sim e agenti di cambio	banche	società di revisione e revisori legali	consulenti finanziari	organismi di mercato <sup>1</sup>	emittenti	Oicr <sup>2</sup>	soggetti che sollecitano il pubblico risparmio	altri	<i>totale entrate contributive</i>
2011	1,7	20,1	12,1	5,2	5,7	23,1	11,5	34,7	2,5	<i>116,6</i>
2012	1,4	17,7	12,7	4,9	5,7	23,5	10,4	30,5	2,1	<i>108,9</i>
2013	1,5	16,2	12,5	4,7	5,2	22,5	8,8	23,9	2,7	<i>98,0</i>
2014	2,6	17,1	12,9	4,7	5,3	22,5	9,5	23,5	1,8	<i>99,9</i>
2015	2,8	17,1	12,5	4,9	5,5	27,6	11,0	25,5	2,0	<i>108,9</i>
2016	2,8	18,6	12,2	5,1	5,5	26,5	12,5	23,3	1,8	<i>108,3</i>
2017	2,9	21,1	13,0	5,5	5,5	29,3	15,0	15,9	3,4	<i>111,6</i>

Fonte: Consob. <sup>1</sup> In tale categoria sono ricompresi Borsa Italiana Spa, Mts Spa, Cassa di compensazione e garanzia Spa, Monte Titoli Spa e Organismo dei Consulenti Finanziari. <sup>2</sup> Incluso il contributo di vigilanza per le gestioni individuali curate dalle Sgr.

## 2 L'assetto organizzativo e funzionale interno

Il 2017 ha visto la realizzazione di numerose iniziative in tema di organizzazione e funzionamento interno dell'Istituto, volte sia al continuo miglioramento delle infrastrutture sia alla semplificazione della struttura organizzativa e dei processi.

Al fine di disciplinare le attività relative all'attuazione dell'art. 22, comma 7, del decreto legge 24 giugno 2014, n. 90, convertito nella legge 11 agosto 2014, n. 114, anche per l'anno 2017, la Consob e l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM) – facendo seguito alla Convenzione stipulata a fine 2014 e ai conseguenti accordi attuativi del 2015 e del 2016 – hanno sottoscritto l'accordo finalizzato a definire le attività e le procedure da gestire congiuntamente per l'anno 2017.

In attuazione dell'accordo, per ciò che attiene alle procedure di acquisizione di beni e servizi, la Consob e l'AGCM hanno gestito congiuntamente le tre richieste di offerta sul MePA (Mercato elettronico della Pubblica Amministrazione) previste nell'accordo stesso. Inoltre, sono stati gestiti congiuntamente i servizi concernenti la manutenzione dei tornelli, la nomina del responsabile rischio amianto nonché il servizio di bonifica del cortile condominiale comune.

Sempre in attuazione del citato accordo nel corso del 2017 è stata, inoltre, gestita congiuntamente la procedura aperta, suddivisa in tre lotti, per l'affidamento dei servizi assicurativi per il personale dell'AGCM e della Consob, nell'ambito della quale l'AGCM ha espletato le funzioni di stazione appaltante; il relativo contratto è in corso di esecuzione.

Nel 2017, infine, hanno avuto esecuzione i due contratti di rilevanza comunitaria (tuttora in corso di esecuzione) stipulati all'esito dell'espletamento delle procedure congiunte avviate nel corso del 2015, in attuazione della richiamata Convenzione e dei relativi Accordi attuativi (gara comunitaria congiunta per l'affidamento del servizio avente ad oggetto il piano di assistenza sanitaria per il personale in servizio e in quiescenza Consob e dell'AGCM e per i rispettivi nuclei familiari e gara comunitaria congiunta per l'affidamento del servizio di copertura assicurativa *All Risks* e *RCT/O* a favore della Consob e dell'AGCM).

Con specifico riguardo all'attività negoziale dell'Istituto, si è dato corso alla pianificazione biennale (triennale in caso di lavori) delle acquisizioni prescritta dall'art. 21 del Codice degli appalti (d.lgs. 18 aprile 2016, n. 50) e alla conseguente pubblicazione della stessa nella sezione 'Autorità trasparente - Bandi di gara e contratti', in attuazione delle linee-guida dell'ANAC adottate con la delibera 1310 del 28 dicembre 2016.

Particolare attenzione è stata riservata all'area di rischio 'contratti pubblici' nell'ambito del Piano triennale di prevenzione della corruzione e della trasparenza 2018-2020. In tale contesto, si è proceduto ad aggiornare le fasi dei relativi processi, a individuare le attività rilevanti in ciascuna fase, ad aggiornare e integrare gli eventi rischiosi, i comportamenti anomali e le

misure di prevenzione generali e specifiche. Sono inoltre stati elaborati taluni 'indicatori di attuazione' delle misure di prevenzione in relazione a ciascuna delle fasi del ciclo degli acquisti.

Tali indicatori, contraddistinti da semplicità di calcolo e valenza informativa, potranno essere modificati, aggiornati e/o integrati periodicamente per rispondere alla finalità indicata dall'ANAC di «fornire un quadro dinamico sull'andamento delle attività nell'area e sulla coerenza con il dettato normativo, consentendo di studiare ed implementare misure specifiche di intervento o prevenzione dei rischi di corruzione».

Nel 2017 è proseguito il confronto sindacale finalizzato al recepimento in Consob, nel Regolamento del Personale, della riforma delle carriere già recepita in Banca d'Italia.

Tenuto conto della complessità del negoziato con le Organizzazioni Sindacali e della necessità di adattare il nuovo ordinamento alle specifiche funzionali e organizzative della Consob, il confronto è ancora in corso.

Nel contempo, nell'ambito dell'adeguamento dei livelli di trattamento economico del personale, nel 2017 è stato sottoscritto un accordo con le OO.SS. che consentirà la copertura delle spese sanitarie per i dipendenti della Consob e per i propri familiari anche per il triennio 2019-2021.

### 3 La gestione delle risorse umane

A fine 2017 l'organico dell'Istituto si attestava a 609 unità, sei in più rispetto alla fine dell'anno precedente, a fronte di 14 assunzioni (di cui 12 rivienienti da una procedura concorsuale bandita in anni precedenti e destinata a categorie protette) e otto cessazioni dal servizio intervenute nel corso dell'anno (Tav. 66 e Tav. 67).

**Tav. 66 Il personale**  
(dati al 31 dicembre)

	dipendenti di ruolo			totale	dipendenti a tempo determinato <sup>1</sup>	totale
	carriera direttiva	carriera operativa	carriera dei servizi generali			
2011	260	280	22	562	48	610
2012	278	276	21	575	52	627
2013	317	232	17	566	52	618
2014	349	198	13	560	54	614
2015	365	180	13	558	48	606
2016	400	183	13	596	7	603
2017	429	159	14	602	7	609

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. <sup>1</sup> Il dato include il personale distaccato da altre amministrazioni.

**Tav. 67 Distribuzione del personale per qualifica e unità organizzativa**  
(dati al 31 dicembre 2017)

unità organizzativa	dirigenti	funzionari	impiegati	altro <sup>1</sup>	<i>totale</i>
Direzione Generale	2	9	14		28
Segretario Generale	1	1	2		4
Avvocato Generale	1				1
Arbitro per le controversie finanziarie	1				1
Consulenza Legale	7	24	5		36
Uffici non coordinati nell'ambito di Divisioni <sup>2</sup>	8	40	31		79
<b>Divisioni</b>					
Informazione Emittenti	4	38	8		50
Corporate Governance	6	30	6		42
Mercati	9	49	13		71
Intermediari	3	47	17		67
Ispettorato	5	34	3		42
Studi	4	22	7	1	34
Amministrazione	8	23	34	10	75
Infrastrutture Informative	4	20	11		35
Strategie Regolamentari	1	12	4		17
Tutela del Consumatore	8	14	7	1	27
<i>totale</i>	<i>69</i>	<i>363</i>	<i>162</i>	<i>15</i>	<i>609</i>

Fonte: Consob. I dipendenti a tempo determinato e quelli distaccati da altre amministrazioni sono distribuiti nelle qualifiche secondo la relativa equiparazione. <sup>1</sup> La voce 'altro' comprende il personale della carriera dei servizi generali. <sup>2</sup> Uffici non coordinati nell'ambito delle Divisioni.

Nel corso del 2017 si è dato avvio a cinque procedure concorsuali, quattro delle quali in fase di conclusione, finalizzate all'assunzione di 75 risorse. La ricerca di specifiche figure professionali, in linea con le evoluzioni del mercato attuale, è finalizzata al potenziamento del personale delle strutture di vigilanza e dell'Istituto stesso.

Due delle quattro procedure mirano, in particolare, al reclutamento di personale in possesso, rispettivamente, di lauree con profilo economico e di lauree con profilo giuridico da destinare ai settori della vigilanza presso le sedi di Roma e di Milano. Una procedura si propone la selezione di laureati in economia con esperienza nel settore della revisione contabile da destinare al potenziamento di specifiche aree della vigilanza. La quarta procedura è stata bandita per il reclutamento di laureati in ingegneria elettronica o in materie informatiche, da destinare all'area dei sistemi informativi.

Per quanto riguarda gli strumenti di flessibilità volti a coniugare le esigenze dell'Istituto con quelle dei dipendenti (cosiddetto *smart working*), nel corso dell'anno il numero delle posizioni in telelavoro si è ulteriormente incrementato, passando da 32 nel 2016 a 39 nel 2017.

Con riferimento alla formazione del personale, nel 2017 come già nell'anno precedente, sono state privilegiate le iniziative su tematiche di interesse collettivo e specialistico svolte all'interno dell'Istituto, anche con l'intervento di docenti esterni e dirette ad ampie categorie di dipendenti. Si è altresì fatto ricorso frequentemente alla modalità di fruizione in video *streaming*, ottenendo benefici apprezzabili in termini di contenimento dei costi senza pregiudicare la qualità e la continuità dell'attività formativa.

A settembre 2017 è stato avviato il piano pluriennale di riqualificazione e formazione del personale informatico mediante lo svolgimento di corsi di approfondimento tecnico in cui sono stati coinvolti docenti ed esperti di chiara fama. Tali corsi sono stati articolati in sessioni teoriche e pratiche, secondo la modalità *training on the job*, e si sono focalizzati su tematiche selezionate tra le più rilevanti per le linee di evoluzione strategica previste per i sistemi IT dell'Istituto, quali i processi di automazione e la sicurezza informatica. Un'importante opportunità di accrescimento di competenze e conoscenze per l'Istituto è stata costituita, in particolare, dal percorso di collaborazione avviato con il Politecnico di Torino, centro di eccellenza nel campo dell'ingegneria informatica.

Nel solco del processo di intensificazione della collaborazione con il mondo accademico avviata negli anni precedenti, sono poi state siglate diverse nuove convenzioni con prestigiosi Atenei italiani distribuiti su tutto il territorio.

Nell'ambito di tali convenzioni sono stati attivati numerosi tirocini curriculari ed extracurriculari presso diverse unità organizzative dell'Istituto e presso l'ACF.

In particolare, nel 2017 sono state offerte, tramite apposito bando pubblico di selezione, 32 posizioni di tirocinio extra-curriculare retribuito, formativo e di orientamento, destinate a giovani in possesso di un titolo di studio (laurea, *master*, scuola di perfezionamento, dottorato di ricerca) di recente conseguimento, secondo quanto previsto dalla vigente disciplina in materia. I tirocini hanno avuto avvio a partire dalla seconda metà del 2017.

Sono stati, inoltre, costituiti gruppi di lavoro congiunti Consob-Università dedicati a progetti di studio sulla digitalizzazione dei processi di intermediazione finanziaria (si veda il paragrafo 2 'L'innovazione tecnologica e i mercati finanziari', Capitolo I 'L'evoluzione del contesto economico', Parte A) e allo sviluppo di iniziative di educazione finanziaria (si veda il Capitolo VII 'La tutela dell'investitore').

## 4 I sistemi informativi

Il 2017 è stato caratterizzato da una serie di iniziative organizzative e tecniche volte ad accrescere l'efficienza dei sistemi informativi, strumentali all'attività di vigilanza della Commissione.

Sul piano organizzativo, con l'istituzione a dicembre 2016 della Divisione Infrastrutture Informative, è stato dato un nuovo impulso alla definizione della strategia informatica, in coerenza con gli obiettivi istituzionali di vigilanza e le esigenze di ammodernamento tecnologico dei sistemi informativi.

Per quanto concerne le iniziative di natura tecnica – che nel Piano per lo sviluppo informatico d'Istituto 2018-2020 sono individuate secondo un approccio pluriennale in coerenza con l'evoluzione degli obiettivi strategici – nel corso del 2017, i sistemi informativi e i database a supporto delle attività istituzionali sono stati adeguati all'evoluzione del quadro normativo di riferimento o realizzati *ex-novo*.

In particolare, in vista dell'entrata in vigore della disciplina MiFID II-MiFIR (Direttiva 2014/65/UE Markets in Financial Instruments Directive - MiFID e Regolamento (UE) n. 600/2014 Markets in Financial Instruments Regulation - MiFIR), è stato sviluppato un nuovo sistema informatico per lo scambio dei dati di *transaction reporting*, operativo dal 3 gennaio 2018, *compliant* con le specifiche ESMA. Lo sviluppo del sistema ha comportato una serie di *test*, sia di integrazione con l'ESMA sia di scambio dati con soggetti italiani (*investment firms*) ed esteri (altre autorità di vigilanza e ARM - *Approved Reporting Mechanism*) con un significativo assorbimento di risorse interne che, anche nel 2018, saranno impegnate nelle relative analisi di vigilanza.

Nel 2017 sono state adeguate le applicazioni per la rilevazione dei *position limits* e *position reporting* e, in attuazione del Regolamento (UE) n. 648/2012 sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni (European Market Infrastructure Regulation - cosiddetto Regolamento EMIR), è stato completato il sistema di acquisizione e gestione delle richieste di esenzione di compensazione e di scambio di garanzie tra società dello stesso gruppo per l'invio delle stesse all'ESMA. Per il 2018, è previsto inoltre lo sviluppo di applicativi che consentano all'Istituto di accedere sia alla piattaforma *trade repositories data* (TRACE) dell'ESMA, attraverso cui le autorità di vigilanza europee possono acquisire i dati segnalati alle *trade repository* dalle controparti dei contratti derivati, sia alle singole *trade repository* che devono mettere a disposizione delle autorità competenti i dati e le informazioni necessarie per i rispettivi compiti di vigilanza.

In applicazione delle disposizioni del Regolamento (UE) n. 1286/2014, (Packaged Retail and Insurance-based Investment Products - PRIIPs), in vigore dal 1° gennaio 2018, è stato realizzato un applicativo idoneo a consentire il deposito del Key Information Document (KID) dei PRIIPs da parte dei soggetti obbligati. Nel corso dell'anno si procederà allo sviluppo di un sistema più completo per l'acquisizione e l'organizzazione di dati strutturati, funzionali all'implementazione del modello di vigilanza inerente alla prestazione dei servizi di investimento e all'esercizio dei poteri di *product intervention*.

Nell'ambito degli applicativi a supporto della comunicazione e della tutela dell'investitore, è stato avviato nel 2017 lo sviluppo dell'applicativo informatico per la trattazione delle segnalazioni di *whistleblowing* ai sensi della legge 30 novembre 2017, n. 179.

Al fine di ricevere le segnalazioni ai sensi dell'art. 4-*duodecies* del Tuf e della Direttiva di esecuzione (UE) 2015/2392, in particolare, la Consob ha attivato due canali dedicati, telefonico e telematico, per la ricezione immediata delle segnalazioni.

È stato pianificato per il 2018 un progetto finalizzato alla revisione globale del sito internet dell'Istituto, con l'obiettivo di implementare una serie di funzioni finalizzate a velocizzare le attività di ricerca (con specifico riguardo alla sezione regolamentazione) e navigabilità.

In merito alle applicazioni trasversali e di *back-office* sono proseguite le attività di aggiornamento tecnico della piattaforma del sistema di contabilità finanziaria; sono state attivate inoltre nuove funzioni connesse con le attività di programmazione, pianificazione e *reporting*.

Nei primi mesi del 2018 è stata avviata l'integrazione di tale sistema con quello informatico a supporto delle attività dell'Arbitro per le controversie finanziarie (ACF), per il quale sono previsti una serie di interventi manutentivi.

Tra i progetti relativi all'innovazione tecnologica, alla sicurezza e alla gestione ordinaria ICT, considerato che molte attività previste per il 2017 sono state rinviate all'anno successivo per dare priorità allo sviluppo delle applicazioni per la vigilanza, si segnala che nel 2018 si darà prosecuzione al progetto pluriennale di *disaster recovery* (con l'approntamento dell'infrastruttura tecnica e logistica della sede di Milano) e al più ampio processo di ammodernamento dei sistemi informatici d'Istituto.

## 5 Le relazioni con l'esterno, convegni e studi

Anche nel corso del 2017 il sito internet si è confermato lo strumento principale dell'attività di comunicazione istituzionale con l'esterno, nell'ambito della cura delle relazioni con il pubblico e i risparmiatori (Tav. 68).

In linea con gli anni passati, il numero elevato di accessi conferma l'importanza dello strumento per l'acquisizione di dati e informazioni sia da parte degli operatori (a cui è dedicata la sezione 'servizi per gli operatori') sia del pubblico generico (a cui è dedicata la sezione 'la Consob e le sue attività'; in merito agli accessi all'area di educazione finanziaria, si veda il precedente Capitolo VII 'La tutela dell'investitore').

**Tav. 68 Accessi alle pagine del sito internet**  
(migliaia di accessi)

pagine	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
home page (novità)	1.275	1.305	1.178	904	1.601	1.505	1.347
per il pubblico	199	180	159	220	460	475	833
per i soggetti vigilati	322	340	271	218	380	390	413
per i giornalisti	5	6	4	5	9,5	9	10
la Consob	1.154	1.160	968	703	705	680	852
emittenti	3.177	3.119	2.706	1.283	1.883	1.785	1.382
intermediari e mercati	1.090	1.088	988	771	987	957	1.200
decisioni della Consob/Bollettino	977	982	891	476	531	612	732
regolamentazione	2.065	2.100	1.618	730	1.436	1.341	1.621
pubblicazioni e comunicati	191	188	126	55	45	195	404
altri siti	4	4	5	3	9	10	14
motore di ricerca unico	116	112	147	57	31	15	15
aiuto e mappa del sito	9	10	7	4	19	57	42
area interattiva	51	54	36	36	35	36	36
versione in lingua inglese	322	340	343	532	762	901	473
autorità trasparente <sup>1</sup>	–	–	–	168	229	241	255

Fonte: elaborazioni Consob su dati Google Analytics.

Numerose sono state le richieste di assistenza pervenute all'Istituto e le segnalazioni su vicende riguardanti operazioni societarie e del mercato, da parte del pubblico (Tav. 69).

Delle circa duemila richieste pervenute da parte del pubblico e dei risparmiatori, più della metà sono state inviate alla Consob attraverso il Sistema Integrato per l'Esterno (SIPE) e l'apposito modulo ivi disponibile; a ciò vanno aggiunte, nel corso dell'anno, le numerose richieste di dati e informazioni pervenute sia telefonicamente sia attraverso posta elettronica e ordinaria.

**Tav. 69 Richieste di documentazione e informazioni relative all'attività dell'Istituto**

	richiedenti			oggetto della richiesta				
	investitori e operatori istituzionali	risparmiatori, studenti e altri soggetti	<i>totale</i>	delibere, comunicazioni, prospetti	testi integrati di leggi e regolamenti	dati e informazioni	altro	<i>totale</i>
2011	315	1.385	<i>1.700</i>	188	270	792	450	<i>1.700</i>
2012	321	1.394	<i>1.715</i>	183	275	801	456	<i>1.715</i>
2013	340	1.265	<i>1.605</i>	175	260	830	340	<i>1.605</i>
2014	346	1.254	<i>1.600</i>	180	258	810	352	<i>1.600</i>
2015	542	1.260	<i>1.802</i>	194	240	1.008	360	<i>1.802</i>
2016	548	1.502	<i>2.050</i>	210	230	1.160	450	<i>2.050</i>
2017	591	1.410	<i>2.001</i>	221	250	1.110	420	<i>2.001</i>

Fonte: Consob.

Anche nel 2017, la Consob ha partecipato attivamente a progetti di alternanza scuola-lavoro, organizzando incontri presso la propria sede con studenti e docenti delle scuole superiori e proponendo contenuti in linea con le esigenze manifestate dall'istituto scolastico.

Nel corso del 2017 è proseguita, inoltre, la collaborazione con le università italiane volta all'organizzazione di convegni e seminari.

A tal proposito si ricordano i convegni e seminari promossi insieme all'Università Bocconi e all'Università Cattolica di Milano, oltre alle iniziative promosse nell'ambito della World Investor Week 2017 grazie al contributo di numerosi enti (ADEIMF, ANASF, Banca d'Italia, FEDUF, Global Thinking Foundation, Museo del Risparmio, QfinLab, Redooc) e dei principali Atenei (si veda il precedente Capitolo VII 'La tutela dell'investitore').

Per quanto riguarda l'attività di studio, nel corso dell'anno sono stati pubblicati numerosi lavori di ricerca che contribuiscono al dibattito accademico in materia di economia, finanza e diritto.

Il primo Quaderno giuridico si riferisce ai nuovi assetti istituzionali della vigilanza europea sul mercato finanziario e sul sistema bancario, il secondo indaga gli effetti dei tassi di interesse negativi su mutui e obbligazioni a tasso variabile, mentre il terzo analizza i profili giuridici e finanziari dell'introduzione dei requisiti MREL (*Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities*). Altri due Quaderni giuridici raccolgono, inoltre, gli atti di convegni tenutisi nel corso dell'anno.

Tra i Quaderni di finanza uno esamina, in chiave multidisciplinare, le principali sfide connesse allo sviluppo di una strategia di educazione finanziaria (si veda il precedente Capitolo VII 'La tutela dell'investitore'), uno analizza la *board diversity* di un campione di società quotate e un altro esplora i fattori che determinano la partecipazione degli investitori istituzionali non bancari nelle società quotate.

Tra i Discussion paper, infine, uno analizza implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane e un altro studia la struttura e l'evoluzione del costo dei fondi comuni aperti italiani nel periodo 2012-2016.

Nell'ambito delle consuete pubblicazioni periodiche, sono stati predisposti vari documenti di analisi strutturale e congiunturale del mercato finanziario domestico.

In particolare si rammentano: il Risk Outlook, documento periodico di analisi dei fenomeni di natura congiunturale e dei trend che caratterizzano l'evoluzione dei mercati finanziari; il Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane, presentato a Roma il 4 ottobre nell'ambito degli eventi organizzati della citata World Investor Week, che fornisce evidenze in merito alle scelte di investimento dei risparmiatori italiani alla luce dei relativi modelli decisionali, livello

di conoscenze finanziarie e attitudini comportamentali; il Rapporto sulla *corporate governance* delle società quotate italiane, presentato a Milano il 12 febbraio 2018. Nell'anno sono stati altresì pubblicati i due numeri semestrali del Bollettino statistico, basato su segnalazioni statistiche di vigilanza.

## 6 La cooperazione internazionale

Nel 2017, come di consueto, la Consob si è impegnata nelle attività di cooperazione internazionale con le autorità degli altri Stati membri e di paesi terzi finalizzate ad agevolare lo svolgimento delle rispettive funzioni nel contesto di integrazione crescente dei mercati finanziari (Tav. 70).

In particolare, sono state formulate 169 richieste di assistenza ad autorità estere a supporto delle attività dell'Istituto, di cui quasi il 40 per cento per indagini in materia di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione di mercato. Nel corso del 2017 la Consob ha inoltre cooperato con la BCE nell'ambito delle vicende connesse alle banche vigilate da entrambe.

Il numero di richieste di assistenza pervenute da autorità UE e non-UE è lievemente aumentato rispetto al 2016 (rispettivamente, 71 e 68), di cui più della metà finalizzate all'accertamento dei requisiti di partecipanti al capitale o esponenti aziendali di imprese di investimento e altri intermediari esteri.

Il numero di segnalazioni inoltrate dalla Consob ad autorità estere è duplicato (da 46 nel 2016 a 90 nel 2017); quasi due terzi riguardano casi di *unsolicited assistance*. È altresì cresciuto il numero di segnalazioni ricevute dall'Istituto nel corso del 2017 (101 casi rispetto ai 61 nel precedente anno).

L'assistenza in ambito UE è prestata nel rispetto degli obblighi derivanti dalla legislazione dell'Unione, in conformità agli Orientamenti ESMA sugli accordi di cooperazione e sullo scambio di informazioni e all'accordo multilaterale a essi allegato che disciplina la cooperazione per fini di vigilanza e di *enforcement*. La cooperazione con autorità extra-UE è fornita in conformità alle disposizioni dell'accordo multilaterale della IOSCO, che annovera più di 115 firmatari.

Inoltre, in attuazione dell'accordo bilaterale stipulato nel 2016 ai sensi dell'art. 47 della Direttiva 2014/56/UE (Direttiva Audit), la Consob ha prestato un'intensa attività di cooperazione al Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) in relazione a un'indagine su possibili violazioni della normativa statunitense in tema di *audit* in cui è coinvolta una società italiana che effettua la revisione legale di emittenti con titoli negoziati sui mercati statunitensi.

**Tav. 70 Scambio di informazioni fra Consob e autorità di vigilanza estere**

oggetto	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Richieste di informazioni ad autorità estere</b>							
abuso di informazione privilegiata	27	16	12	21	65	68	56
manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	18	14	11	15	10	12	10
sollecitazione e attività di intermediazione abusive	14	33	42	26	27	21	26
trasparenza e informativa societaria	--	--	2	1	1	1	23
partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	5	1	1	0	1	--	--
requisiti di onorabilità e professionalità	1	1	1	2	3	1	2
violazione regole di condotta	1	1	8	3	3	1	2
<i>transaction reporting ex art. 25 MiFID</i>	--	--	--	0	0	--	--
vendite allo scoperto	--	--	--	2	1	8	1
richieste dirette a <i>remote member ex art. 57 MiFID</i>	24	67	97	70	51	89	38
stabilimento di succursale di impresa di investimento comunitaria in Italia	--	--	--	5	8	7	11
<i>totale</i>	<i>90</i>	<i>133</i>	<i>174</i>	<i>145</i>	<i>170</i>	<i>208</i>	<i>169</i>
<b>Segnalazioni ad autorità estere</b>							
operazioni sospette	5	9	3	9	12	23	32
<i>unsolicited assistance</i>	--	--	--	20	16	23	58
<i>totale</i>	<i>5</i>	<i>9</i>	<i>3</i>	<i>29</i>	<i>28</i>	<i>46</i>	<i>90</i>
<b>Richieste di informazioni da autorità estere</b>							
abuso di informazione privilegiata	11	9	7	17	15	21	23
manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	5	5	1	3	2	1	1
sollecitazione e attività di intermediazione abusive	4	2	1	2	1	2	2
trasparenza e informativa societaria	3	--	--	--	1	1	--
partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	1	--	--	--	--	--	--
requisiti di onorabilità e professionalità	50	30	38	65	62	43	44
violazione regole di condotta	--	1	--	--	--	--	--
<i>transaction reporting ex art. 25 MiFID</i>	--	--	--	--	--	--	--
vendite allo scoperto	--	--	--	--	--	--	1
richieste dirette a <i>remote member ex art. 57 MiFID</i>	--	1	--	--	--	--	--
<i>totale</i>	<i>74</i>	<i>48</i>	<i>47</i>	<i>87</i>	<i>81</i>	<i>68</i>	<i>71</i>
<b>Segnalazioni da autorità estere</b>							
operazioni sospette	11	22	41	40	59	55	95
<i>unsolicited assistance</i>	--	--	--	8	6	6	6
<i>totale</i>	<i>11</i>	<i>22</i>	<i>41</i>	<i>48</i>	<i>65</i>	<i>61</i>	<i>101</i>

Fonte: Consob.

## 7 L'attività in ambito ESMA

Nel 2017, l'Istituto ha partecipato attivamente ai lavori dell'ESMA per la preparazione di pareri e standard tecnici e per l'elaborazione di orientamenti e Q&A, volti a promuovere convergenze nell'applicazione del *single rulebook* e negli approcci di vigilanza degli Stati membri.

In materia di integrità dei mercati finanziari, la Consob ha presieduto il *Market Integrity Standing Committee* (MISC). Tale incarico è stato rinnovato fino al 2019.

Il MISC ha completato i lavori riguardanti i progetti sui *Regulatory and Implementing Technical Standards* (RTS e ITS) del Regolamento sui *benchmark*, ha pubblicato una metodologia comune che può essere utilizzata dalle autorità competenti per la selezione dei soggetti vigilati da sottoporre all'obbligo di contribuzione a *benchmark* critici e ha posto in consultazione orientamenti sugli indici di riferimento non significativi.

In materia di vendite allo scoperto, il Comitato ha redatto un *technical advice* alla Commissione europea sulla valutazione del Regolamento (UE) n. 236/2012 (cosiddetto Regolamento Short Selling). Il mandato all'ESMA è strumentale alla preparazione di una proposta di revisione del Regolamento Short Selling a opera della Commissione europea. Il parere tecnico è focalizzato sulla valutazione delle disposizioni concernenti: i) l'ambito delle esenzioni per i *market makers* e il funzionamento delle relative procedure di notifica; ii) le procedure relative all'applicazione dei divieti temporanei di vendite allo scoperto e le relative soglie; iii) la notifica e la pubblicazione delle posizioni nette corte e l'impatto della pubblicazione.

Tra le attività in tema di abusi di mercato, si segnala l'elaborazione di standard tecnici per la cooperazione tra autorità ai sensi del Regolamento (UE) n. 596/2014 (Market Abuse Regulation - MAR) e la pubblicazione di Q&A volte a fornire chiarimenti sull'applicazione della disciplina europea. I progetti di ITS riguardanti le procedure e i modelli per lo scambio di informazioni e assistenza tra autorità competenti ai sensi di MAR sono stati adottati dalla Commissione europea con Regolamento di esecuzione (UE) 2018/292.

Dal terzo trimestre del 2017, la Consob ha presieduto il *Post Trading Standing Committee* (PTSC), Comitato permanente che si occupa dell'attuazione della disciplina europea in materia di controparti centrali, depositari centrali di titoli e *trade repositories*.

Il PTSC è stato impegnato nell'elaborazione di orientamenti ai sensi del Regolamento (UE) n. 909/2014 (Central Securities Depositories Regulation - CSDR), molti dei quali già finalizzati nel corso dell'anno. In particolare, sono state pubblicate le linee-guida: i) sulla cooperazione tra autorità competenti; ii) sulle regole e procedure dei CSD da seguire in caso di inadempimento dei partecipanti; iii) sull'accesso da parte di un CSD ai flussi relativi alle operazioni di *central clearing counterparties* (CCP) e sedi di negoziazione; iv) sul processo per la determinazione

delle valute più rilevanti; v) sul processo di individuazione dell'importanza sostanziale di un CSD per uno Stato membro ospitante. È stato pubblicato un documento di consultazione sulle proposte di orientamenti in tema di internalizzatori delle operazioni di regolamento.

Con riferimento al Regolamento (UE) n. 648/2012 (European Market Infrastructure Regulation - EMIR), sono stati adottati gli orientamenti sulla portabilità dei dati tra *trade repositories*. Sono state pubblicate per consultazione le proposte di linee-guida sulle misure per limitare la prociclicità dei margini, sul calcolo delle posizioni in derivati da parte dei *trade repositories* e sulla gestione dei conflitti di interesse da parte delle CCP.

Tra le iniziative di convergenza intraprese dal PTSC si segnalano anche la pubblicazione di Q&A nelle materie di competenza e l'avvio dei lavori in tema di *reporting* dei dati delle controparti centrali, tesi a promuovere maggiore uniformità nei report prodotti per il monitoraggio delle CCP da parte dei relativi collegi attraverso la definizione di un formato standard e di requisiti informativi minimi armonizzati che ne agevolino l'esame e la comparazione.

Il PTSC ha contribuito alla definizione della disciplina attuativa del nuovo Regolamento sulla trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli, curando, unitamente al *Market Data Standing Committee*, la redazione dei progetti di standard tecnici che sono stati trasmessi alla Commissione europea per *endorsement*. Ha elaborato, inoltre, un *technical advice* in tema di contributi per la registrazione, il riconoscimento e la vigilanza sui *trade repositories*, in esecuzione del mandato della Commissione europea.

L'Istituto ha partecipato ai lavori del *Financial Innovation Standing Committee* (FISC), Comitato permanente dell'ESMA il cui mandato consiste nella promozione di un approccio coordinato nella regolamentazione e vigilanza di nuove attività finanziarie e nella definizione di strategie per mitigare i potenziali rischi derivanti dall'innovazione finanziaria.

In materia di innovazione finanziaria, l'attenzione dell'ESMA si è focalizzata, oltre che sulle tematiche connesse a *Distributed Ledger Technology* e *FinTech*, sulle *Initial Coin Offerings* (ICOs), in considerazione della crescente diffusione di tali operazioni e della loro elevata rischiosità.

Una ICO consiste in un appello rivolto via Internet a finanziare un progetto tramite il versamento di criptovalute in cambio di *token* che garantiranno una forma di remunerazione, come l'acquisto di beni o servizi, l'ingresso in una *community*, la compartecipazione agli utili del progetto. Si tratta di canali di finanziamento alternativi al *crowdfunding* tradizionale poiché consentono di aggirare i classici sistemi di pagamento (che utilizzano il circuito bancario e delle carte di credito) conseguendo un abbassamento dei costi. A seconda del diritto incorporato nei *token* le ICO possono tuttavia assumere profili giuridici differenti. Tale incertezza giuridica, accanto alla scarsa trasparenza informativa che spesso caratterizza queste operazioni e all'assenza di norme di condotta per intermediari ed emittenti, si traduce in un elevato rischio per gli investitori che, ove l'offerta di investimento riguardi contratti

assimilabili a strumenti finanziari, si trovano privi delle tutele previste per acquisti su sedi regolamentate di negoziazione o di raccolta di capitali.

L'ESMA ha pubblicato due *statement* sulle ICOs, uno rivolto agli offerenti in merito ai rischi di incorrere in violazioni normative (ad esempio realizzando operazioni che si configurano come offerte abusive) e l'altro indirizzato agli investitori per renderli edotti dei rischi che caratterizzano tipicamente queste operazioni.

Nel primo comunicato, l'Autorità europea evidenzia che, a seconda delle modalità con cui sono strutturate, le ICOs possono ricadere nel perimetro della legislazione vigente, inclusa la disciplina in materia di servizi di investimento e la normativa AIFMD, Prospetto e Antiriciclaggio. Nel secondo comunicato, l'ESMA richiama l'attenzione degli investitori sulla circostanza che le ICOs costituiscono degli investimenti estremamente rischiosi e altamente speculativi. Tra i possibili rischi menzionati, si citano quelli connessi all'assenza di regolamentazione, alla perdita dell'intero capitale investito, all'utilizzo dei fondi raccolti nell'ambito di frodi, riciclaggio o altre attività illecite, alla scarsa trasparenza, alle difficoltà di disinvestimento, alla vulnerabilità delle nuove tecnologie in termini di sicurezza. Agli inizi del 2018 è stata istituita nell'ambito del FISC un'apposita *task force* sulle ICOs.

Sono proseguiti i lavori dell'ESMA volti a fronteggiare i rischi per gli investitori al dettaglio connessi alla crescente vendita su base transfrontaliera di contratti speculativi nell'Unione europea. Sulla base delle analisi tecniche svolte dall'*Investor Protection Standing Committee* (IPSC), di cui è membro anche la Consob, l'ESMA intende adottare misure restrittive su *contract for difference* (CFD), *rolling spot forex* e opzioni binarie, avvalendosi per la prima volta dei poteri di *product intervention* attribuiti dall'art. 40 del Regolamento (UE) n. 600/2014 sui mercati degli strumenti finanziari, che modifica il Regolamento (UE) n. 648/2012 (cosiddetto MiFIR).

A giugno e a dicembre 2017, sono stati pubblicati due *statement* sugli interventi in corso di valutazione. Le misure prospettate, variamente articolate e particolarmente severe per le opzioni binarie, hanno costituito oggetto di una breve consultazione pubblica, lanciata a metà gennaio 2018, volta a raccogliere evidenze aggiuntive sul potenziale impatto delle misure previste. Tali iniziative si pongono sulla scia di una serie di interventi di varia intensità già intrapresi o in corso di valutazione nei singoli Stati membri a tutela degli investitori al dettaglio e intendono assicurare coerenza nelle misure adottate a livello europeo, in particolare per il divieto concernente le opzioni binarie.

Gli interventi prospettati nel documento di consultazione dell'ESMA si sostanziano anzitutto nel divieto assoluto di commercializzazione, distribuzione o vendita ai clienti al dettaglio di opzioni binarie nonché nel divieto di commercializzazione, distribuzione o vendita ai clienti al dettaglio di CFD e *rolling spot forex* a investitori al dettaglio ove non risultino congiuntamente soddisfatte una serie di condizioni. Le condizioni consistono in: i) limiti predefiniti alla leva massima per *asset class*; ii) chiusura automatica della singola posizione aperta su un conto di

negoziazione quando i margini depositati a copertura della medesima scendono al di sotto del 50 per cento del valore iniziale; iii) meccanismo di protezione del saldo negativo del conto di negoziazione; iv) divieto di offerta di benefici o incentivi agli investitori al dettaglio; v) pubblicazione in tutte le comunicazioni dirette ai clienti al dettaglio di un *risk warning* in formato standardizzato contenente, tra l'altro, l'indicazione in forma percentuale dei clienti che accusano perdite in relazione all'attività di negoziazione svolta. L'ESMA sta valutando se le misure debbano coprire anche i CFD su criptovalute. Ai sensi del Regolamento MiFIR, le misure di *product intervention* dell'ESMA hanno carattere temporaneo.

Con riguardo ai lavori dell'IPISC riguardanti l'attuazione della disciplina MiFID II-MiFIR in tema di servizi e attività di investimento, si segnala che, ad esito del processo di consultazione che si è svolto tra il 5 ottobre 2016 e il 5 gennaio 2017, a giugno 2017 sono stati pubblicati gli Orientamenti in materia di *product governance*, focalizzati sulla definizione del *target market* dei clienti destinatari dei prodotti realizzati e dei servizi prestati da intermediari produttori e distributori.

Ai fini della determinazione del *target market* da parte sia del produttore sia del distributore, sono state individuate le seguenti cinque categorie rilevanti: tipologia di clienti finali a cui è rivolto un prodotto (*retail*, professionali, controparti qualificate); conoscenza ed esperienza; situazione finanziaria con specifica attenzione alla capacità di sostenere le perdite; tolleranza al rischio e compatibilità del profilo di rischio/rendimento del prodotto rispetto al mercato di riferimento; esigenze e obiettivi di investimento dei clienti. Le medesime variabili assumono rilevanza anche nella determinazione del *target market* cosiddetto 'negativo', ossia di quei gruppi di clienti i cui bisogni, caratteristiche e obiettivi siano incompatibili con un determinato prodotto. Gli Orientamenti dell'ESMA evidenziano, altresì, l'importanza di un efficace scambio informativo tra produttore e distributore, alla luce anche del rapporto esistente tra il *target market* definito dal primo, su base 'teorica', e quello 'effettivo' identificato dal secondo in rapporto alle informazioni disponibili sulla propria clientela.

Nel periodo tra il 13 luglio e il 13 ottobre 2017, inoltre, si è svolta la consultazione sulle *Draft guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, la cui versione finale si prevede sia pubblicata nel 2018.

Il documento di consultazione rappresenta una revisione degli esistenti Orientamenti in tema di adeguatezza, emanati dall'Autorità europea nel 2012, e persegue la duplice finalità di assicurare un pieno allineamento al nuovo contesto normativo e fornire indicazioni aggiuntive in merito a talune aree della valutazione di adeguatezza. In dettaglio, i 'nuovi' Orientamenti si focalizzano sui seguenti aspetti: il rafforzamento del processo di profilatura dei clienti, alla luce delle evidenze della finanza comportamentale e delle innovazioni connesse alla digitalizzazione dei servizi di investimento (cosiddetta *robo advice*); l'idonea conoscenza da parte dei consulenti degli strumenti finanziari offerti, anche in termini di confrontabilità con prodotti equivalenti; la logica di portafoglio e le misure idonee a contenere il rischio di

concentrazione degli investimenti; i presidi da adottare per l'analisi dei costi e dei benefici delle operazioni di *switch* tra investimenti.

Nel corso dell'anno, l'ESMA ha aggiornato le *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection topics*, offrendo chiarimenti di carattere interpretativo e applicativo in merito alla disciplina europea sulla prestazione dei servizi di investimento, con particolare riferimento all'informativa su costi e oneri dei servizi e dei prodotti, agli incentivi e alla reportistica *post-vendita*.

L'Istituto ha partecipato ai lavori del *Secondary Market Standing Committee* (SMSC) sulle misure di livello 2 e 3 in attuazione della disciplina MiFID II-MiFIR in tema di mercati.

Il SMSC ha portato a termine i lavori riguardanti la definizione di standard tecnici in materia di: i) sistema consolidato di pubblicazione su strumenti finanziari *non-equity*; ii) *trading obligation* per classi di derivati dichiarati soggetti alla *clearing obligation* ai sensi di EMIR; iii) metodologia per l'individuazione degli ordini a pacchetto per cui esiste un mercato liquido. Il Committee ha redatto un documento di consultazione per la modifica dell'RTS 1 in materia di obblighi di trasparenza per gli internalizzatori sistematici.

Nel corso dell'anno sono stati adottati: i) linee-guida in merito ai meccanismi per gestire la volatilità (*trading halt*); ii) orientamenti sui requisiti applicabili ai membri dell'organo amministrativo dei gestori di mercati regolamentati e dei fornitori di servizi di comunicazione dati; iii) un aggiornamento degli orientamenti in materia di segnalazione delle operazioni, tenuta dei registri degli ordini e sincronizzazione degli orologi; iv) una serie di Q&A volte a favorire convergenza nell'applicazione del nuovo regime. A seguito dei lavori del SMSC e della *Commodity Derivatives Task Force*, l'ESMA ha emesso un elevato numero di *opinion* in tema di deroghe agli obblighi di trasparenza *pre-trade* e limiti di posizione in derivati su merci proposti da autorità degli Stati membri.

Oltre ai lavori concernenti la disciplina dei fondi armonizzati e alternativi, il Comitato permanente sul risparmio gestito (*Investment Management Standing Committee*; IMSC) si è dedicato all'elaborazione delle misure di attuazione del Regolamento (UE) 2017/1131 sui fondi monetari.

L'ESMA ha pubblicato un rapporto finale recante: i) un parere tecnico alla Commissione europea in materia di requisiti di liquidità e di qualità creditizia degli *asset* ricevuti a fronte di operazioni di *reverse repo*; ii) un parere tecnico in materia di *credit quality assessment procedure*; iii) progetti di ITS relativi alle segnalazioni alle autorità competenti in merito ai portafogli dei fondi comuni monetari; iv) linee-guida sui parametri di riferimento a cui i gestori devono attenersi nello svolgimento degli *stress test*.

Con riguardo alle attività dell'IMSC in tema di fondi armonizzati e alternativi, si segnala che sono state trasmesse alla Commissione europea *opinion* in tema di: i) *product intervention*; ii) principi che dovrebbero essere rispettati in sede di

definizione delle diverse classi di azioni dei fondi Ucits; iii) requisiti di segregazione degli *asset* in caso di delega degli obblighi di custodia del depositario del fondo e applicazione delle regole in materia di delega da parte del depositario ai CSD (quest'ultima *opinion* è stata redatta congiuntamente al PTSC). Sono proseguiti, inoltre, i lavori dell'IMSC riguardanti la periodica elaborazione di Q&A ai sensi della Direttiva 2014/91/UE (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities - UCITS V) e della Direttiva 2011/61/UE (Alternative Investment Fund Managers Directive - AIFMD) e alla valutazione di paesi terzi ai fini del parere alla Commissione europea sull'applicazione del passaporto AIFMD a fondi e gestori non-UE. Sono stati pubblicati gli esiti di uno studio tematico condotto dall'IMSC in merito alla suddivisione di responsabilità tra autorità *home* e *host* e al funzionamento del regime di notifica.

All'esito di un lungo processo di consultazione e di *testing*, sono stati finalizzati i lavori del *Corporate Reporting Standing Committee* (CRSC), a cui ha partecipato anche l'Istituto, concernenti i progetti di norme tecniche di regolamentazione relativi al nuovo formato elettronico digitale (*European Single Electronic Format*) che, a decorrere dal 1° gennaio 2020, dovrà essere utilizzato dagli emittenti per la predisposizione dei bilanci annuali ai sensi della Direttiva 2013/50/UE (Transparency).

I progetti di RTS costituiscono un importante passo avanti nella digitalizzazione dell'informazione finanziaria degli emittenti europei. L'introduzione del nuovo formato digitale armonizzato ha l'obiettivo di agevolare l'accessibilità, l'analisi e la comparabilità delle relazioni finanziarie annuali e di semplificare il *reporting* da parte degli emittenti. A corredo degli RTS, l'ESMA ha pubblicato un *Reporting Manual* e istruzioni dettagliate per agevolare gli emittenti nell'implementazione dei nuovi standard.

Il CRSC ha condotto uno studio tematico sull'IFRS 13, con lo scopo di valutare il livello di *compliance* e comparabilità dei bilanci degli emittenti europei rispetto all'applicazione di tale *standard* e ha elaborato Q&A che forniscono, tra l'altro, chiarimenti in merito all'attuazione degli Orientamenti in materia di misure di performance alternative (*Guidelines on the Alternative Performance Measures*).

La Consob ha partecipato, altresì, ai lavori del *Corporate Finance Standing Committee* (CFSC) concernenti l'attuazione del Regolamento (UE) 2017/1129 (Regolamento Prospetto).

In esecuzione del mandato conferito dalla Commissione europea, sono state pubblicate per consultazione le proposte di parere tecnico in materia di contenuto e formato del prospetto (incluso il nuovo documento di registrazione universale), *EU Growth Prospectus*, scrutinio e approvazione dei prospetti. È stata pubblicata per consultazione anche la proposta di RTS che riguarda, tra l'altro, i contenuti delle informazioni finanziarie chiave della nota di sintesi, gli annunci pubblicitari, i supplementi e la pubblicazione dei prospetti.

Il CFSC ha avviato i lavori riguardanti l'ulteriore parere tecnico da fornire alla Commissione europea in merito al contenuto minimo dei documenti di esenzione

dal prospetto da redigersi in caso di fusione, scissione o offerta pubblica di acquisto e scambio e ai criteri per valutare l'equivalenza delle legislazioni di paesi terzi. Sono, inoltre, in corso di elaborazione orientamenti volti a promuovere un'adeguata informativa sui fattori di rischio nei prospetti, anche tenuto conto degli esiti della *peer review* condotta dall'ESMA nel 2016 sul processo di approvazione dei prospetti da parte delle autorità competenti.

Il mandato del CFSC si estende all'adozione di misure di convergenza in materia di comunicazione e *disclosure* di partecipazioni rilevanti ai sensi della Direttiva Trasparenza. Il Comitato ha elaborato una guida pratica, pubblicata agli inizi del 2018, volta ad agevolare la *compliance* con i predetti obblighi all'interno dell'Unione, tramite informazioni di sintesi sui requisiti applicabili in ciascuno Stato membro.

Sono stati pubblicati nel corso dell'anno gli esiti di uno studio condotto dal CFSC sui sistemi di identificazione degli azionisti e di trasmissione delle informazioni tra emittenti e azionisti lungo la catena di intermediazione. Il rapporto intende fornire un *input* alla Commissione europea in vista dell'elaborazione delle misure di livello 2 in tema di requisiti minimi relativi a processo, formato e tempistica per l'identificazione degli azionisti e trasmissione delle informazioni ai sensi della nuova Direttiva sui diritti degli azionisti (Direttiva (UE) 2017/828).

Nel corso del 2017 sono state svolte attività finalizzate al rilascio del *technical advice* alla Commissione europea per l'adozione degli atti delegati previsti dal Regolamento Prospetto di livello 1. Tali atti hanno ad oggetto la definizione dei criteri di scrutinio e delle procedure di approvazione del prospetto e del documento di registrazione universale nonché i format e il contenuto della documentazione d'offerta e di ammissione alle negoziazioni su un mercato regolamentato, ivi inclusa la documentazione relativa ai regimi semplificati (emissioni secondarie e prospetto UE di crescita).

Al riguardo, nel settembre 2017 si è conclusa la consultazione pubblica avviata dall'ESMA su tre documenti contenenti le bozze di parere tecnico sulle tematiche sopra indicate. La trasmissione del parere definitivo dell'ESMA alla Commissione europea è prevista nel mese di marzo 2018.

Nel corso del medesimo anno sono state compiute anche attività volte all'adozione di progetti concernenti le informazioni finanziarie chiave della nota di sintesi, i dati necessari per la classificazione dei prospetti presso il meccanismo di stoccaggio dell'ESMA, la pubblicità, i supplementi e la pubblicazione dei prospetti. Con la pubblicazione della bozza dei progetti di RTS nel dicembre 2017, è stata avviata la relativa consultazione pubblica, in chiusura nel mese di marzo 2018.

Ai sensi dell'art. 16, par. 4, del Regolamento Prospetto, infine, sono stati avviati anche i lavori per l'elaborazione degli orientamenti di supporto all'esame condotto dalle autorità competenti su specificità e rilevanza dei fattori di rischio del prospetto e sulla relativa suddivisione in categorie in funzione della loro natura.

Nell'ambito del *CRA Technical Committee* (Comitato sulle agenzie di rating), è stata costituita una *task force* dedicata all'elaborazione di pareri tecnici alla Commissione europea, progetti di standard tecnici e misure di livello 3 con riferimento al Regolamento sulle cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate. L'ESMA ha sottoposto a consultazione le proposte di standard tecnici ai sensi del predetto Regolamento.

Gli standard tecnici riguardano: i) il contenuto e il formato per la notifica delle operazioni di cartolarizzazione semplici, trasparenti e standardizzate (STS); ii) il contenuto delle istanze per l'autorizzazione allo svolgimento di *validation services* relativi alle cartolarizzazioni STS; iii) gli obblighi di *disclosure* concernenti le operazioni sottostanti le operazioni di cartolarizzazione e le informazioni da fornire agli investitori; iv) gli standard operativi per la raccolta di dati dai *repositories* e la loro aggregazione e comparazione; v) le condizioni di accesso da parte degli utilizzatori dei dati.

Con riguardo alla disciplina delle agenzie di *rating*, l'ESMA ha pubblicato una revisione delle linee-guida sull'applicazione del regime di *endorsement* e un nuovo *technical advice* sull'equivalenza del quadro giuridico e di vigilanza di taluni paesi terzi, tra cui Giappone, Hong Kong, Messico e Stati Uniti, per tener conto dei requisiti introdotti dal Regolamento (UE) n. 462/2013 (Regolamento Credit Rating Agencies 3 - CRA3). Sono stati aggiornati anche gli orientamenti sulle informazioni periodiche che le CRA devono fornire all'Autorità europea per finalità di vigilanza *ongoing*.

Nel corso dell'anno, l'ESMA ha approvato, inoltre, il *supervisory briefing A Common Approach to the CRA Regulation's Provisions for Encouraging the use of Smaller CRAs*, allo scopo di fornire delle linee-guida alle autorità competenti nazionali con riguardo all'applicazione degli articoli 8-*quater* e 8-*quinqüies* del Regolamento (CE) n. 1060/2009 in materia di agenzie di rating (Regolamento CRAs).

L'articolo 8-*quater* si riferisce all'obbligo di richiedere almeno due rating, incaricando due distinte agenzie, per uno strumento finanziario strutturato, nel caso in cui un emittente o un terzo collegato intendano richiedere un *rating solicited* per tale strumento; l'articolo 8-*quinqüies* riguarda l'obbligo per un emittente o terzo collegato che intendano incaricare almeno due agenzie per il rating relativo alla stessa emissione o entità di prendere in considerazione per l'incarico almeno un'agenzia di rating con una quota di mercato non superiore al 10 per cento e, qualora l'incarico non sia poi dato a un'agenzia con tale quota di mercato, l'obbligo di documentare adeguatamente tale circostanza.

È proseguita la partecipazione della Consob al *Supervisory Convergence Standing Committee (SCSC)*, Comitato permanente dell'ESMA che ha un ruolo attivo nella promozione di elevati e coerenti livelli di vigilanza nell'Unione, anche attraverso lo svolgimento periodico di *peer review* e lo scambio di informazioni in merito alle strategie di *enforcement* delle autorità.

L'ESMA ha condotto una verifica circa la convergenza raggiunta dalle autorità nazionali nell'applicazione delle linee-guida in materia di *enforcement* dell'informativa finanziaria. La Consob è stata inclusa tra le autorità oggetto di *on-site visit*, tenuto anche conto delle dimensioni del mercato di riferimento (si veda il precedente Capitolo III 'La vigilanza su offerta al pubblico e informativa societaria').

L'ESMA ha concluso, inoltre, una *peer review* sugli orientamenti relativi a taluni aspetti della funzione di *compliance* prevista dalla MiFID e avviato un esercizio analogo in merito alle linee-guida su questioni relative agli Etf e altri Ucits concernente un numero ristretto di autorità. Ha pubblicato un rapporto sulle iniziative di *follow-up* intraprese dalle autorità nazionali all'esito delle raccomandazioni formulate nel corso della *peer review* sulle regole di condotta in tema di informativa agli investitori. L'Autorità ha infine istituito un nuovo *workstream* all'interno del SCSC allo scopo di favorire lo scambio di conoscenze tra esperti di *enforcement* nell'ambito delle varie autorità competenti.

L'Istituto ha contribuito ai lavori relativi a una *opinion* dell'ESMA recante principi generali volti a promuovere convergenza nei processi di autorizzazione, vigilanza ed *enforcement* connessi al ricollocamento di operatori, attività e funzioni dal Regno Unito nell'UE-27.

Sono state pubblicate altresì tre *opinion*, focalizzate rispettivamente su imprese di investimento, mercati secondari e gestione collettiva, che affrontano, tra l'altro, i temi critici dell'*outsourcing* e della delega di attività o funzioni a paesi terzi. L'Autorità europea ha indirizzato lettere alla Commissione europea per auspicare la formulazione di proposte legislative tese a rafforzare i regimi sui paesi terzi e assicurare condizioni di *level playing field* tra imprese UE e non-UE. Tali iniziative sono volte, nel loro complesso, a ridurre i rischi di arbitraggio e competizione al ribasso connessi al recesso del Regno Unito dall'Unione, allo scopo di preservare la protezione degli investitori, l'ordinato funzionamento dei mercati finanziari e la stabilità finanziaria.

Sono state avviate, inoltre, forme di scambio di informazioni tra le autorità nazionali orientate a comprendere le modalità di '*relocation*' delle imprese britanniche nell'Unione europea, attraverso l'istituzione di un nuovo *forum* denominato *Supervisory Coordination Network*.

La Consob ha inoltre partecipato alle attività dell'ESMA nell'ambito del *Joint Committee* delle tre *European Supervisory Authorities* (ESAs). Tra i lavori del Comitato Congiunto in tema di PRIIPs, si annoverano la pubblicazione di numerose Q&A su tematiche attinenti al Key Information Document (KID) e la pubblicazione di un *technical advice* alla Commissione europea in vista dell'emanazione degli atti delegati finalizzati a specificare le procedure da utilizzare per stabilire se un PRIIP ha obiettivi ambientali o sociali.

Tenuto conto dei contributi ricevuti in risposta al *discussion paper* pubblicato a fine 2016, il *Joint Committee* ha proseguito l'esame delle opportunità e delle sfide collegate all'utilizzo dei cosiddetti *big data* da parte

delle istituzioni finanziarie per profilare i clienti, analizzare l'andamento dei consumi e presentare offerte mirate.

Sono proseguiti, infine, i lavori dell'ESMA riguardanti i progetti informatici derivanti dalla nuova legislazione dell'Unione. I progetti connessi all'attuazione del pacchetto MiFID II-MiFIR e del Regolamento sugli abusi di mercato figurano come prioritari nel *Supervisory Convergence Work Programme* dell'ESMA per il 2017 e per il 2018.

## 8 L'attività in ambito IOSCO e altri organismi internazionali

Nel 2017 è proseguita la partecipazione dell'Istituto ai gruppi di lavoro permanenti dello IOSCO in tema di profili contabili, revisione e trasparenza (*Committee 1*), mercati secondari (*Committee 2*), intermediari (*Committee 3*), cooperazione internazionale e adesione allo IOSCO MMoU (*Committee 4 e Screening Group*), organismi di investimento collettivo (*Committee 5*) e tutela degli investitori al dettaglio (*Committee 8*).

I lavori del gruppo permanente *Committee 1* nelle aree di *Accounting, Enforcement, Disclosure e Auditing* si sono concentrati sulla qualità dei processi di revisione contabile e sulla vigilanza delle informazioni finanziarie. Inoltre, sono stati monitorati gli sviluppi in materia di *reporting* a carattere non finanziario e in materia di finanza sostenibile.

Il Comitato sui mercati secondari, *Committee 2*, ha pubblicato un rapporto in cui si esaminano le caratteristiche e il grado di liquidità dei mercati secondari dei titoli di debito *corporate* e, in base agli esiti delle analisi svolte, ha elaborato un documento di consultazione in cui si raccomandano misure per garantire maggiore trasparenza su predetti mercati, avuto riguardo sia alle informazioni che precedono le negoziazioni sia a quelle successive, nonché il consolidamento dei dati di mercato.

Riguardo la disciplina degli intermediari del mercato mobiliare, il *Committee 3* ha lavorato sull'elaborazione di una serie di misure dirette a mitigare i rischi per la tutela degli investitori connessi all'offerta alla clientela *retail* di prodotti speculativi OTC, quali CFD, *forex* e opzioni binarie; il rapporto offre una guida ragionata sulle iniziative adottate al riguardo dai membri del gruppo. Il Comitato ha altresì pubblicato un rapporto che analizza le iniziative regolamentari concernenti gli effetti degli incentivi monetari e non monetari nell'orientare la scelta degli intermediari di trasmettere a terzi gli ordini di esecuzione delle transazioni, finalizzate a prevenire possibili deviazioni dalle logiche di perseguimento del miglior interesse della clientela.

In materia di cooperazione internazionale, l'Istituto ha partecipato altresì alle attività dello *Screening Group* che valuta la capacità delle autorità

di vigilanza di rispettare gli standard di cooperazione IOSCO e di sottoscrivere lo *IOSCO Memorandum of Understanding*.

Attualmente, i firmatari dello IOSCO MMoU sono più di 110. La IOSCO continua a monitorare le iniziative intraprese dalle autorità di vigilanza non ancora aderenti al fine di divenire piene firmatarie dell'accordo e ha proceduto alla valutazione delle nuove richieste di adesione. Sono stati inoltre finalizzati i lavori dello *Screening Group* che hanno condotto alla definizione di un nuovo accordo multilaterale IOSCO (cosiddetto *Enhanced MMOU*), onde rafforzare ulteriormente gli strumenti di cooperazione internazionale per fini di *enforcement*.

Si segnala, nel settore della gestione collettiva del risparmio di competenza del *Committee 5*, la pubblicazione di un documento di consultazione in cui si propongono raccomandazioni sulla gestione del rischio di liquidità, con annessi esempi di buone pratiche di condotta. Il lavoro fa seguito al crescente riconoscimento dei potenziali rischi sistemici derivanti dall'attività d'investimento dei fondi comuni aperti e all'esigenza di istituire al riguardo adeguate misure di prevenzione. È stato altresì pubblicato un rapporto in cui si elaborano *good practice* in materia di liquidazione e fusione di fondi, oltre che un documento in materia di fondi di credito (cosiddetti *loan fund*), ossia OICR autorizzati a erogare direttamente finanziamenti o ad acquistare crediti da terzi.

L'Istituto ha partecipato, altresì, ai lavori dell'*Assessment Committee*, con il compito di favorire la più ampia convergenza delle discipline nazionali ai principi internazionali della IOSCO, nonché di curare il periodico aggiornamento degli stessi.

Tramite il gruppo di lavoro *Implementation Task Force*, il Comitato ha completato la revisione dei principi e della metodologia IOSCO, apportando significative novità soprattutto in materia di trasparenza e integrità dei mercati secondari e delle transazioni in derivati standardizzati, in linea con le iniziative avviate dal G20 successivamente alla crisi finanziaria. Sono stati altresì pubblicati gli esiti di varie *review* in materia di implementazione dei principi IOSCO sui fondi monetari, sulle cartolarizzazioni e sui *benchmark* finanziari, nonché sulla tutela e segregazione dei beni della clientela. È stata inoltre finalizzata la *country review* della Repubblica dello Sri Lanka, nell'ambito della quale è stata valutata la rispondenza della disciplina nazionale del paese citato agli IOSCO *Principle*.

La Consob ha altresì contribuito ai lavori della *Task Force Report on Wholesale Market Conduct*, istituita successivamente agli scandali legati alla manipolazione degli indici finanziari Euribor e Libor, all'esito dei quali è stato pubblicato un rapporto contenente un *toolkit* di misure volte a prevenire e punire condotte scorrette nei rapporti tra operatori professionali.

La Consob partecipa al network di autorità recentemente istituito in seno allo IOSCO per favorire lo scambio di informazioni ed esperienze in tema di Fintech e, in particolare, di offerte transfrontaliere di valute virtuali e altri beni digitali. Al riguardo, sono stati pubblicati avvisi rivolti agli investitori al

dettaglio per mettere in guardia in merito ai potenziali rischi di abusi e all'opacità dei mercati di criptovalute, di regola al di fuori dal perimetro della regolamentazione e dalle tutele tipiche del settore mobiliare.

L'Istituto partecipa inoltre ai gruppi di lavoro del *Financial Stability Board* (FSB) per le materie di propria competenza. Nel 2017, in particolare, sono state condotte analisi in materia di *shadow banking* e vulnerabilità del settore delle gestioni collettive, politiche di remunerazione dei dipendenti, misure di *governance* volte a mitigare il rischio di condotte irregolari da parte degli intermediari finanziari, oltre a un costante monitoraggio dei rischi sistemici connessi ai fenomeni FinTech.

Nella materia della revisione legale, sono continuati i lavori in seno al nuovo Comitato per il coordinamento tra le autorità di vigilanza sui revisori legali (*Committee of European Auditing Oversight Bodies*, CEAOB), istituito nel 2016 ai sensi del Regolamento (UE) n. 537/2014 in sostituzione dello *European Group of Auditors' Oversight Bodies* (EAOB).

Il CEAOB ha il compito di agevolare lo scambio di informazioni, conoscenze specialistiche e prassi ai fini dell'attuazione del Regolamento e della Direttiva Audit, contribuire all'esame tecnico dei principi di revisione internazionali ai fini della loro adozione in Europa, favorire il miglioramento dei meccanismi di cooperazione per la vigilanza dei revisori legali, delle società di revisione degli enti di interesse pubblico (EIP) o delle reti cui appartengono. Al suo interno, è istituito un gruppo presieduto dall'ESMA che si occupa delle valutazioni di equivalenza e di adeguatezza dei paesi terzi e della cooperazione con questi ultimi. Sono stati inoltre istituiti gruppi di lavoro permanenti in materia di *enforcement*, monitoraggio del mercato, standard internazionali e controlli di qualità sui revisori di EIP. Quest'ultimo opera in stretto coordinamento con i collegi di autorità di vigilanza istituiti ai sensi del Regolamento Audit e gestisce anche il database trasferito dal precedente *European Audit Inspection Group* (EAIG) contenente i *finding* emersi dai controlli di qualità effettuati sui principali *network* della revisione.

È proseguita la partecipazione dell'Istituto all'*International Forum of Independent Audit Regulators* (IFIAR), che riunisce le autorità di vigilanza sui revisori delle entità di interesse pubblico di oltre 50 paesi.

A fronte del crescente sviluppo della IOSCO, nel 2015 è stato avviato un processo che ha condotto alla revisione della struttura di *governance*, all'istituzione di un segretariato permanente e a modifiche al modello di contribuzione annuale dei membri, operative dall'aprile 2017.

# Note metodologiche



# Note metodologiche

## Avvertenze

Nelle tavole sono adoperati i seguenti segni convenzionali:

- rilevazione quantitativa nulla;
- fenomeno non esistente;
- .... fenomeno esistente ma dati non noti;
- .. i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato.

Fonte dei dati: se la fonte non è espressamente citata, i dati riportati nelle tavole si intendono acquisiti dalla Consob nell'ambito dell'esercizio delle attività istituzionali di vigilanza.

## Fig. 10

Le tipologie di giudizio che possono essere rilasciate dalla società di revisione sono le seguenti:

- 1) **Giudizio positivo.** Il revisore esprime un giudizio positivo (senza modifica) quando ritiene che il bilancio sia redatto in tutti gli aspetti significativi in conformità al quadro normativo sull'informazione finanziaria applicabile. Il revisore può esporre, nel paragrafo successivo a quello del giudizio, uno o più richiami d'informativa, qualora consideri necessario richiamare l'attenzione degli utilizzatori del bilancio su uno o più aspetti presentati o oggetto di informativa nel bilancio che, secondo il suo giudizio professionale, rivestono un'importanza tale da risultare fondamentali ai fini della comprensione del bilancio stesso.
- 2) **Giudizio con rilievi.** Il revisore esprime un giudizio con rilievi qualora accerti: significative mancanze di conformità alle norme che disciplinano il bilancio; significativi disaccordi con gli amministratori rispetto ai criteri contabili; errori nella loro applicazione o inadeguatezza dell'informazione; significative limitazioni al procedimento di revisione per impedimenti tecnici o restrizioni imposte dagli amministratori; presenza di una situazione di incertezza significativa non adeguatamente descritta in bilancio o laddove le azioni poste in essere dagli amministratori appaiano non condivisibili.
- 3) **Giudizio negativo.** Il revisore esprime un giudizio negativo qualora gli effetti dei rilievi concernenti significative mancanze di conformità alle norme che disciplinano il bilancio, ovvero significativi disaccordi con gli amministratori rispetto ai criteri contabili, errori nella loro applicazione o inadeguatezza dell'informazione, sono così rilevanti da compromettere l'attendibilità e la capacità informativa del bilancio considerato nel suo insieme.

- 4) Impossibilità a esprimere un giudizio per gravi limitazioni. Il revisore si dichiara impossibilitato a esprimere un giudizio qualora i possibili effetti delle limitazioni alle procedure di revisione sono così rilevanti da far mancare gli elementi indispensabili per un giudizio.
- 5) Impossibilità a esprimere un giudizio per incertezze. In presenza di più situazioni di incertezza o di un'incertezza che pone in discussione l'attendibilità complessiva del bilancio o la continuità aziendale, il revisore dichiara l'impossibilità di esprimere un giudizio quando ritiene che le azioni intraprese dagli amministratori si basino su presupposti fortemente opinabili.

#### Tavv. 43-44

Per la trattazione delle offerte finalizzate all'ammissione a quotazione vengono adottati i seguenti criteri:

- non vengono considerate le offerte effettuate da parte di società estere;
- i dati relativi all'ammontare delle offerte sono riferiti agli esiti dei collocamenti comprensivi delle azioni eventualmente allocate agli investitori istituzionali, alla chiusura dell'offerta, nell'ambito dell'*over allotment*. Si prescinde, pertanto, dalla circostanza che nei 30 giorni successivi all'offerta, in seguito all'esercizio dell'attività di stabilizzazione da parte dei collocatori, la *greenshoe* possa non essere esercitata, del tutto o in parte;
- l'ammontare complessivo dell'offerta tiene altresì conto delle azioni cedute in virtù di accordi precedenti alla quotazione;
- i dati relativi all'evoluzione della struttura proprietaria sono tratti dai prospetti informativi e tengono conto dell'esito dell'offerta comprensivo dell'eventuale effettivo esercizio della *greenshoe*; nel caso di riduzione del numero di azioni offerte in vendita rispetto alla previsione contenuta nel prospetto informativo, e in mancanza di specifica indicazione in merito, il computo delle quote post offerta di ogni singolo azionista venditore viene effettuato operando una ripartizione della vendita risultante proporzionale a quella prevista; in presenza di opzione di conversione delle azioni detenute dai promotori dell'offerta, subordinate all'inizio delle negoziazioni, non viene considerata nel caso di conversione di azioni ordinarie quotate in azioni speciali, mentre si ipotizza la conversione totale nel caso di conversione di azioni speciali in azioni ordinarie quotate;
- la determinazione della quota dell'azionista di controllo segue un criterio di natura sostanziale che tiene conto di tutte le azioni detenute dai membri di uno stesso nucleo familiare, delle azioni detenute da diverse società facenti capo a un unico soggetto, delle azioni non conferite in eventuali patti di sindacato da parte di soggetti aderenti ai relativi patti; in mancanza di un azionista di controllo, alla voce azionista di controllo viene indicato il primo azionista;
- le azioni senza diritto di voto vengono detratte dal capitale sociale dell'emittente ai fini del calcolo delle quote degli azionisti rilevanti e della capitalizzazione.

## Figg. 19–24, Tav. 48

I dati si riferiscono ai seguenti gruppi bancari italiani: Intesa SanPaolo, Unicredit, Mps, Bnl, Mediobanca, Ubi, Banco Popolare, Banca Popolare di Milano e Banca Popolare dell'Emilia Romagna. Dal 1° gennaio 2017, dopo la fusione di Banco Popolare e Banca Popolare di Milano, è stato aggiunto il gruppo Banco BPM. Si tratta di un campione che rappresenta circa i 2/3 dell'intero sistema bancario italiano in termini di totale attivo. Per gli anni precedenti al 2009 sono comprese le principali banche successivamente confluite nei gruppi bancari considerati attraverso operazioni di fusione e acquisizione, con l'eccezione di Hvb che è inclusa nei dati solo a partire dalla data di consolidamento nel bilancio Unicredit.

## Fig. 20

Il margine di interesse include il saldo delle operazioni in derivati di copertura su tassi di interesse, i dividendi su partecipazioni e gli utili o perdite delle partecipazioni valutate al patrimonio netto. Le commissioni nette da intermediazione mobiliare comprendono le commissioni nette per servizi di investimento e gestioni collettive (inclusa la negoziazione di valute, la consulenza, la custodia e l'amministrazione titoli, i servizi di banca depositaria e il collocamento di prodotti finanziari e assicurativi). Le commissioni nette da servizi bancari comprendono le commissioni nette per garanzie rilasciate e derivati su crediti, per servizi di incasso e pagamento, e le commissioni nette su conti correnti, carte di credito e Bancomat. La voce 'altre commissioni nette' comprende le commissioni nette per servizi di *servicing* per operazioni di cartolarizzazione, di factoring e per servizi di esattorie e ricevitorie.

I ricavi da gestione del risparmio comprendono le commissioni nette derivanti dalle gestioni individuali e collettive e le commissioni da banca depositaria. I ricavi da collocamento comprendono le commissioni nette da collocamento titoli e altri prodotti finanziari e assicurativi (inclusa l'offerta fuori sede). I ricavi da negoziazione in conto terzi comprendono le commissioni nette da negoziazione titoli e valute e le commissioni nette da raccolta ordini. Gli altri ricavi comprendono essenzialmente le commissioni nette da consulenza e da custodia e amministrazione titoli.

## Figg. 45, 47

La *Multifinanziaria Retail Market* è un'indagine campionaria realizzata dalla società GFK Italia somministrando un questionario a un campione di circa 2.500 nuclei familiari con decisore finanziario di età compresa fra 18 e 74 anni (sono esclusi dall'indagine i dipendenti di banche e assicurazioni e i consulenti finanziari); il decisore finanziario è la persona che guadagna di più nella famiglia (se nessuno lavora è l'uomo più anziano; se non ci sono uomini è la donna più anziana). Le statistiche riportate nelle figure sono stime riferite all'intera popolazione inferite dai dati campionari applicando pesi determinati dalla stessa GFK Italia.

## Figg. 46, 48-55, Tav. 61

L'Osservatorio Consob su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane' è un'indagine campionaria realizzata dalla società GFK Italia somministrando un questionario a un campione di circa 1.000 nuclei familiari con decisore finanziario di età compresa fra 18 e 74 anni (sono esclusi dall'indagine i dipendenti di banche e assicurazioni e i consulenti finanziari); il decisore finanziario è la persona che guadagna di più nella famiglia (se nessuno lavora è l'uomo più anziano; se non ci sono uomini è la donna più anziana). Le statistiche riportate nelle figure sono stime riferite all'intera popolazione inferite dai dati campionari applicando pesi determinati dalla stessa GFK Italia.

### Fig. 47

Per 'consulenza ristretta' si intende un servizio di consulenza basato su una gamma ristretta di strumenti finanziari/tipicamente quelli del gruppo bancario di appartenenza; per 'consulenza a valore aggiunto' si intende un servizio di consulenza basato su un'ampia gamma di strumenti finanziari con valutazione periodica dell'adeguatezza degli strumenti finanziari; per 'consulenza indipendente' s'intende un servizio di consulenza fornito da un professionista che non riceve commissioni da banche o da altre società, essendo remunerato esclusivamente dal cliente, e che offre consigli personalizzati in merito a una ampia gamma di prodotti.

Per 'consulenza MiFID' si fa riferimento a raccomandazioni personalizzate e riferite a uno specifico strumento finanziario fornite da un consulente che ha contattato il proprio cliente nei precedenti 12 mesi; per 'bassa proattività - consulenza passiva' si fa riferimento a raccomandazioni generiche fornite da un consulente che non ha mai contattato il proprio cliente nei precedenti 12 mesi; per 'media proattività - consulenza generica' si fa riferimento a raccomandazioni generiche fornite da un consulente che ha contattato il proprio cliente nei precedenti 12 mesi.

### Fig. 52

Nell'ambito dell'Osservatorio Consob su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane' è stato rilevato il disallineamento tra conoscenze finanziarie effettive e conoscenze percepite, con riferimento ai seguenti concetti: inflazione, tasso di interesse semplice, relazione rischio-rendimento, diversificazione di portafoglio, rischio di credito, rischio di mercato, rischio di liquidità. In particolare, gli individui propensi all'*upward mismatch* dichiarano di conoscere il concetto indicato dandone poi una definizione errata, mentre gli individui propensi al *downward mismatch* ritengono di non conoscere il concetto indicato dandone poi, al contrario, una definizione corretta.

## Fig. 54

Nell'ambito dell'Osservatorio Consob su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane' è stato rilevato l'interesse degli individui verso le materie finanziarie. In particolare, agli intervistati è stato chiesto di esprimere su una scala Likert (da 1 - 'molto d'accordo' a 5 - 'fortemente in disaccordo') il grado di adesione alle affermazioni di seguito riportate: Apprendere ed approfondire le materie finanziarie...: mi interessa; mi appassiona; è utile per migliorare la gestione delle proprie finanze; è utile per poter decidere in autonomia senza doversi necessariamente affidare ad altri; è utile per poter scegliere meglio il professionista a cui affidarsi; è noioso; mi interessa ma ritengo la materia troppo difficile; non mi interessa affatto.

## Fig. 55

Nell'ambito dell'Osservatorio Consob su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane' è stata rilevata la tendenza degli individui ad affrontare con apprensione la gestione delle proprie finanze (cosiddetta *financial anxiety*). In particolare, agli intervistati è stato chiesto di esprimere su una scala Likert (da 1 - 'molto d'accordo' a 5 - 'fortemente in disaccordo') il grado di adesione alle affermazioni di seguito riportate: trovo molto noioso monitorare il mio conto corrente e i movimenti della mia carta di credito; preferisco non pensare allo stato delle mie finanze personali; pensare allo stato delle mie finanze personali mi fa sentire colpevole; c'è poco da stare attenti a risparmiare: puoi perdere tutto anche senza averne responsabilità; mi capita spesso di non sapere dove trovare i soldi per far fronte agli impegni che assumo; preferirei che una persona di mia fiducia gestisse le mie finanze; pensare alla mia situazione finanziaria mi genera ansia; quando parlo della mia situazione finanziaria avverto il cuore che mi batte forte, mi sento stressato e ansioso; non mi sforzo di comprendere la mia situazione finanziaria.

## Tav. 66

La carriera direttiva superiore comprende le qualifiche di direttore generale, vice direttore generale, funzionario generale, condirettore centrale, direttore principale, direttore e condirettore. La carriera direttiva inferiore comprende le qualifiche di primo funzionario, funzionario di 1°, funzionario di 2°. La carriera operativa comprende le qualifiche di coadiutore principale, coadiutore, assistente superiore, assistente e vice assistente. La carriera dei servizi generali comprende le qualifiche di primo capo operatore, operatore capo, primo operatore, operatore.



# Indice generale

## A Le questioni in corso e le linee di indirizzo

### I L'evoluzione del contesto economico

- |   |  |   |
|---|--|---|
| 1 | L'andamento dei mercati finanziari               | 5 |
| 2 | L'innovazione tecnologica e i mercati finanziari | 7 |

### II L'evoluzione del quadro normativo e regolamentare

- |     |   |    |
|-----|---|----|
| 1   | Gli sviluppi in ambito europeo                                    | 11 |
| 1.1 | La Capital market Union   | 11 |
| 1.2 | Le misure in materia di mercati e a tutela degli investitori      | 14 |
| 1.3 | Le misure a tutela degli azionisti                                | 15 |
| 1.4 | La vigilanza sul settore bancario ombra                           | 15 |
| 2   | Il recepimento della normative europea e l'attività regolamentare | 16 |

### III Le attività svolte e le linee di indirizzo per il 2018

- |     |  |    |
|-----|--|----|
| 1   | I mercati  | 19 |
| 2   | Gli emittenti  | 20 |
| 2.1 | L'informativa finanziaria  | 20 |
| 2.2 | L'informativa non finanziaria  | 23 |
| 2.3 | La <i>corporate governance</i> e il controllo societario                                     | 24 |
| 2.4 | Le società di revisione  | 27 |
| 3   | Gli intermediari   | 28 |
| 3.1 | Gli intermediari bancari autorizzati alla prestazione di servizi di investimento             | 28 |
| 3.2 | Le imprese di investimento e le società di gestione di portali di <i>equity crowdfunding</i> | 29 |
| 3.3 | Gli intermediari gestori   | 31 |
| 3.4 | Gli intermediari-rete e i consulenti finanziari  | 32 |
| 4   | I prodotti <i>non-equity</i>   | 33 |
| 5   | L'attività di contrasto all'abusivismo   | 34 |
| 6   | I provvedimenti sanzionatori   | 36 |

7	La tutela del consumatore	37
7.1	L'educazione finanziaria	37
7.2	L'Arbitro per le controversie finanziarie	38
8	L'assetto organizzativo e funzionale interno	40
9	La gestione e la programmazione finanziaria	42

## B L'attività della Consob

### I La vigilanza sui mercati

1	Le piattaforme di negoziazione	47
1.1	Il mercato MTA	50
1.2	Il mercato EtfPlus	55
1.3	Il mercato Idem	56
1.4	Il mercato SeDeX	58
1.5	I mercati obbligazionari	59
2	La vigilanza sulle piattaforme di negoziazione	60
2.1	La vigilanza regolamentare	60
2.2	La vigilanza su ammissione, sospensione, esclusione e revoca di strumenti finanziari	64
3	La vigilanza sulle negoziazioni e sulla integrità informativa dei mercati	66
3.1	La vigilanza su trasparenza e ordinato svolgimento delle negoziazioni	66
3.2	La vigilanza su integrità informativa dei mercati, <i>buy back</i> e <i>internal dealing</i>	67
3.3	Gli aumenti di capitale fortemente diluitivi	67
4	La vigilanza sul <i>post-trading</i> e sui derivati OTC	69
5	La vigilanza sulle vendite allo scoperto	72
6	La vigilanza sulla diffusione degli studi societari e sui giudizi di rating	73
6.1	La vigilanza sulla diffusione delle ricerche e delle raccomandazioni di investimento	73
6.2	La vigilanza sulla diffusione dei giudizi di rating	75
7	La vigilanza sugli abusi di mercato	75
7.1	La prevenzione	75
7.2	La repressione	78
7.3	La rappresentanza in giudizio	81

<b>II</b>	<b>La vigilanza su emittenti e società di revisione</b>	
1	Gli assetti proprietari delle società quotate	85
2	Le assemblee e gli organi societari	86
3	L'informativa sugli assetti proprietari	94
4	Le offerte al pubblico di acquisto e scambio	97
5	La vigilanza sulle operazioni con parti correlate	106
6	La vigilanza sul governo societario e sugli organi di controllo interno	109
7	La vigilanza sulle società di revisione	112
<b>III</b>	<b>La vigilanza su offerta al pubblico e informativa societaria</b>	
1	La raccolta di capitale di rischio e le operazioni di finanza straordinaria	119
2	La vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di strumenti azionari	122
3	La vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di strumenti <i>non-equity</i>	124
4	La vigilanza sull'informazione societaria	129
	4.1 L'informazione contabile	131
	4.2 Il settore bancario e assicurativo	135
<b>IV</b>	<b>La vigilanza sugli intermediari</b>	
1	Le banche	139
2	Le assicurazioni	146
3	I soggetti autorizzati alla prestazione di servizi di investimento	148
4	La vigilanza su banche e Sim	151
5	Il risparmio gestito	153
6	La vigilanza sulle società di gestione del risparmio	157
7	La vigilanza sui consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede	162
8	La vigilanza sui portali di <i>equity crowdfunding</i>	164
<b>V</b>	<b>L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori</b>	
1	Gli accertamenti ispettivi	165
2	La vigilanza per la prevenzione del riciclaggio e il contrasto del terrorismo	167
3	Gli accertamenti e i provvedimenti per abusivismo	168
	3.1 Gli accertamenti	168
	3.2 I provvedimenti	172

4	I provvedimenti sanzionatori	173
4.1	I provvedimenti in materia di abusi di mercato	174
4.2	I provvedimenti relativi a intermediari e consulenti finanziari	175
4.3	I provvedimenti relativi agli emittenti	177
<b>VI</b>	<b>L'attività regolamentare</b>	
1	Il recepimento delle direttive europee e l'attività regolamentare	181
2	Ulteriori interventi regolamentari	189
<b>VII</b>	<b>La tutela dell'investitore</b>	
1	Le scelte di investimento delle famiglie	191
2	L'attività di educazione finanziaria	197
2.1	Le conoscenze finanziarie degli italiani	197
2.2	Le iniziative di educazione finanziaria	200
3	La gestione degli esposti	203
4	L'attività dell'Arbitro per le controversie finanziarie	205
<b>VIII</b>	<b>I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob</b>	
1	Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza	209
2	La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto	218
<b>IX</b>	<b>Le attività di supporto e la cooperazione internazionale</b>	
1	La gestione finanziaria	221
2	L'assetto organizzativo e funzionale interno	223
3	La gestione delle risorse umane	224
4	I sistemi informativi	226
5	Le relazioni con l'esterno, convegni e studi	228
6	La cooperazione internazionale	231
7	L'attività in ambito ESMA	233
8	L'attività in ambito IOSCO e altri organismi internazionali	242
	<b>Note metodologiche</b>	245