

Relazione per l'anno 2018

Roma, 31 marzo 2019



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Relazione per l'anno 2018

Roma, 31 marzo 2019

Presidente

Paolo Savona

Componenti

Anna Genovese

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

e 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 2018

A	Le questioni in corso e le linee di indirizzo	
I	L'evoluzione del contesto economico	5
II	L'evoluzione del quadro normativo e regolamentare	9
III	Le misure in vista della Brexit	17
III	Le attività svolte e le linee di indirizzo per il 2019	27
B	L'attività della Consob	
I	La vigilanza sui mercati	65
II	La vigilanza su emittenti e società di revisione	99
III	La vigilanza su offerta al pubblico e informativa societaria	121
IV	La vigilanza sugli intermediari	137
V	L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori	151
VI	L'attività regolamentare	165
VII	La tutela dell'investitore	175
VIII	I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob	185
IX	Le attività di supporto e la cooperazione internazionale	197
	Indice generale	215

Indice dei riquadri

1	La Carta dei doveri dell'informazione economica e finanziaria	85
2	Le prime sentenze della Corte di Cassazione emesse a seguito delle sentenze della Corte di Giustizia sul <i>ne bis in idem</i>	94
3	Il nuovo schema di <i>audit report</i>	116
4	La <i>survey</i> per il monitoraggio della performance degli <i>audit committees</i> degli enti di interesse pubblico	117
5	Principi di deontologia professionale, riservatezza e segreto professionale - Codice etico dei revisori legali	119
6	Ammissione a quotazione e ammissione alle negoziazioni	124
7	La qualifica di emittenti strumenti finanziari diffusi	125
8	Richiamo di attenzione alle banche sulla disciplina dei servizi di investimento	141
9	Le modifiche agli obblighi informativi dei gestori	143
10	L'iter di trasferimento delle funzioni dalla Consob all'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei Consulenti Finanziari (OCF)	150

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.

Relazione al Ministro dell'Economia e delle Finanze

La relazione che segue, riferita all'anno 2018, 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 2018, le prospettive di crescita per l'economia mondiale hanno risentito dell'incertezza prodotta da tensioni commerciali e geopolitiche.

Per il 2019, l'aggiornamento del World Economic Outlook del Fondo Monetario Internazionale ha rivisto al ribasso la crescita sia globale (dal 3,7 al 3,5 per cento) sia nell'area euro (dall'1,9 all'1,6 per cento), con una flessione più significativa in Italia (dall'1,0 allo 0,6 per cento).

In particolare, sono diffusi i timori per le ricadute di un inasprimento protezionistico della politica commerciale degli Stati Uniti, che potrebbe avere significative ripercussioni anche sui maggiori esportatori dell'area euro.

In Europa, un'ulteriore fonte di incertezza è rappresentata dalla Brexit, nonostante le precauzioni adottate dall'Unione europea (UE) per limitare l'impatto di una possibile uscita senza accordo, potenzialmente caotica, del Regno Unito dalla UE (cosiddetta 'hard Brexit'; si veda il successivo Capitolo III 'Le misure in vista della Brexit').

La Banca centrale europea (BCE), che non esclude un rallentamento della crescita più prolungato del previsto, ha ribadito che il livello dei tassi di interesse resterà prossimo ai minimi per (almeno) buona parte del 2019, mentre uno stimolo monetario significativo, derivante dal reinvestimento (*roll-over*) dei titoli a scadenza, continuerà nei prossimi anni a sostenere l'economia e il sistema finanziario europei. In tale direzione, vanno anche le nuove operazioni TLTRO (III) annunciate dalla BCE a marzo 2019.

Nonostante tali rassicurazioni, la decisione della BCE di tornare gradualmente a una politica monetaria ordinaria, in un contesto di rapido deterioramento dello scenario economico, potrebbe alimentare *view* negative da parte dei mercati e riacuire le tensioni nell'area euro, in particolare nei paesi caratterizzati da maggiori squilibri nei conti pubblici e da sistemi bancari ritenuti vulnerabili.

Nel 2018, i principali indici azionari internazionali hanno evidenziato andamenti complessivamente negativi, soprattutto nella seconda parte dell'anno, connotata anche da episodi di significativo incremento della volatilità.

Negli Stati Uniti, lo S&P 500 ha perso il 6 per cento circa, mentre nell'area euro l'indice EuroStoxx 50 ha subito una flessione del 14 per cento circa, il Cac40 è diminuito di 11 punti percentuali, il Dax30 di 18 punti e l'Ibex35 di 15 punti circa.

Con riferimento alla Borsa Italiana, l'indice Ftse Mib ha registrato un calo del 16 per cento circa su base annua, la peggiore performance dopo quella del mercato tedesco; all'andamento negativo nel 2018 è tuttavia seguito un sostanziale recupero nel primo trimestre 2019 (intorno ai 15 punti percentuali).

A fine 2018 la capitalizzazione del mercato azionario italiano si è attestata complessivamente a 542 miliardi di euro, pari al 33,5 per cento circa del Pil e in calo del 15 per cento rispetto al 2017. Tale calo è riferibile al mercato MTA Domestic e, in particolare, al comparto bancario, mentre il mercato AIM Italia-MAC ha registrato un aumento della capitalizzazione per circa un miliardo di euro (da 5,6 a 6,6 miliardi).

Con riferimento all'attività sul mercato primario, nel 2018 il numero delle società domestiche quotate sull'MTA Domestic è lievemente aumentato (da 237 a 240), a fronte di un più significativo incremento degli emittenti negoziati sull'AIM Italia-MAC (da 95 a 113). Anche la raccolta complessiva di risorse (due miliardi di euro) si riferisce in gran parte alle nuove società ammesse sull'AIM Italia-MAC.

Per quanto riguarda il settore bancario, nel 2018 le principali banche domestiche hanno registrato progressi in termini sia di redditività sia di adeguatezza patrimoniale, anche grazie alla riduzione del livello di *non performing loans* (NPLs), come evidenziato dagli *stress test* condotti a novembre 2018 dalla European Banking Authority (EBA).

A giugno 2018, lo stock dei crediti lordi problematici per i principali gruppi bancari ammontava a circa 156 miliardi di euro (di cui 57 per cento sofferenze, 41 per cento inadempienze probabili e 2 per cento crediti scaduti deteriorati), in calo rispetto agli oltre 207 miliardi a dicembre 2017, principalmente per la sostanziale riduzione delle sofferenze (da 132,5 a circa 88 miliardi).

Per le banche italiane resta inoltre più contenuta l'esposizione ai rischi derivanti da titoli illiquidi (*level 2 and 3*) rispetto ai principali *competitors* europei. Permangono, tuttavia, singoli casi di forte tensione, come quello di Banca Carige, che a inizio 2019 ha indotto la vigilanza europea a commissariare l'istituto, con l'obiettivo di garantire la continuità e l'ordinata esecuzione del piano di risanamento.

Sui mercati obbligazionari, il rendimento dei titoli di Stato italiani decennali è aumentato nel corso del 2018, attestandosi al 2,8 per cento circa a fine anno, e al 2,5 per cento circa alla fine di marzo 2019. Dinamica analoga ha seguito il differenziale di rendimento (*spread*) rispetto ai decennali tedeschi, chiudendo il 2018 intorno ai 250 punti (circa 260 alla fine del primo trimestre 2019). I rendimenti dei titoli obbligazionari non governativi, infine, hanno registrato un lieve rialzo a partire dagli ultimi mesi del 2018.

2 L'innovazione tecnologica e i mercati finanziari

L'applicazione delle innovazioni tecnologiche nel settore finanziario (FinTech) sta conoscendo un rapido sviluppo, che regolatori e autorità di vigilanza monitorano con attenzione.

Secondo dati pubblicati da KPMG (The Pulse of Fintech 2018), il 2018 ha registrato una sensibile accelerazione degli investimenti in FinTech, complessivamente più che raddoppiati rispetto all'anno precedente, raggiungendo 111,8 miliardi di dollari. Per quanto riguarda la Regulatory Technology (RegTech) ossia l'utilizzo della tecnologia da parte dei soggetti vigilati per finalità di *compliance*, gli investimenti globali sono più che triplicati, passando da 1,2 miliardi di dollari nel 2017 a 3,7 miliardi nel 2018. Gli investimenti in *blockchain* e *cryptocurrency*, infine, risultano stabili a 4,5 miliardi di dollari.

L'ingresso nel settore finanziario di *players* dell'economia digitale e le conseguenti evoluzioni dei modelli di *business* pongono opportunità e rischi, sia per la stabilità del sistema sia per la tutela dei risparmiatori, che regolatori e autorità di vigilanza monitorano e presidiano tenendo conto anche dell'esigenza di non ostacolare l'innovazione di processo e di prodotto (per una sintetica illustrazione delle iniziative avviate dalla Commissione europea e dalla Consob si rimanda al successivo Capitolo II 'L'evoluzione del quadro normativo e regolamentare').

3 Lo sviluppo della finanza sostenibile

Negli ultimi anni è cresciuta la consapevolezza degli effetti indesiderati che una finanza altamente speculativa, orientata a obiettivi di breve periodo, può produrre sul settore finanziario e sull'economia reale. Al contempo, sono aumentate le forme di investimento socialmente responsabili (*social responsible investing* - SRI) ispirate a criteri ESG (*environmental, social and governance*).

Secondo un'indagine Eurosif (European SRI Study, 2018), relativa a 263 *asset managers* e investitori istituzionali (che in termini di masse gestite rappresentano il 79 per cento del mercato), in Europa a fine 2017 il patrimonio dei fondi gestiti secondo strategie di investimento socialmente responsabili superava i 22.500 miliardi di euro, in lieve calo (di circa 340 miliardi) rispetto al dato del 2015. Il 70 per cento circa degli investimenti socialmente responsabili a fine 2017 è riferibile agli investitori istituzionali, mentre il restante 30 per cento, relativo al settore *retail*, risulta sensibilmente in crescita rispetto al 22 per cento nel 2015.

In Italia, nel 2018 ha continuato a crescere il segmento *green* e *sustainable* dei mercati MOT ed ExtraMOT di Borsa Italiana, dedicato ai *green* e ai *social bond*, strumenti i cui proventi vengono destinati al finanziamento di progetti con impatti positivi di natura ambientale e/o sociale.

A dicembre 2018 risultavano quotati sui mercati di Borsa Italiana 36 titoli *green*, 33 *sustainable* e un *social bond*, emessi da enti governativi, sovranazionali e da emittenti *corporate*. L'ammontare raccolto è pari a circa 46 miliardi di euro.

Allo sviluppo dei SRI si associa l'integrazione di criteri ESG nelle decisioni dei vertici delle società che fanno ricorso al mercato per finanziarsi. Il miglioramento della qualità e della trasparenza della rendicontazione non finanziaria delle imprese, che in ambito europeo trae impulso dalla Direttiva 2014/95/UE, è un passaggio fondamentale in questa direzione (per ulteriori dettagli si veda il successivo Capitolo II 'L'evoluzione del quadro normativo e regolamentare').

L'evoluzione del quadro normativo e regolamentare II

1 Gli sviluppi in ambito europeo

1.1 La Capital Markets Union

Nel corso del 2018 è proseguita l'attuazione del programma volto a realizzare il mercato unico dei capitali (Capital Markets Union, CMU). Le istituzioni dell'Unione europea hanno ribadito l'impegno a intensificare gli sforzi per portare a termine i negoziati legislativi in corso prima delle elezioni per il rinnovo del Parlamento europeo.

Con la comunicazione del 12 marzo 2018 la Commissione europea ha fornito aggiornamenti sullo stato di attuazione del progetto CMU e ne ha richiamato il carattere prioritario, sollecitando, nella successiva comunicazione di novembre, la pronta finalizzazione dei numerosi negoziati ancora in corso.

Nel marzo 2018 il Piano di azione per la CMU è stato integrato con proposte legislative in materia di obbligazioni garantite (*covered bond*), per sostenere le banche nel finanziamento a lungo termine, e distribuzione transfrontaliera degli Oicvm e dei fondi di investimento alternativi (Fia), in un'ottica di rafforzamento del mercato unico.

Come preannunciato, inoltre, nel maggio 2018 è stata avanzata una proposta di modifica del Regolamento (UE) n. 596/2014 (Market Abuse Regulation - MAR) e del Regolamento (UE) 2017/1129 (Regolamento Prospetto), per favorire la raccolta di capitali da parte delle PMI. La proposta mira a ridurre gli oneri a carico delle PMI che vogliono accedere ai 'mercati di crescita per le PMI', in una logica di proporzionalità, salvaguardando al tempo stesso la tutela degli investitori e l'integrità del mercato.

Al 28 novembre 2018, soltanto tre delle 16 proposte normative comprese nel piano CMU sono state concordate dai co-legislatori europei: il Regolamento Prospetto, adottato nel giugno 2017; il Regolamento (UE) 2017/1991 sui fondi EuVECA/EuSEF, adottato nell'ottobre 2017; il Regolamento (UE) 2017/2402 sulle cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate, adottato nel dicembre 2017.

Il 12 settembre 2018 la Commissione europea ha pubblicato un'integrazione alla propria proposta legislativa di revisione delle ESAs, con

l'obiettivo di rafforzare il mandato dell'EBA in materia di antiriciclaggio e garantire una maggiore chiarezza circa l'interazione tra normativa prudenziale e disciplina antiriciclaggio/antiterrorismo. A tal fine, all'EBA sarebbero attribuiti i poteri oggi conferiti in materia all'ESMA e all'EIOPA dagli atti dell'Unione europea.

1.2 Il FinTech e la finanza sostenibile

In occasione della revisione intermedia del progetto CMU del giugno 2017 è stato evidenziato il potenziale delle tecnologie finanziarie nella trasformazione dei mercati dei capitali. Nel marzo 2018 è stato lanciato il Piano d'azione per il FinTech, che prevede 19 iniziative tese a promuovere l'espansione dei modelli di *business* innovativi, la diffusione delle nuove tecnologie, il rafforzamento della *cybersecurity* e dell'integrità del sistema finanziario.

Come parte del Piano d'azione per il FinTech, la Commissione europea ha pubblicato una proposta legislativa per l'istituzione di un quadro comune per il *crowdfunding*, al fine di favorire l'attività di raccolta delle PMI e delle *start-up*, garantendo nel contempo adeguate tutele agli investitori.

Nel marzo 2018, la Commissione europea ha annunciato anche il Piano di azione per finanziare la crescita sostenibile, per «1. *riorientare i flussi di capitali verso investimenti sostenibili al fine di realizzare una crescita sostenibile e inclusiva*; 2. *gestire i rischi finanziari derivati dai cambiamenti climatici, l'esaurimento delle risorse, il degrado ambientale e le questioni sociali nonché* 3. *promuovere la trasparenza e la visione a lungo termine nelle attività economico-finanziarie*».

Tra le dieci azioni chiave indicate nel Piano per il raggiungimento di tali obiettivi vi sono lo sviluppo di una tassonomia specifica, ossia di un sistema condiviso di classificazione e certificazione dei prodotti e servizi considerati sostenibili in grado di ridurre il rischio di pratiche scorrette (*greenwashing*), il computo di indici di riferimento (*benchmark*) e l'integrazione della sostenibilità nei giudizi di rating, nelle ricerche di mercato e nei requisiti prudenziali degli istituti di credito. Si fa riferimento, inoltre, all'integrazione di criteri ESG nelle decisioni dei vertici aziendali e al miglioramento della qualità della rendicontazione non finanziaria delle imprese. Si richiama, infine, la necessità per investitori istituzionali e gestori di attività di valorizzare i fattori di sostenibilità nel proprio processo decisionale relativo agli investimenti e di aumentare la trasparenza nei confronti degli investitori finali con riguardo al modo in cui tali fattori sono integrati.

Con riferimento a quest'ultimo punto, l'ESMA sta considerando di rivedere gli Orientamenti sulla valutazione di adeguatezza al fine di chiarire come gli intermediari finanziari dovrebbero raccogliere le preferenze verso gli investimenti sostenibili e responsabili (SRI) in fase di definizione degli obiettivi di investimento e

tenere conto dei fattori ESG per la classificazione dei prodotti (*Consultation paper on sustainability risks and factors in MiFID II*, dicembre 2018).

Il 24 maggio 2018, la Commissione europea ha adottato un insieme di proposte legislative (alcune autonome, altre di modifica a direttive e regolamenti già esistenti), denominato *Sustainable Finance Package*.

In particolare, il pacchetto contiene: una proposta di regolamento che introduce nuovi obblighi di *disclosure* in capo agli intermediari, non soltanto sui servizi di investimento aventi ad oggetto investimenti di tipo sostenibile, ma anche, in generale, sull'integrazione dei fattori di sostenibilità nelle scelte di investimento e nell'attività di consulenza; una proposta di regolamento relativo alla tassonomia delle attività eco-sostenibili; una proposta di modifica del Regolamento (UE) 2016/1011 che introduce due nuovi indici di riferimento (per gli strumenti finanziari e per i contratti finanziari o per misurare la performance dei fondi di investimento) che tengano conto di alcuni aspetti di sostenibilità ambientale; progetti di modifica agli atti delegati, adottati per l'attuazione della MiFID II (Direttiva 2014/65/EU) e della IDD (Direttiva (EU) 2016/97), che richiedono agli intermediari di considerare obbligatoriamente nella valutazione di adeguatezza anche le preferenze dei clienti per i fattori ESG.

Oltre a tali misure, la Commissione europea valuta opportuno incorporare il riferimento a rischi e fattori di sostenibilità ESG nei processi e nelle decisioni degli operatori sottoposti alle normative UCITS, AIFMD, MiFID II, IDD e Solvency II. A tale proposito, la Commissione ha chiesto all'ESMA e all'EIOPA di esprimere, entro il 30 aprile 2019, un *technical advice* sull'opportunità di apportare modifiche agli atti delegati adottati in attuazione delle predette normative, per integrare tali fattori di rischio, oppure di procedere con l'adozione di nuove misure di secondo livello.

Il 19 dicembre 2018 l'ESMA ha promosso due consultazioni pubbliche per raccogliere le osservazioni dei partecipanti al mercato sui contenuti del *technical advice*. Tali consultazioni si sono concluse il 19 febbraio 2019 e i contributi pervenuti sono stati pubblicati sul sito dell'Autorità. La Consob è pienamente coinvolta nei lavori dell'Autorità europea.

Una terza consultazione pubblica concerne il testo delle linee-guida ESMA in materia di agenzie di rating, il cui obiettivo è incrementare la qualità e l'uniformità delle informazioni fornite dalle agenzie di rating sui fattori ESG quando sono considerati parte del processo di valutazione del merito creditizio.

1.3 Ulteriori misure in materia di mercati e a tutela degli investitori

Nel corso del 2018 la Commissione europea ha adottato numerosi regolamenti secondari in attuazione del Regolamento (UE) 2016/1011 (Regolamento Benchmark), che disciplina gli indici finanziari usati come parametro di riferimento nel settore finanziario, del Regolamento (UE)

n. 909/2014 sui depositari centrali (CSDR), e del Regolamento (UE) 2015/2365 sulla trasparenza del finanziamento tramite titoli (SFTR) nell'Unione europea.

Tra le misure di secondo livello adottate dalla Commissione europea si ricordano: per quanto riguarda il Regolamento Benchmark, l'aggiornamento della lista di *benchmark* cosiddetti critici, che include gli indici Euribor, Eonia, Libor e *Stockholm interbank offered rate* (Stibor), per i quali sono previste misure più stringenti che tengono conto del rilievo sistemico degli stessi (Regolamento di esecuzione (UE) 2018/1557 della Commissione); in relazione al Regolamento CSDR, la normativa di secondo livello che integra le previsioni del CSDR in tema di *settlement* e contiene misure volte a prevenire e gestire i mancati regolamenti delle operazioni su strumenti finanziari (Regolamento delegato (UE) 2018/1229 della Commissione); con riferimento alla disciplina SFTR, la specificazione degli standard di segnalazione delle operazioni, le garanzie e l'eventuale riutilizzo degli strumenti finanziari ricevuti a garanzia (Regolamento delegato (UE) 2019/356 della Commissione).

La nuova disciplina di cui alla Direttiva 2014/65/UE (MiFID II) e al Regolamento (UE) n. 600/2014 (MiFIR), che ha trovato applicazione a partire dal gennaio 2018, ha accordato all'ESMA poteri d'intervento temporanei, da questa esercitati per introdurre restrizioni alla commercializzazione agli investitori al dettaglio di opzioni binarie e *contracts for difference* (Cfd).

L'ESMA è intervenuta sulla distribuzione dei prodotti complessi e rischiosi dapprima, nel marzo 2018, con un *warning* per gli investitori relativo a Cfd, opzioni binarie e altri prodotti speculativi e successivamente con il divieto di commercializzare opzioni binarie ai clienti al dettaglio e con le restrizioni relative ai Cfd. Tali provvedimenti, applicati rispettivamente dal 2 luglio e dal primo agosto 2018, sono stati successivamente prorogati più volte.

2 Il recepimento della normativa europea e l'attività regolamentare

Nel corso del 2018 la Consob ha fornito, come di consueto, il proprio supporto tecnico al Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF), in coordinamento con le altre autorità di vigilanza coinvolte nell'adeguamento dell'ordinamento domestico alla normativa europea.

Si fa riferimento, in particolare, alle seguenti norme: Regolamento (UE) n. 596/2014, relativo agli abusi di mercato (Market Abuse Regulation - MAR), la cui attuazione è avvenuta tramite il d.lgs. 10 agosto 2018, n. 107; Direttiva (UE) 2016/97, relativa alla distribuzione assicurativa, recepita con il d.lgs. 21 maggio 2018, n. 68; i già menzionati Regolamento (UE) 2016/1011 (Regolamento Benchmark) e Regolamento (UE) 2015/2365 (Regolamento Securities Financing Transactions).

Nel febbraio del 2018 è stato pubblicato il decreto legislativo 15 dicembre 2017, n. 233, con cui si è completato il processo di attuazione del Regolamento (UE) 2015/760, relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine (ELTIF). Con l'adozione del d.lgs. 13 dicembre 2018, n. 147 si è altresì concluso il processo di recepimento nella normativa primaria della Direttiva (UE) 2016/2341 relativa alle attività e alla vigilanza degli enti pensionistici aziendali o professionali (IORP II).

Nel corso del 2018 sono stati avviati i lavori per la trasposizione della Direttiva (UE) 2017/828, che modifica la Direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate (Shareholder Rights Directive); al riguardo nel dicembre 2018 il MEF ha lanciato una consultazione pubblica. Lo schema di decreto legislativo di recepimento della nuova SHRD è stato approvato in via preliminare dal Consiglio dei Ministri il 7 febbraio 2019. La Consob ha formulato alcune osservazioni sul testo normativo nel corso dell'audizione tenutasi il successivo 6 marzo presso la XIV Commissione della Camera dei Deputati (Politiche dell'Unione europea).

L'osservazione principale riguarda l'apparato sanzionatorio previsto dallo schema di decreto al fine di dotare le autorità di vigilanza degli strumenti per garantire l'applicazione di sanzioni «*efficaci, proporzionate e dissuasive*» come richiesto dalla Direttiva. In particolare, non essendo intervenuta l'approvazione del disegno di Legge di delegazione europea 2018 – che, tra l'altro, contiene criteri specifici di delega per il recepimento della SHRD 2, ivi inclusa l'individuazione di una forbice edittale per le sanzioni compresa tra 2.500 euro e 10 milioni di euro – lo schema di decreto di recepimento individua sanzioni per le violazioni delle norme di nuova introduzione nella più ridotta forbice edittale (tra 150 euro e 150 mila euro) prevista dall'art. 32 della legge 234/2012, applicabile in mancanza di criteri di delega specifici. L'applicazione di tali ultimi limiti edittali alla materia dei diritti degli azionisti di società quotate – come segnalato dalla Consob al Senato, nel corso dell'audizione del 5 febbraio 2019 sul disegno di Legge di delegazione europea 2018 – risulta del tutto incongruente in un contesto normativo sanzionatorio, peraltro di derivazione prevalentemente europea, che richiede l'applicazione di misure sanzionatorie di entità più elevata, affinché le stesse possano essere considerate «*efficaci, proporzionate e dissuasive*».

Per tali ragioni è stata segnalata la necessità di adeguare l'impianto sanzionatorio previsto nello schema di decreto di recepimento per le violazioni delle nuove disposizioni introdotte dalla Direttiva a quanto attualmente previsto dal Tuf per le sanzioni che vertono su materie analoghe, al fine di garantire un'omogeneità nel trattamento sanzionatorio di fattispecie simili.

Nel corso del processo legislativo di recepimento della Direttiva IDD sulla distribuzione assicurativa, in data 23 aprile 2018 la Consob è stata audita presso la Commissione Speciale su atti urgenti del Governo. In tale contesto sono state presentate proposte di modifica dello schema di decreto legislativo recante il recepimento della IDD, che impattava sia sul Codice delle Assicurazioni Private (CAP) sia sul Tuf, finalizzate a garantire la coerenza con i criteri di delega previsti dalla Legge di delegazione europea 163/2017,

innalzare le tutele accordate a favore di coloro che investono in prodotti d'investimento assicurativo, prevedere efficienti forme di coordinamento tra Ivass e Consob, entrambe destinatarie di specifiche deleghe regolamentari oltre che di proprie attribuzioni di vigilanza.

L'attività regolamentare della Consob è stata anche finalizzata in larga parte all'adeguamento dell'ordinamento nazionale alle nuove discipline di derivazione europea.

In particolare, con la delibera 20267 del 18 gennaio 2018, è stato adottato il Regolamento di attuazione del d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, con il quale è stata recepita la Direttiva 2014/95/UE sulla *disclosure* non finanziaria e sulla diversità nella composizione degli organi di amministrazione, gestione e controllo.

Inoltre, è stato portato a compimento il processo di adeguamento alle previsioni MiFID II e MiFIR, con la delibera 20307 del 15 febbraio 2018, di adozione del nuovo Regolamento in materia di intermediari.

In occasione della revisione dei Regolamenti in materia di intermediari, mercati ed *equity crowdfunding*, inoltre, è stata contestualmente data attuazione alla disposizione di cui all'articolo 4-*undecies*, comma 4, del Tuf, recante la disciplina dei sistemi di segnalazione delle violazioni nel settore finanziario (*whistleblowing* interno), introdotta in recepimento della Direttiva MiFID II. Le disposizioni regolamentari disciplinano gli aspetti di natura procedurale e organizzativa che i soggetti vigilati (Sim, banche, società di gestione di Oicvm, Sicav, Sicaf, società di consulenza, gestori di portali di *equity crowdfunding*, imprese di assicurazione, gestori di mercati regolamentati, fornitori di servizi di comunicazione dati, depositari centrali, controparti centrali) devono adottare per consentire al proprio personale di segnalare gli atti o fatti che possano costituire un illecito. È stata definita una disciplina regolamentare in linea con il principio di proporzionalità che individua requisiti minimi ed essenziali, lasciando agli operatori ampi margini di autonomia per scegliere le soluzioni tecniche e organizzative più idonee ed efficaci in base alle caratteristiche della propria struttura organizzativa e delle attività effettivamente svolte.

In materia di offerte pubbliche di vendita o sottoscrizione, con la delibera 20686 del 9 novembre 2018, è stata esercitata la facoltà prevista dal Regolamento Prospetto di individuare la soglia relativa al controvalore, passata ora da cinque a otto milioni di euro (per ulteriori dettagli si veda il successivo Capitolo IV 'Le attività svolte e le linee di indirizzo per il 2019').

Con delibera 20570, del 4 settembre 2018, la Consob ha adottato il Regolamento recante disposizioni di attuazione del decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231, per i revisori legali e le società di revisione con incarichi di revisione su enti di interesse pubblico o su enti sottoposti a regime intermedio, al fine di recepire la Direttiva (UE) 2015/849, relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo.

La Commissione, infine, ha pubblicato sul proprio sito istituzionale il Piano delle attività di regolazione per l'anno 2019.

Ai sensi dell'articolo 2 del Regolamento concernente i procedimenti per l'adozione di atti di regolazione generale (delibera 19654 del 5 luglio 2016), tale piano costituisce un documento annuale di programmazione non vincolante dell'attività di produzione e revisione regolamentare dell'Autorità.

Nel corso del 2019 proseguirà l'opera di revisione della normativa secondaria emanata dalla Consob, nella prospettiva di adeguare l'ordinamento domestico all'evoluzione della normativa europea.

In particolare, alcuni interventi di revisione delle disposizioni regolamentari sono programmati per recepire – ad esito del processo di adeguamento della normativa primaria nazionale – le novità introdotte dal Regolamento (UE) 2017/1129 in materia di prospetto per l'offerta al pubblico, dalla Direttiva (UE) 2017/828 con riguardo all'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti, nonché in tema di antiriciclaggio dalla Direttiva (UE) 2018/843 (cosiddetta V Direttiva Antiriciclaggio).

Un'ulteriore attività di revisione della normativa secondaria emanata dalla Consob è prevista in materia di *crowdfunding* (mediante la revisione del Regolamento adottato con delibera 18592/2013), onde tenere conto delle novità introdotte dalla Legge di bilancio 2019 (legge 145/2018), che ha esteso l'attività dei gestori di portali alle offerte di titoli di debito emessi dalle PMI.

A tal proposito si rammenta che la medesima legge di bilancio è intervenuta anche a modificare la legge 130/1999, che disciplina le operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari, per ampliarne l'ambito di applicazione al fine di ricomprendere le microimprese fra i soggetti ai quali le società di cartolarizzazione possono concedere finanziamenti.

Le misure in vista della Brexit III

Lo scenario Brexit è stato per tutto il 2018 e nei primi mesi del 2019 oggetto di approfondimenti operativi, tecnici e legali in tutte le aree di competenza Consob. Gli approfondimenti sono stati e continuano a essere svolti e condivisi con le altre autorità di vigilanza in sede ESMA, nella consapevolezza che la minimizzazione degli impatti negativi dello scenario Brexit richiede necessariamente soluzioni comuni a livello UE.

Le conseguenze dell'uscita del Regno Unito sono particolarmente rilevanti per i mercati finanziari principalmente per due ragioni: da un lato, mercati, infrastrutture e operatori finanziari europei sono oramai pienamente interconnessi e la prospettiva che uno dei membri dell'UE diventi paese terzo genera molteplici problemi giuridici e operativi; dall'altro lato, proprio gli operatori e le infrastrutture del Regno Unito svolgono un ruolo di assoluta preminenza nei mercati finanziari europei. I principali impatti negativi riguardano: la discontinuità operativa nei contratti, la perdita di liquidità dei mercati, la perdita di dati di vigilanza significativi e l'incertezza giuridica.

Alla fine del 2018, le difficoltà dei negoziati sull'uscita del Regno Unito dall'Unione e le crescenti preoccupazioni degli operatori hanno reso evidente la necessità per gli altri Stati membri di prepararsi anche allo scenario di mancato accordo entro il 29 marzo 2019 (*no-deal scenario*), approntando soluzioni nazionali di emergenza, parallele a quelle in discussione presso le autorità europee.

Il 19 dicembre 2018 la Commissione europea ha pubblicato una comunicazione per l'adozione delle misure preparatorie al possibile *no-deal scenario* (30 marzo 2019), già annunciate in una precedente comunicazione del 13 novembre.

Con riferimento alla gestione dei contratti derivati OTC conclusi con controparti del Regno Unito (non compensati da una controparte centrale), nello stesso mese la Commissione europea ha approvato nuove misure che agevolano, in via non ordinaria per un periodo di 12 mesi, la novazione dei contratti funzionale alla sostituzione delle controparti del Regno Unito con controparti dell'Unione (i relativi Regolamenti sono stati pubblicati nella Gazzetta Ufficiale della UE il 13 marzo 2019).

Per dare una tempestiva risposta di sistema a livello nazionale, nello stesso mese di dicembre è stato istituito presso il MEF un tavolo tecnico con

le Autorità di vigilanza (Consob, Banca d'Italia, Ivass e Covip), con l'obiettivo di definire in tempo utile un regime transitorio in caso di *no-deal*. Con le disposizioni transitorie devono essere stabiliti i casi e le condizioni di accesso a un regime che, almeno per un determinato periodo, crei le condizioni per salvaguardare la liquidità dei mercati, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la continuità operativa nella prestazione dei servizi e delle attività svolte sia dagli operatori nazionali insediati in Gran Bretagna sia dai soggetti britannici che già operano in Italia.

Il 15 gennaio 2019, il testo dell'accordo di recesso, concordato all'esito delle trattative negoziali avviate ai sensi dell'art. 50 del Trattato sull'Unione europea, è stato sottoposto al Parlamento del Regno Unito, che tuttavia non ne ha ratificato i contenuti, determinando il rischio concreto di un'uscita senza accordo e l'ulteriore aggravarsi delle preoccupazioni degli operatori per le conseguenze dell'assenza di adeguate misure transitorie.

Il 12 marzo 2019 il Parlamento britannico ha respinto nuovamente l'accordo, che era stato nel frattempo oggetto di alcuni ulteriori chiarimenti in accordo con le istituzioni europee, e il 14 marzo 2019 si è anche espresso contro l'ipotesi di un recesso senza accordo.

Il Governo inglese ha quindi richiesto all'Unione europea una proroga della data di uscita al 30 giugno 2019. I leader UE, durante il Consiglio europeo del 21 marzo 2019, hanno acconsentito a una proroga, ma solo fino al 22 maggio 2019 e a condizione che il Parlamento del Regno Unito approvi l'accordo di recesso entro il 29 marzo. In caso contrario, la proroga sarà limitata al 12 aprile 2019, data entro la quale il Regno Unito dovrà comunque indicare il percorso da seguire per l'uscita dall'UE.

Il 24 gennaio 2019 il MEF ha diffuso un comunicato in cui annunciava la predisposizione, *«in stretto raccordo con le autorità di vigilanza e sentite le associazioni di categoria»*, delle *«misure necessarie per garantire la piena continuità dei mercati e degli intermediari in caso di recesso del Regno Unito dall'Unione europea senza accordo»*. La normativa annunciata, da adottarsi in tempo utile per permettere un ordinato svolgimento delle attività e fornire un quadro normativo certo entro il quale operare, in caso di recesso senza accordo, è volta a disciplinare gli adempimenti necessari per garantire la continuità operativa nei diversi segmenti del mercato finanziario.

A fine 2018, ha assunto rilievo lo Statement dell'ESMA (divulgato dalla Consob con comunicato stampa del 20 dicembre 2018) con il quale è stato richiesto agli intermediari attivi nella prestazione dei servizi d'investimento di fornire ai clienti informazioni sulle misure adottate, o da adottare, in connessione con la Brexit e sulle relative implicazioni nelle relazioni con i medesimi clienti. Dall'inizio del 2019 l'Autorità di vigilanza europea ha accelerato le iniziative volte ad assicurare uno svolgimento il più possibile ordinato, a livello di sistema, dell'uscita del Regno Unito in assenza di accordo.

Tra i provvedimenti più significativi in caso di *no-deal scenario* resi pubblici dall'ESMA vi sono i seguenti.

In data 1° febbraio 2019 sono stati firmati gli accordi di cooperazione (Memoranda of Understanding - MoUs) con le Autorità britanniche in caso di *no-deal* e chiarimenti per il *reporting* dei contratti derivati ai sensi di EMIR. In particolare, l'ESMA ha sottoscritto un accordo con la FCA per lo scambio di informazioni in materia di vigilanza su *credit rating agencies* (CRAs) e *trade repositories* (TRs) e un accordo multilaterale (MMoU) che coinvolge tutte le autorità di vigilanza UE e la FCA per la cooperazione in materia di vigilanza sui mercati, sui servizi di investimento e sulla gestione del risparmio.

Il 4 febbraio sono stati firmati gli accordi con la Bank of England (BoE) per il riconoscimento di controparti centrali e depositari centrali stabiliti nel Regno Unito.

Il 5 febbraio sono stati forniti chiarimenti sull'utilizzo dei dati del Regno Unito nei database dell'ESMA.

Il 18 febbraio sono state riconosciute tre controparti centrali stabilite nel Regno Unito (LCH Limited, ICE Clear Europe Limited e LME Clear Limited) che potranno continuare a offrire i loro servizi nell'Unione (la decisione segue il provvedimento di dicembre 2018 della Commissione europea di riconoscimento dell'equivalenza del quadro giuridico applicabile alle controparti centrali del Regno Unito rispetto al contesto normativo comunitario). Il rischio di *disruption* in questo settore è connesso all'eventuale chiusura in massa delle posizioni dei *clearing members* UE presso le controparti centrali britanniche, che a seguito della Brexit non sarebbero più autorizzate a operare ai sensi del Regolamento (UE) n. 648/2012 (EMIR).

Il 1° marzo è avvenuto il riconoscimento di depositari centrali stabiliti nel Regno Unito (Euroclear UK and Ireland Limited). Anche in tal caso, la decisione segue il provvedimento di dicembre 2018 della Commissione europea di riconoscimento dell'equivalenza del quadro giuridico applicabile a depositari centrali del Regno Unito rispetto al contesto normativo comunitario.

Il 7 marzo sono stati pubblicati chiarimenti sull'approccio ESMA in materia di norme MIFID II-MIFIR e Benchmark.

In data 15 marzo vi è stato il riconoscimento del sistema regolamentare e di vigilanza del Regno Unito ai fini dell'utilizzo all'interno dell'UE dei rating prodotti da agenzie britanniche. In particolare, l'ESMA ha riconosciuto il sistema, basato sullo UK Statutory Instrument 226 emesso dal Governo britannico il 13 febbraio 2019, come «*at least as stringent as*» rispetto alla regolamentazione UE: tale sistema consente che i rating emessi da agenzie con sede legale nel Regno Unito, purché facenti parte di gruppi aventi almeno un'agenzia con sede legale nell'UE, possano essere avallati (*endorsed*) da quest'ultima ed essere utilizzati all'interno dell'Unione. Tale possibilità riguarda attualmente sei agenzie di rating con sede legale nel Regno Unito.

Il 19 marzo sono stati forniti chiarimenti sull'impatto della Brexit senza accordo sui database e sui sistemi IT dell'ESMA (Financial Instruments Reference Data System - FIRDS; Financial Instrument Transparency System - FITRS; Double Volume Cap System - DVCAP; Transaction reporting systems; ESMA's registers and data).

Sempre nel corso del mese di marzo 2019 sono state registrate due nuove *trade repositories* stabilite nell'UE27 (DTCC Data Repository, Ireland, PLC e UNAVISTA TRADEcho BV). Sarà così assicurata continuità alle attività di reporting dei contratti derivati e minimizzati gli impatti negativi derivanti dalla deregistrazione delle *trade repositories* stabilite in UK.

Le iniziative parallele che si sono avvicinate, o che sono tuttora in corso, nei singoli paesi UE rappresentano evidentemente misure di emergenza rispetto alla soluzione derivante da un negoziato concluso a livello centrale dalle autorità UE e potranno fronteggiare solo per un periodo limitato tutti i problemi legali, tecnici e operativi di una Brexit senza accordo.

In ambito domestico, il 20 marzo 2019 il Consiglio dei Ministri ha approvato un decreto legge contenente misure urgenti per garantire la stabilità finanziaria, economica e degli investimenti (decreto legge 25 marzo 2019, n. 22) con il quale vengono, tra l'altro, introdotte misure dirette a disciplinare le conseguenze del possibile recesso del Regno Unito dall'Unione. Con tale provvedimento il Governo ha voluto assicurare la continuità operativa di operatori e mercati, in attesa della conclusione del processo avviato con il referendum sulla Brexit.

La Consob, come le altre autorità europee e gli stessi operatori del mercato, ha quindi lavorato su due piani paralleli nel 2018 e nei primi mesi del 2019 concernenti, da un lato, i preparativi richiesti dall'uscita di un membro importante dalla UE, dall'altro, le soluzioni da mettere in campo a livello nazionale in caso di esito negativo del negoziato alla data del 30 marzo 2019.

La Consob ha inoltre attivato tempestivamente il dialogo tecnico con gli operatori nazionali per condividere problemi e soluzioni nell'interesse del mercato nazionale; si è coordinata con il Governo e le altre competenti autorità nazionali per trovare soluzioni normative e operative condivise; ha avviato *pre-istruttorie* per amministrare nel modo più efficace i tempi dei procedimenti che si potrebbero rivelare necessari.

1 Le attività concernenti i mercati

Per le sedi di negoziazione italiane l'impatto della Brexit potrebbe essere particolarmente significativo, in ragione della considerevole quota di mercato rappresentata dal numero di operatori del Regno Unito che vi accedono in qualità di membri/partecipanti nonché del rilevante contributo che essi offrono sui mercati in termini di liquidità.

L'incidenza in termini di controvalori negoziati dell'attività degli operatori del Regno Unito che non intendono rilocarsi, ovvero che ancora non hanno assunto decisioni in materia, potrebbe essere rilevante, in particolare per alcuni mercati.

Il tema della liquidità dei mercati, peraltro, si pone in ragione delle nuove disposizioni MiFID II che vedono la partecipazione alle sedi di negoziazione come un'attività riservata (art. 67 del Tuf). Con l'uscita del Regno Unito le imprese di investimento e le banche britanniche perderanno il passaporto europeo e potranno negoziare sulle sedi di negoziazione UE (fatte salve talune specifiche esenzioni) solo dotandosi in Europa di un'autorizzazione *ad hoc*.

Fatto salvo quanto previsto dall'articolo 67 del Tuf, per consentire la partecipazione ai mercati regolamentati e ai sistemi multilaterali di negoziazione italiani di operatori britannici quali operatori extra-UE, il Tuf prevede anche la possibilità per le sedi di negoziazione di chiedere il nulla osta alla Consob per l'estensione dell'operatività delle sedi di negoziazione nel Regno Unito (art. 70, comma 2, del Tuf). La Consob decide sulla base di un giudizio di equivalenza volto ad accertare sostanzialmente che nello Stato extra-UE vi siano presidi in termini di requisiti di accesso, operatività e vigilanza equivalenti a quelli previsti nel nostro ordinamento e previa stipula di accordi con le corrispondenti autorità estere.

In tale contesto, diverse sedi di negoziazione italiane si sono attivate per chiedere alla Consob di avviare le attività funzionali a consentire l'estensione dell'operatività dei propri mercati nel Regno Unito, ai sensi dell'art. 70, comma 2, del Tuf.

In data 21 marzo 2019 la Consob ha quindi rilasciato il nulla osta all'operatività nel Regno Unito, con effetti dalla data di recesso e subordinatamente alla mancata conclusione dell'accordo, di tre sistemi multilaterali di negoziazione gestiti da MTS Spa (BondVision Europe MTF, MTS Cash Domestic ed EBM); di cinque mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana Spa (MTA, MIV, MOT, EtfPlus, IDEM-Equity) e di cinque sistemi multilaterali di negoziazione sempre gestiti da Borsa Italiana (AIM Italia, ExtraMOT, SeDeX, Blt Eq MTF, ATFund).

Lo stesso 21 marzo la Consob ha deliberato, ai sensi dell'art. 26, comma 6, del Tuf, l'autorizzazione a EuroTLX Sim Spa all'estensione dell'operatività nel Regno Unito del sistema multilaterale di negoziazione EuroTLX, condizionatamente al rilascio da parte della Banca d'Italia di un parere non ostativo.

Nella stessa giornata infine la Consob ha deliberato, ai sensi dell'articolo 70, comma 1, del Tuf, il riconoscimento del mercato ICE Futures Europe, autorizzato dalla Financial Conduct Authority (FCA) come *Recognised Investment Exchange* (cosiddetto RIE) e gestito da ICE Futures Europe, condizionatamente al rilascio dell'intesa da parte dell'Autorità di regolazione per energia reti e ambiente (ARERA).

Inoltre, si ricorda che MTS dal 1° marzo 2019 ha ricollocato in Italia due sistemi multilaterali di negoziazione (MTS Cash Domestic ed EBM) precedentemente gestiti dalla controllata EuroMTS con sede nel Regno Unito. Sotto la giurisdizione italiana, gli MTF beneficiano del passaporto europeo MiFID II, con possibilità di accesso per gli operatori UE.

Considerata la rilevanza dell'operatività dei soggetti del Regno Unito sulle sedi di negoziazione italiane, l'introduzione di un regime transitorio che mantenga temporaneamente per gli operatori del Regno Unito l'accesso alla negoziazione sulle sedi italiane rappresenta comunque la soluzione più agevole e ordinata per migrare verso il nuovo scenario posto dalla Brexit.

Per quanto concerne i rischi di discontinuità operativa per le infrastrutture di *post-trading* del Regno Unito operanti in Italia, tutti i possibili presidi sono stati adottati tra la fine del 2018 e l'inizio del 2019.

Come già ricordato, l'ESMA ha adottato i provvedimenti di riconoscimento di LCH Ltd, ICE Clear Europe e LME Clear, condizionandoli all'evento *no-deal*. Attualmente solo LCH Ltd e ICE Clear Europe hanno *clearing members* italiani.

Per assicurare la certezza giuridica in termini di *settlement finality*, inoltre, la Consob ha partecipato con la Banca d'Italia ai lavori concretizzatisi nella modifica dell'art. 10 del d.lgs. 201/2001, entrata in vigore il 1° gennaio 2019. Tale misura consente alle infrastrutture britanniche che abbiano partecipanti italiani di continuare a beneficiare, nello scenario *no-deal*, della necessaria protezione in caso di apertura di una procedura di insolvenza a carico di tali partecipanti.

Per quanto concerne i rischi di discontinuità operativa per le infrastrutture di *post-trading* italiane nel Regno Unito, il 24 gennaio 2019 la controparte centrale nazionale (Cassa di compensazione e garanzia) ha ottenuto di poter operare ai sensi del Temporary Recognition Regime (TRR) delineato dal Regolamento UK n. 1184/2018 (Central Counterparties (Amendments, etc., and Transitional Provision) (EU Exit) Regulations 2018), che le consentirà una continuità nella prestazione dei servizi per un periodo di tre anni (estendibile, da parte del Tesoro del Regno Unito, di 12 mesi in 12 mesi).

Analogamente, il depositario centrale nazionale ha ottenuto di poter beneficiare del regime temporaneo di riconoscimento nel Regno Unito ai sensi del Regolamento UK n. 1320/2018 (Central Securities Depositories (Amendment) (EU Exit) Regulations 2018), modulato sulla falsariga di quello previsto per le controparti centrali.

Entrambe le infrastrutture hanno altresì ottenuto di aver accesso al regime temporaneo di designazione nel Regno Unito in qualità di sistemi di paesi terzi per poter beneficiare, per il caso di apertura di una procedura di insolvenza a carico di un partecipante del Regno Unito, delle tutele previste in termini di *settlement finality* ai sensi del Temporary Designation Regime (TDR) previsto dal Regolamento UK n. 341/2019 (Financial Markets and Insolvency (Amendment and Transitional Provision) (EU Exit) Regulations 2019).

Per quanto riguarda infine la gestione dei contratti derivati OTC conclusi con controparti del Regno Unito (non compensati da una controparte centrale), nel mese di marzo 2019, all'approssimarsi della data prevista di recesso in assenza di accordo e in mancanza di un regime transitorio nazionale, la Consob ha ritenuto essenziale, per lo svolgimento il più possibile ordinato delle negoziazioni e per la tutela dei risparmiatori, fornire agli operatori i propri orientamenti per gestire le azioni che si potranno rivelare necessarie in tale scenario.

Il 14 marzo 2019 la Commissione ha quindi divulgato una comunicazione in merito sia all'amministrazione (cosiddetto *servicing*) dei contratti derivati OTC conclusi con controparti del Regno Unito sia all'operatività delle sedi di negoziazione, ivi incluse quelle che gestiscono sistemi di scambi per la negoziazione di titoli di Stato.

Sul primo aspetto, la Consob ha annunciato che, nel corso dei 12 mesi accordati dalle norme UE per l'eventuale trasferimento, vigilerà sull'amministrazione (*servicing*) dei contratti derivati OTC conclusi con controparti del Regno Unito secondo un approccio proporzionato, anche al fine di agevolare la continuità dei contratti.

Con riferimento al secondo aspetto, l'operatività dei mercati, l'Istituto ha comunicato che le istruttorie in corso sulle istanze di nulla osta e riconoscimento delle sedi di negoziazione britanniche che intendono operare in Italia, e viceversa, saranno chiuse nei tempi più rapidi possibili, con l'obiettivo di garantire, nel rispetto delle rilevanti disposizioni in materia, la continuità dell'operatività degli operatori britannici e italiani rispettivamente sulle sedi di negoziazione italiane e del Regno Unito.

2 Le attività concernenti gli intermediari

La Consob ha da tempo avviato una valutazione, svolta in continuità con l'ESMA, degli effetti dell'uscita del Regno Unito dall'Unione europea sull'operatività degli intermediari britannici che prestano servizi di investimento in Italia.

Nel corso del 2018 sono state effettuate specifiche richieste nei confronti degli intermediari interessati, nell'ambito di apposite *survey* dell'ESMA volte a verificare lo stato di preparazione delle imprese di investimento rispetto agli effetti della Brexit.

In particolare, a marzo 2018 sono state interessate nove Sim italiane autorizzate a prestare servizi nel Regno Unito nella modalità della libera prestazione di servizi nonché un campione significativo di succursali italiane di imprese di investimento inglesi (ossia tutte le succursali italiane di imprese di investimento inglesi operative con clientela *retail* e un numero rilevante di succursali italiane di

imprese inglesi operative esclusivamente con controparti qualificate e/o clienti professionali).

Con riguardo alle Sim, tenuto conto dei relativi volumi operativi in essere con la clientela inglese, soltanto un numero limitato di esse ha manifestato l'intenzione di voler proseguire l'attività in caso di *no-deal scenario*.

Con riguardo alle succursali italiane di imprese di investimento britanniche, lo scenario più comunemente rappresentato è risultato quello di riallocare le attività svolte nel Regno Unito in altri paesi dell'Unione europea. In particolare, le ipotesi prospettate sono state quelle di costituire (e far autorizzare) una nuova *subsidiary* in un altro paese UE, ovvero di utilizzare una *subsidiary* di gruppo già esistente (e autorizzata) in un paese appartenente all'Unione europea, continuando a operare, mediante una nuova succursale, attraverso il cosiddetto passaporto europeo.

Successivamente, nel mese di giugno 2018, è stato inviato a tutte le succursali di imprese di investimento inglesi all'epoca abilitate a operare in Italia (pari a 52) un apposito questionario predisposto dall'ESMA.

Dall'esame delle risposte ricevute, è risultato confermato lo scenario sopra rappresentato secondo cui la maggior parte delle entità interessate si è detta intenzionata a costituire una nuova *subsidiary* ovvero a utilizzare una *subsidiary* di gruppo già esistente all'interno dell'UE27 (in quest'ultimo caso, i paesi membri principalmente prescelti sono risultati la Germania, l'Irlanda, il Lussemburgo e l'Olanda). In taluni casi, è stata rappresentata, come possibile opzione, quella di continuare a operare in Italia come impresa di paese terzo ovvero di riallocare l'attività in Italia costituendo una Sim.

Il 12 marzo 2019, in linea con il citato Statement dell'ESMA divulgato il 20 dicembre 2018, la Consob ha nuovamente richiamato l'attenzione degli operatori sulla necessità, per gli intermediari con sede nel Regno Unito prestatori in Italia di servizi e attività di investimento (mediante succursali ovvero in regime di libera prestazione di servizi), di procedere con tempestività, qualora non vi avessero già provveduto, a fornire ai clienti informazioni appropriate in merito alle conseguenze delle mutate condizioni operative discendenti dalla Brexit, con evidenza anche delle conseguenze e delle misure approntate in un *no-deal scenario* nonché dando adeguata evidenza dell'impatto sui rapporti contrattuali in essere.

A tali adempimenti informativi sono stati richiamate altresì le banche e le imprese di investimento italiane (Sim) prestatori in via transfrontaliera nel Regno Unito di servizi e attività di investimento, anche nel rispetto della disciplina prevista al riguardo nel Regno Unito.

Il 26 marzo 2019, la Consob ha pubblicato una comunicazione che specifica gli adempimenti in capo agli intermediari britannici operanti in Italia e a quelli italiani operanti nel Regno Unito, derivanti dal d.l. 22/2019.

Tenuto conto del fatto che la 'hard Brexit' fa immediatamente venire meno i benefici del passaporto europeo, le imprese britanniche presenti in Italia dovranno

in coincidenza con l'uscita del Regno Unito dalla UE cessare la propria attività nel nostro Paese. Lo stesso vale in senso inverso anche per le imprese italiane presenti nel Regno Unito. Gli operatori di entrambi i paesi possono, però, nei casi previsti dal decreto, proseguire la propria attività, usufruendo del regime transitorio per 18 mesi dalla data di recesso, previa notifica alle autorità nazionali competenti. Le imprese che cesseranno l'attività sono tenute, invece, a darne comunicazione alla propria clientela, *retail* e professionale, secondo modalità differenziate in base al tipo di cliente. Le informazioni devono essere chiare e comprensibili, tali da rappresentare compiutamente tutti gli effetti della Brexit sulla clientela anche ai fini di un'eventuale chiusura dei rapporti in essere. La comunicazione della Consob specifica che tutti gli intermediari britannici dovranno trasmettere alla Commissione specifiche informazioni sui rapporti in essere con i clienti italiani alla data del recesso, entro i 15 giorni successivi a tale ultima data.

Il 29 marzo 2019, infine, la Commissione ha pubblicato una comunicazione in tema di adesione, da parte degli intermediari britannici, ai sistemi di tutela degli investitori. Ai sensi della comunicazione, tali intermediari dovranno fornire adeguate informazioni ai propri investitori, il più presto possibile (e, in ogni caso, non oltre 40 giorni dalla data di entrata in vigore del d.l. 22/2019), su quale Sistema di tutela degli investitori italiano (ICS) è chiamato a tutelarli e sul referente da contattare per richiedere ulteriori informazioni o chiarimenti.

Le comunicazioni destinate agli investitori dovranno essere chiare e formulate in un linguaggio semplice. Le banche e le imprese di investimento dovranno fornire informativa alla Consob dell'avvenuta comunicazione agli investitori.

Le attività svolte e le linee IV di indirizzo per il 2019

1 I mercati

Come descritto nel precedente Capitolo, nel corso del 2018 la Consob ha avviato, anche in collaborazione con il MEF e la Banca d'Italia, una serie di iniziative per la gestione degli effetti dell'uscita del Regno Unito dall'Unione europea (Brexit) sulle sedi di negoziazione italiane e per la definizione di un regime transitorio che garantisca continuità operativa sia ai gestori di sedi di negoziazione britannici che operano in Italia sia a quelli italiani che operano nel Regno Unito.

In materia di *cybersecurity*, l'Istituto ha avviato sia la mappatura dei presidi di affidabilità e resilienza delle sedi di negoziazione nazionali, in esito alla quale valuterà l'emanazione di raccomandazioni *ad hoc*, sia l'esame dei presidi adottati da Monte Titoli e Cassa di compensazione e garanzia, alla luce della *Guidance on cyber resilience for financial market infrastructure* pubblicata nel 2016 dagli organismi internazionali CPMI-IOSCO. L'attività, che sarà conclusa nel corso del 2019, si pone in modo complementare alle misure previste dalla Direttiva (UE) 2016/1148, in materia di sicurezza delle reti e dei sistemi informativi degli operatori di servizi essenziali e dei fornitori di servizi digitali.

Il Regolamento CSDR ha previsto che gli internalizzatori di regolamento, ossia i soggetti (tipicamente intermediari finanziari) che regolano i trasferimenti di titoli dei clienti sui propri sistemi senza ricorrere al servizio di regolamento offerto da un depositario centrale, debbano comunicare trimestralmente all'autorità nazionale competente informazioni aggregate sulle operazioni internalizzate a partire dal 1° luglio 2019. Le autorità italiane competenti sono la Consob e la Banca d'Italia. Al fine di ridurre l'onere in capo agli internalizzatori di regolamento, le due Autorità hanno concordato che le comunicazioni andranno inviate soltanto alla Consob, che le trasmetterà alla Banca d'Italia e, come previsto dal CSDR, all'ESMA. Nel 2019, proseguirà lo sviluppo del sistema informatico per la ricezione dei dati dagli internalizzatori di regolamento e verranno promosse iniziative di *education* per il corretto adempimento del nuovo obbligo.

Con riferimento alle attività in applicazione di EMIR, nel mese di maggio 2018 la Cassa di compensazione e garanzia, autorizzata nel maggio 2014 a prestare servizi di *clearing* ai sensi di EMIR, è stata sottoposta

all'annuale riesame delle disposizioni, strategie e procedure da parte di Consob e Banca d'Italia. Le valutazioni effettuate non hanno rilevato criticità e sono state, come di consueto, condivise con i collegi delle controparti centrali europee cui Consob partecipa.

Nel 2019 è previsto il rafforzamento della vigilanza sui rischi cui sono sottoposte le controparti centrali, anche alla luce della pubblicazione a dicembre 2018 delle linee-guida ESMA sulle misure previste da EMIR e sui relativi standard tecnici in tema di anti-prociclicità dei margini delle controparti centrali.

Il 2 febbraio 2018 l'ESMA ha pubblicato il rapporto finale sull'esercizio di *stress test* condotto periodicamente, con il supporto delle autorità nazionali competenti, ai sensi di EMIR, per valutare la resilienza delle controparti centrali in scenari di forte stress. I risultati evidenziano che in generale le CCP europee sono dotate di risorse sufficienti per gestire adeguatamente i rischi di credito e liquidità a cui sono esposte.

In materia di trasparenza informativa, la Consob è intervenuta su più fronti. L'Istituto ha riconosciuto l'equivalenza, rispetto alle disposizioni in tema di raccomandazioni di investimento del Regolamento (UE) n. 596/2014 (MAR), della nuova Carta dei doveri dell'informazione economica e finanziaria approvata dal Consiglio nazionale dell'ordine dei giornalisti nel corso del 2018, concernente, tra le altre cose, la verifica delle fonti da parte di giornalisti e gli obblighi cui un giornalista è tenuto qualora pubblichi articoli contenenti raccomandazioni di investimento elaborate dallo stesso giornalista o da terzi (per ulteriori dettagli si veda il riquadro 'La Carta dei doveri dell'informazione economica e finanziaria').

Sempre con riferimento alle raccomandazioni di investimento e alla luce delle relative linee-guida pubblicate a ottobre 2017, è stata intensificata la vigilanza sul rispetto degli obblighi introdotti da MAR in materia di *fair presentation* e *disclosure* dei conflitti di interessi.

Tra gli aspetti su cui si è incentrata l'attività di vigilanza vi sono la produzione e diffusione di ricerche da parte dei cosiddetti *expert* e la *disclosure* dei conflitti di interesse nell'ambito della diffusione di raccomandazioni di investimento sotto forma di *trading ideas* o di *sales notes* da parte degli intermediari abilitati. In tali ambiti è stato anche intensificato il monitoraggio su *social network*, *forum* e altre fonti di informazione finanziaria *online*.

A marzo 2019, infine, la Consob ha fornito orientamenti in materia di trasparenza del processo di valutazione e misurazione dei rischi a livello di singola banca (*supervisory review and evaluation process*; SREP). Poiché le risultanze degli *stress test* possono assumere le caratteristiche di informazioni privilegiate, al fine di garantire il pieno rispetto della disciplina MAR e tutelare l'integrità del mercato, l'Istituto ha emanato una raccomandazione sia per allertare l'attenzione del settore bancario sulle disposizioni in materia di comunicazione al pubblico di informazioni

privilegiate, sia per fornire indirizzi applicativi sull'informativa da rendere nei prospetti e nelle rendicontazioni finanziarie periodiche.

Per aumentare la fruibilità dell'informativa diretta al pubblico, nel corso del 2019 saranno intensificate le iniziative di *education* destinate ai soggetti che possono dare un contributo in tal senso; nella medesima ottica, si valuterà la definizione di standard di comunicazione delle informazioni finanziarie diffuse tramite la sezione di *investor relations* dei siti internet delle società quotate.

È altresì in corso l'elaborazione di linee-guida dedicate alle PMI per la gestione semplificata di informazioni privilegiate, comunicazioni al pubblico e rapporti con analisti finanziari e agenzie di rating.

2 Gli emittenti

2.1 L'informativa finanziaria

In linea con gli obiettivi strategici individuati per il triennio 2016-2018, nel corso dell'anno l'Istituto si è adoperato per promuovere la diversificazione delle fonti di finanziamento, al fine di accrescere le opportunità di raccolta per le imprese (con particolare attenzione alla quotazione delle piccole e medie imprese - PMI) attraverso la ridefinizione del quadro regolamentare di riferimento.

In particolare, la Commissione è intervenuta sul quadro normativo relativo all'ammissione al mercato regolamentato. A seguito dell'introduzione nel Tuf della distinzione fra una prima fase di ammissione alla quotazione e una seconda fase di ammissione alle negoziazioni, sono state opportunamente adeguate le relative disposizioni del Regolamento Emittenti (le conseguenti modifiche al Regolamento di Borsa Italiana decorrono dal 2 maggio 2018; per ulteriori dettagli si veda il Riquadro 'Ammissione a quotazione e ammissione alle negoziazioni').

Tali interventi, unitamente ad altre iniziative di carattere procedurale e fiscale avviate con il coinvolgimento dei diversi attori competenti, hanno creato i presupposti per agevolare l'accesso al mercato da parte delle PMI, anche se la congiuntura avversa non ha favorito il raggiungimento dei risultati sperati.

Tutti i prospetti di prima ammissione a quotazione approvati dalla Consob nel corso del 2018, infatti, hanno riguardato PMI che, ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. *w-quater.1)* del Tuf, sono società con un fatturato, risultante dall'ultimo bilancio approvato, inferiore a 300 milioni di euro. Delle 12 PMI che hanno tentato l'ammissione a quotazione, dieci hanno concluso favorevolmente il processo di apertura al mercato.

L'obiettivo strategico di favorire la crescita sostenibile del mercato dei capitali è stato perseguito anche mediante la partecipazione attiva ai

tavoli internazionali dedicati alla definizione della nuova disciplina europea sui prospetti di cui al Regolamento Prospetto, sostitutivo della precedente Direttiva 2003/71/CE. In tale ambito, l'Istituto ha contribuito alla semplificazione e all'aggiornamento della disciplina del prospetto e a favorirne l'adattamento alle specificità del mercato italiano.

Il nuovo Regolamento europeo, che troverà piena applicazione a partire dal 21 luglio 2019, prevede una semplificazione degli schemi di prospetto e una disciplina specifica per i prospetti UE per la crescita (*SME growth markets*). Entro il 1° luglio 2019 entrerà in vigore, inoltre, il Regolamento delegato UE integrativo del citato Regolamento Prospetto, che prescrive taluni criteri di scrutinio (controllo della completezza, comprensibilità e coerenza delle informazioni contenute nel prospetto) per la vigilanza sull'applicazione dei nuovi schemi di prospetto.

Sulla base della dinamica delle ammissioni a quotazione registrata nel 2018, si suppone che anche nel 2019 l'attività di vigilanza sulle prime ammissioni a quotazione sarà esercitata essenzialmente sui passaggi dall'AIM Italia all'MTA. Inoltre, la vigilanza informativa sui prospetti *equity*, oltre a tenere conto del nuovo quadro normativo in materia di prospetto, sarà focalizzata su varie aree relative a emittenti quotati e non.

Con riguardo agli emittenti quotati, si presterà attenzione alle operazioni di rafforzamento patrimoniale nelle quali l'aumento di capitale è parte essenziale di più ampie operazioni di risanamento aziendale, a fronte di un perdurante quadro di contrazione del credito bancario a favore delle imprese. In secondo luogo, la vigilanza guarderà alle operazioni di integrazione aziendale finalizzate al miglioramento del posizionamento competitivo in settori di mercato maturo o, comunque, al contrasto del deterioramento dei margini reddituali. Inoltre, si monitorerà il miglioramento della *disclosure* dei fattori di rischio nei prospetti alla luce delle nuove indicazioni normative e delle emanande linee-guida ESMA.

Con riguardo agli intermediari bancari non quotati, nel 2019, l'Istituto continuerà inoltre a dedicare particolare attenzione alle relative operazioni di patrimonializzazione, in considerazione del permanere delle tensioni che interessano il sistema bancario e dell'evoluzione del quadro normativo di riferimento.

Per quanto concerne l'emissione di strumenti finanziari comunitari *non-equity* da parte di emittenti bancari, nel corso del 2018 sono proseguite le verifiche di completezza delle informazioni rese nel prospetto in ordine alle principali risultanze, ove disponibili, del processo annuale di revisione e valutazione prudenziale (*supervisory review and evaluation process, SREP*) condotto dalle competenti autorità di vigilanza.

Analoga attività ha riguardato le informazioni rese nel prospetto dagli emittenti in merito al processo e agli impatti attesi dalla prima adozione di principi contabili internazionali. Sono, inoltre, continuate le verifiche della conformità dell'informativa resa rispetto alla Raccomandazione 0096857 del 28 ottobre 2016, recante linee-guida per la rappresentazione nel prospetto di specifiche avvertenze per l'investitore.

Nel 2019, la vigilanza sugli strumenti finanziari *non-equity* di emittenti bancari verrà condotta in modo da favorire il processo di transizione verso la nuova cornice normativa di riferimento recata dal Regolamento Prospetto e dal relativo Regolamento delegato.

Un ruolo centrale nei controlli sull'informativa finanziaria fornita dalle società quotate è rappresentato dalla selezione delle società da sottoporre a vigilanza ai sensi dell'art. 89-*quater* del Regolamento Emittenti e in conformità con le indicazioni in materia di *enforcement* che l'ESMA fornisce per garantire un approccio uniforme nell'attività degli *enforcers* nazionali.

Nel 2018, al fine di rendere più efficiente e tempestiva l'azione di vigilanza, la Commissione ha anticipato la prima delle due consuete fasi di selezione delle società da sottoporre a vigilanza, pur nel rispetto del vincolo di determinazione annuale richiesto dal comma 2 dell'art. 89-*quater*, completando i parametri utilizzati nella prima fase di selezione con la delibera del 30 ottobre 2018, pubblicata in corrispondenza della seconda fase di selezione.

Tenuto conto delle aree tematiche (*European common enforcement priorities*, ECEP) identificate dall'ESMA come aspetti prioritari da considerare nella redazione dei bilanci delle società quotate, sono stati esaminati i seguenti fattori di rischio degli emittenti non finanziari: i) impatti derivanti dall'applicazione di nuovi principi contabili e relativa *disclosure*, con particolare riferimento all'IFRS 15 'Revenue from Contracts with Customers'; ii) corretta applicazione dell'IFRS 3 in materia di *business combination*; iii) criticità nell'andamento economico-finanziario e nella solvibilità finanziaria.

Nel 2018, inoltre, anche in linea con gli obiettivi individuati nel Piano strategico 2016-2018, l'attività di monitoraggio si è focalizzata su alcune aree di bilancio connotate da maggiori criticità, tenuto anche conto delle peculiarità dei settori analizzati, nonché su alcuni emittenti bancari e assicurativi che presentavano specifici profili di attenzione, in particolare per quanto concerne l'alta incidenza nel loro bilancio dei *non performing loans* (NPLs) o per i significativi impatti che potevano loro derivare dall'introduzione dell'IFRS 9.

La Consob, con delibera 20686 del 9 novembre 2018 ha modificato il Regolamento Emittenti esercitando la facoltà, concessa agli Stati nazionali dal Regolamento Prospetto, di esentare dalla pubblicazione di un prospetto le offerte con valore compreso tra uno e otto milioni di euro e innalzando la soglia di esenzione da cinque a otto milioni di euro.

La decisione deriva da una valutazione di opportunità che tiene conto del fatto che la nuova soglia non costituisce un cambiamento significativo del *target* dell'esenzione. È stato peraltro considerato che la MiFID II prevede nuovi presidi a tutela degli investitori *retail* in materia di trasparenza dei mercati finanziari e obblighi di *governance* dei prodotti finanziari, con i quali si anticipa la tutela dell'investitore finale al momento della genesi del prodotto, e che le nuove disposizioni del Regolamento Prospetto mantengono comunque ferme le previsioni che attengono ai poteri sanzionatori e di vigilanza delle autorità competenti.

Contestualmente, sono stati integrati gli obblighi di informativa che le società quotate devono adempiere in sede di pubblicazione della relazione informativa all'assemblea in occasione di operazioni di emissione a pagamento di titoli di capitale mediante offerta al pubblico per un importo inferiore alla nuova soglia di esenzione.

2.2 L'informativa non finanziaria

Nel corso del 2018, per effetto del recepimento, con il d.lgs. 254/2016, della Direttiva 2014/95/UE, recante modifica della Direttiva 2013/34/UE sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e sulla diversità, 210 società italiane, di cui 151 quotate, hanno pubblicato la Dichiarazione non finanziaria (DNF), in alcuni casi anche attraverso un Report integrato che presenta informazioni finanziarie e non finanziarie.

I temi rilevanti su cui rendicontare sono stati individuati quasi sempre attraverso l'analisi di materialità, che ha tenuto conto in prevalenza della valutazione fatta dagli organi interni ovvero (44 casi) anche dagli *stakeholders* esterni.

Tra le società quotate, 45 emittenti hanno istituito un comitato di sostenibilità, che nella maggior parte dei casi coincide con altri comitati endoconsiliari (38 casi).

Al fine di monitorare le modalità di prima applicazione del decreto nonché del Regolamento di attuazione approvato dalla Consob con delibera 20267 del 18 gennaio 2018, è stata effettuata un'analisi sulle DNF pubblicate dalla quale è emerso che le società di revisione nella totalità dei casi hanno rilasciato, ai sensi dell'art. 5 del Regolamento, attestazioni nella forma di *'limited assurance'* in merito alla redazione delle DNF in conformità a quanto richiesto dagli articoli 3 e 4 del decreto e dallo standard di rendicontazione di riferimento.

Il 1° gennaio 2019 è entrata in vigore la modifica dell'art. 3, comma 1 del d.lgs. 254/2016 (effettuata dall'art. 1, comma 1073, della legge 30 dicembre 2018, n. 145 - Legge di bilancio 2019), con la quale si precisa che la dichiarazione non finanziaria nel descrivere *«i principali rischi connessi ai suddetti temi e che derivano dalle attività dell'impresa, dai suoi prodotti, servizi o rapporti commerciali, incluse, ove rilevanti, le catene di fornitura e subappalto»*, deve indicare anche *«le modalità di gestione degli stessi [rischi] generati o subiti»*. Ai sensi della norma sopra citata, il 28 febbraio 2019 la Consob ha richiamato l'attenzione dei destinatari della disciplina sulla necessità di fornire nelle DNF che saranno pubblicate nel corso del 2019, unitamente all'informativa sui suddetti principali rischi, anche informazioni sulle modalità di gestione dei rischi medesimi.

2.3 Le offerte pubbliche di acquisto e scambio

Il 2018 è stato caratterizzato da una elevata operatività di mercato in materia di offerte pubbliche di acquisto/scambio, con rilevante incremento della dimensione delle singole operazioni. A conferma della tendenza, nei primi mesi del 2019 sono già state annunciate otto nuove operazioni.

In particolare, si è registrata un'ulteriore, significativa, accelerazione del trend di crescita delle operazioni direttamente finalizzate o comunque associate al *delisting* dei titoli azionari oggetto di offerta.

Non solo, infatti, nel corso del 2018 tre quarti delle offerte su azioni hanno presentato la revoca dalla quotazione tra i programmi futuri dell'offerente, ma si è riscontrato, inoltre, un sensibile aumento della dimensione delle società coinvolte: quattro degli emittenti oggetto di Opa presentavano una capitalizzazione di mercato superiore al miliardo di euro (tra questi Luxottica, quarta società per capitalizzazione dell'MTA). Queste evidenze, in parte attribuibili all'andamento negativo dei mercati nel secondo semestre dell'anno, richiedono riflessioni su potenziali rischi di impoverimento quali-quantitativo della borsa domestica.

Una seconda tendenza rafforzatasi negli ultimi mesi riguarda l'operatività sull'AIM.

Nel corso del 2018, sono state promosse, al pari dell'anno precedente, due offerte su titoli negoziati sull'AIM. Ulteriori tre offerte sono state annunciate nei primi mesi del 2019. Questa dinamica di 'uscita' dal mercato, se vista come complementare al consistente flusso di accessi degli ultimi anni, testimonia un'ulteriore fase di maturazione di tale sede di negoziazione, centro di un'operatività sempre più ampia e completa da parte degli operatori finanziari. Al tempo stesso, tuttavia, si deve notare che ben sei delle richiamate sette operazioni prevedevano un obiettivo di *delisting*. La circostanza che il percorso di crescita di alcune tra le aziende più mature e strutturate dell'AIM sia realizzato attraverso il ritorno allo *status di private company* (a fronte del passaggio al mercato ufficiale nel 2018 di sei società negoziate sull'AIM), impone riflessioni sulla capacità dell'AIM di svolgere pienamente quella funzione di 'acclimatamento alla borsa' che dovrebbe valorizzarlo come volano di sviluppo del mercato dei capitali domestici.

Nel corso del 2018 e nei primi mesi del 2019, inoltre, l'accresciuta complessità della struttura delle offerte (e delle operazioni di finanza straordinaria che ne hanno costituito il presupposto) ha richiesto un'intensificazione dell'attività di vigilanza della Consob.

Specifica attenzione è stata dedicata ai sempre più frequenti casi di Opa obbligatoria con reinvestimento (nell'offerente) da parte dei soci venditori, al fine di attestare la compatibilità degli schemi contrattuali proposti alle previsioni poste a tutela della parità di trattamento degli azionisti interessati.

2.4 La *corporate governance* e il controllo societario

In linea con le attività di vigilanza in materia di *corporate governance* programmate per il 2018, la Consob ha proseguito il monitoraggio sull'informativa preassembleare resa in occasione delle più rilevanti deliberazioni, quali la nomina degli organi sociali e le operazioni straordinarie poste all'esame dei soci, sulla struttura e funzionamento del sistema di governo societario degli emittenti, sulla sussistenza del requisito di indipendenza in capo a sindaci e ad amministratori che ne hanno dichiarato il possesso e sulla gestione dei possibili conflitti di interesse anche nell'ambito di operazioni con parti correlate.

In tale ambito si è registrato l'attivismo dei soci di minoranza qualificata di alcune società quotate sui temi della *corporate governance*, che hanno dimostrato di voler svolgere un attivo ruolo di partecipazione alla vita delle società tramite la rappresentanza nell'organo amministrativo e l'attento esame del *management* e delle sue decisioni.

Inoltre, a seguito di profondi mutamenti degli assetti partecipativi conseguenti all'esecuzione di aumenti di capitale fortemente diluitivi realizzati da società bancarie nei primi mesi del 2018, si sono verificate convocazioni di assemblee su istanza dei soci volte alla revoca del consiglio di amministrazione in carica con contestuale rinnovo della composizione dello stesso al fine di rendere tale organo rappresentativo del nuovo assetto azionario.

Su questi temi, la Consob ha monitorato la dialettica tra azionisti e società, verificando 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.

La vigilanza in materia di *governance* – avviata anche sulla base delle interlocuzioni con amministratori indipendenti e con il collegio sindacale – ha avuto ad oggetto altresì la tempestività, la congruità e la completezza dei flussi informativi in seno al consiglio di amministrazione e verso i comitati.

In continuità con le evidenze emerse negli anni precedenti, le istruttorie svolte nel 2018 sulla concreta valutazione dell'indipendenza, anche in emittenti a elevata capitalizzazione, hanno dimostrato l'esistenza di significative aree di miglioramento con riferimento alla presenza di relazioni tra consiglieri qualificatisi indipendenti e azionisti di controllo, che non sono state opportunamente portate all'attenzione del consiglio di amministrazione.

Ciò è emerso, in particolare, nel corso delle istruttorie di Ipo ove sono stati frequenti i casi di inadeguata valutazione delle relazioni professionali o patrimoniali intercorrenti (o intercorse) tra i consiglieri e/o i sindaci di società in corso di quotazione e la società e/o l'azionista di controllo. In tali occasioni sono state verificate le relazioni in essere o pregresse, e sono state segnalate le connesse criticità; è stata inoltre svolta un'attività di *moral suasion* finalizzata a una corretta

qualificazione e composizione degli organi sociali anche al fine di evitare, con riferimento all'organo di controllo, eventuali provvedimenti di decadenza successivi alla quotazione.

Anche nel 2019 l'attività di vigilanza si focalizzerà sul monitoraggio dell'indipendenza degli amministratori qualificati come tali e dei sindaci, al fine di verificare la completezza e la correttezza delle relative valutazioni.

Nel corso del 2018 è proseguita la verifica dell'adeguatezza delle procedure delle società quotate facenti ricorso a strumenti di separazione tra proprietà e controllo e degli emittenti di recente quotazione. In particolare, la verifica sull'applicazione in concreto della disciplina in materia di operazioni con parti correlate è stata svolta mediante l'interlocuzione con le società, con i comitati per le operazioni con parti correlate e con i collegi sindacali.

In tale contesto i consiglieri di amministrazione indipendenti sono stati sensibilizzati a svolgere un ruolo proattivo nell'acquisizione di ogni informazione necessaria a una compiuta valutazione dell'operazione. Analogamente, in un'ottica di vigilanza preventiva, è stato attivato un dialogo con gli emittenti interessati nel corso del 2018 da mutamenti degli assetti azionari per la qualifica quali parti correlate dei nuovi azionisti rilevanti.

Su tutte le aree del governo societario, si è intensificato lo svolgimento di audizioni degli esponenti aziendali e il coinvolgimento degli amministratori indipendenti in considerazione del ruolo di monitoraggio e garanzia a essi attribuito nell'ambito del *board* e tramite la partecipazione ai comitati endoconsiliari previsti dal Codice di autodisciplina.

Come nell'anno precedente, l'attività di vigilanza è stata svolta mediante l'invio di richieste informative recanti richiami di attenzione in ordine alla corretta applicazione della disciplina. Tali richiami rappresentano uno strumento di *moral suasion* utilizzato sempre più di frequente per assicurare *ex ante* l'adozione di comportamenti più in linea con lo spirito e la lettera delle norme e delle *best practices* in materia di *governance* societaria.

Sempre in chiave preventiva, la Consob ha intrattenuto un dialogo costante con gli organi di controllo per verificarne lo svolgimento dei compiti di vigilanza, al fine di una tempestiva rilevazione di criticità o di aree di miglioramento nella *governance* degli emittenti. Anche per il 2018 si conferma il trend di uno svolgimento più consapevole ed efficace dei compiti di vigilanza del collegio sindacale.

Nella stagione assembleare 2018 si è ulteriormente intensificato l'attivismo degli investitori istituzionali. Come si evince dall'ultimo Rapporto Consob sulla *corporate governance*, la stagione assembleare 2018 delle 100 società quotate a più elevata capitalizzazione ha registrato i valori massimi di partecipazione alle assemblee negli ultimi sette anni. In particolare, è intervenuto in media il 72,6 per cento del capitale sociale, mentre gli investitori istituzionali hanno rappresentato oltre il 21 per cento del capitale intervenuto. La partecipazione degli istituzionali, importante fattore di

impulso a miglioramenti della *governance* delle imprese, ha portato a un maggior *focus* sulle tematiche di sostenibilità, anche in connessione con la prima applicazione delle nuove norme in materia di trasparenza delle informazioni di carattere non finanziario del d.lgs. 254/2016, il cui corretto adempimento costituisce una scelta strategica per accrescere la competitività dell'emittente e creare valore nel medio e lungo periodo.

Il corretto adempimento degli obblighi previsti da tale disciplina sarà oggetto di attento monitoraggio nel corso del 2019. Sempre in una visione trasversale della sostenibilità che informi tanto l'attività quanto la struttura organizzativa e il sistema di controllo e di gestione dei rischi della società, si manterrà un dialogo costante con l'organo di controllo nella fase di iniziale applicazione dei nuovi compiti di vigilanza allo stesso attribuiti in materia.

2.5 Le società di revisione

L'attività di vigilanza sui revisori legali ha risentito anche nel 2018 della maggiore armonizzazione richiesta dalla riforma europea della disciplina della revisione legale, che rende necessario fornire agli operatori del settore chiarimenti interpretativi per garantire un approccio applicativo omogeneo.

L'applicazione della nuova disciplina ha inoltre comportato la costante partecipazione alle attività sviluppate a livello europeo dal CEAOB (Committee of European Audit Oversight Body), che ha il ruolo di agevolare lo scambio di informazioni e la cooperazione tra le autorità di supervisione europee. Le attività del CEAOB sono distinte nelle seguenti aree tematiche: *enforcement*, monitoraggio del mercato, standard internazionali e controlli di qualità sui revisori di EIP. Con riguardo a ciascuna area sono stati istituiti sottogruppi di lavoro permanenti, cui la Consob partecipa (per ulteriori dettagli si veda il successivo Capitolo IX 'Le attività di supporto e la cooperazione internazionale', Parte B).

Particolarmente intensa è anche l'attività dei 'Collegi di autorità competenti', la cui istituzione è stata prevista dal Regolamento (UE) 537/2014 e ai quali l'Istituto 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.

Nel corso del 2018 il CEAOB ha dedicato particolare attenzione all'espletamento delle attività di monitoraggio sugli sviluppi del mercato dei servizi di revisione legale. In tale ambito la Consob, unitamente alle autorità competenti degli altri paesi dell'Unione, è chiamata a monitorare lo svolgimento dei compiti e i risultati conseguiti dai comitati per il controllo interno e la revisione contabile (*audit committees*) degli Enti di interesse pubblico (EIP), il cui ruolo è stato rafforzato dalla recente riforma della normativa europea sulla revisione legale dei conti. Le nuove norme conferiscono agli *audit committees* specifici compiti, quali ad esempio l'assunzione della responsabilità nelle procedure di nomina del revisore e il

monitoraggio del processo di revisione legale, nonché dell'indipendenza del revisore anche attraverso l'approvazione preventiva di servizi *non-audit*.

Nel corso del 2018, al fine di facilitare la comprensione delle modalità operative degli *audit committees*, il CEAOB ha elaborato un questionario volto a uniformare e a rendere più agevole il processo di raccolta delle informazioni presso gli stessi *audit committees* (per ulteriori dettagli si veda il successivo Capitolo II 'La vigilanza su emittenti e società di revisione', Parte B).

Nel mese di gennaio 2019 il questionario, tradotto in lingua italiana, è stato inviato dalla Consob a un campione di *audit committees* di EIP. Le informazioni ottenute verranno utilizzate dall'Istituto, in forma anonima e aggregata, per predisporre la relazione sugli sviluppi nel mercato della revisione legale per gli EIP, ai sensi dell'art. 27.2 del Regolamento (UE) n. 537/2014, da trasmettere alla Commissione europea. Il questionario è stato inoltre pubblicato nel sito internet dell'Istituto, in quanto può rappresentare un utile strumento di autovalutazione per gli *audit committees*. Un ulteriore riferimento per le attività degli *audit committees* è rappresentato dalle linee-guida '*IOSCO Report on Good Practices for Audit Committees in Supporting Audit Quality*', pubblicate dalla IOSCO il 17 gennaio 2019.

In considerazione della rilevanza attribuita in sede europea all'attività di revisione legale e ai controlli sulla stessa, allo scopo di incrementare la fiducia del pubblico nell'informazione finanziaria, la Consob ha rappresentato, nell'ambito della riunione plenaria del CEAOB tenutasi il 4 marzo 2019, le proprie linee programmatiche per l'attività di vigilanza, da perseguire attraverso un incremento dei controlli di qualità sulle società di revisione e la prosecuzione delle iniziative di sensibilizzazione degli *audit committees* in merito allo svolgimento delle nuove funzioni a essi attribuite dall'*audit reform* europea.

Nell'ambito delle decisioni attinenti all'assetto organizzativo interno, infine, la Commissione ha modificato le competenze assegnate alla Divisione Corporate Governance/Ufficio Vigilanza Revisori Legali, attribuendo al suddetto Ufficio la competenza diretta relativa allo svolgimento delle ispezioni concernenti i controlli di qualità sull'attività di revisione legale.

3 Gli intermediari

Nel corso del 2018, in considerazione dell'entrata in vigore della MiFID II, è stato avviato un monitoraggio sulle modalità di adeguamento al nuovo quadro normativo da parte di intermediari bancari, intermediari-rete, Sim e imprese di investimento UE con succursale in Italia.

Nell'ambito di tale processo, nel marzo del 2018 sono state richieste, con comunicazione della Commissione, informazioni sulle misure adottate da ciascun intermediario. Inoltre, sono stati organizzati incontri con i principali operatori bancari nazionali selezionati secondo un approccio *risk based*.

Con particolare riferimento alle misure di *product governance*, è stato richiesto agli intermediari di verificare la coerenza dei prodotti finanziari con le caratteristiche e le esigenze della clientela *target* già dal momento della progettazione e prima della loro distribuzione. Sono state altresì oggetto di analisi la trasparenza informativa relativa a costi e oneri dei prodotti e dei servizi di investimento applicati dagli intermediari, la valutazione di adeguatezza e appropriatezza, l'*execution only*, la consulenza in materia di investimenti, i requisiti di conoscenza ed esperienza del personale, gli incentivi, i conflitti di interesse, la *best execution* e le pratiche di vendita abbinata. Ad esito delle analisi e degli approfondimenti svolti, sono stati individuati profili meritevoli di ulteriori miglioramenti e/o chiarimenti.

Il 28 febbraio 2019 la Consob ha emesso un richiamo di attenzione in merito alla nuova disciplina di trasparenza *ex ante* ed *ex post* dei costi e degli oneri connessi alla prestazione di servizi di investimento.

Nel richiamo di attenzione, la Commissione ha evidenziato che tali disposizioni si applicano in modo incondizionato, chiaro ed esplicito, sin dall'entrata in vigore della MiFID II, al fine di assicurare ai clienti informazioni idonee a condurre scelte di investimento consapevoli, anche in un'ottica di confronto fra servizi e strumenti finanziari. Nel medesimo richiamo è stata sottolineata l'importanza per gli intermediari distributori di interfacciarsi con i produttori per acquisire le informazioni necessarie ad adempiere agli obblighi di *disclosure* dei costi del prodotto ed è stato chiarito esplicitamente che, in assenza di informazioni adeguate, i distributori dovrebbero astenersi dall'inserire i prodotti nella propria gamma. È stato rimarcato, inoltre, che le informazioni *ex ante* su costi e oneri devono essere rese in tempo utile prima della prestazione del servizio, mentre quelle *ex post* – rendicontate su base periodica almeno annuale – vanno trasmesse il prima possibile dopo la fine del periodo di riferimento. Da ultimo è stato rammentato l'obbligo per gli intermediari di informare la Consob, nell'ambito delle comunicazioni periodiche, sulle modalità adottate per conformarsi alla normativa e sugli esiti dei controlli svolti dalla funzione di *compliance*.

Nel 2019 proseguirà il processo di monitoraggio sulle modifiche procedurali realizzate da parte del sistema bancario e, in particolare, da parte degli intermediari di maggiori dimensioni, al fine di assicurare la conformità al nuovo quadro derivante dall'entrata in vigore della MiFID II.

In continuità con le iniziative svolte nel 2018, l'attività di vigilanza si focalizzerà sulla definizione degli assetti procedurali in tema di *product governance*, valutazione di adeguatezza e obblighi di comunicazione alla clientela (tra cui, integrazione delle informazioni dal cliente, nuovi obblighi di informazione *pre-contrattuale*, *disclosure* in tema di costi e oneri). L'attività potrà comportare, in un'ottica di progressiva focalizzazione degli aspetti di maggiore criticità, anche lo svolgimento di verifiche ispettive mirate.

Il 7 gennaio 2019, la Consob ha avviato una consultazione pubblica, conclusasi il successivo 22 gennaio, relativa alle misure da adottare in

materia di offerta agli investitori al dettaglio di opzioni binarie e di contratti per differenza (Cfd). Ciò al fine di introdurre in Italia in via permanente (ai sensi della MiFID II e dell'articolo 42 del regolamento MiFIR) le misure d'intervento già adottate dall'ESMA nel corso del 2018 (si veda il precedente Capitolo II 'L'evoluzione del quadro normativo e regolamentare').

Dall'esame delle risposte ricevute in esito alla consultazione è emersa una generale condivisione dell'iniziativa prospettata e un particolare apprezzamento per la scelta di adottare misure analoghe a quelle dell'ESMA.

Un partecipante alla consultazione ha suggerito di integrare le misure nazionali tramite la previsione di un obbligo, in capo ai Cfd *providers*, di prestare il servizio di consulenza nei confronti della clientela di tipo *retail*. Sono stati, inoltre, evidenziati i rischi di arbitraggio regolamentare connessi alla vigenza di misure restrittive esclusivamente sul territorio dell'Unione, come avvalorati dalla circostanza che alcuni investitori operativi in Cfd e opzioni binarie hanno proceduto a trasferire la propria liquidità presso operatori extra-UE.

L'adozione delle citate misure domestiche non è ancora intervenuta, anche in considerazione degli ulteriori rinnovi dei provvedimenti temporanei dell'ESMA: il 19 dicembre 2018, l'Autorità ha infatti rinnovato il divieto relativo ai Cfd per un periodo di tre mesi, con decorrenza dal 1° febbraio 2019, mentre il 18 febbraio 2019 ha ulteriormente rinnovato il divieto relativo alle opzioni binarie per un periodo di tre mesi, con decorrenza dal 2 aprile 2019. Alcune comunicazioni Consob avevano peraltro anticipato gli sviluppi europei: nel 2009, la Commissione aveva pubblicato una comunicazione sul dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi (comunicazione 9019104 del 2 marzo 2009); nel dicembre 2014, si era occupata di distribuzione di prodotti finanziari complessi ai clienti *retail* (comunicazione 0097996 del 22 dicembre 2014); nel mese di febbraio 2017, infine, era intervenuta con una comunicazione a tutela degli investitori italiani riferita ai rischi connessi all'investimento in Cfd, *rolling spot forex* e opzioni binarie.

Di seguito, si riportano i dettagli delle specifiche iniziative avviate nei confronti delle varie categorie di operatori.

3.1 Gli intermediari bancari autorizzati alla prestazione di servizi di investimento

Nel 2018, in continuità con l'anno precedente, è stata effettuata una verifica a campione (*risk based*) sulle modalità operative adottate dagli intermediari bancari nella prestazione dei servizi di investimento, concernenti, in particolare, i processi aziendali di *self placement*, la gestione dei conflitti di interessi determinati dalla ricorrenza del ruolo di emittente e di distributore in capo ai soggetti bancari, l'operatività da parte degli emittenti bancari con titoli diffusi nonché la gestione del rischio di concentrazione dei titoli propri nei portafogli dei clienti.

Nel novembre 2018, in considerazione di un'aumentata volatilità del mercato, delle risultanze del processo di *stress test* e del *supervisory review and evaluation process* (SREP) per l'anno 2018 nonché degli effetti della prossima attivazione del *minimum requirement for own funds and eligible liabilities* (MREL), è stata inviata una lettera di richiamo a tutte le banche autorizzate alla prestazione dei servizi di investimento. Gli operatori sono stati richiamati alla puntuale applicazione, nello svolgimento dell'attività di *self placement*, dei presidi previsti dalla disciplina in materia di servizi di investimento come rafforzati dalla MiFID II.

Al fine di monitorare le esigenze di *funding* delle banche, ha inoltre preso avvio un'indagine sulle scadenze dei *bond* bancari detenuti dai clienti *retail*, che ha comportato anche incontri di coordinamento con la Banca d'Italia. Con particolare riferimento alla distribuzione di titoli propri alla clientela *retail* da parte delle banche e anche alla luce dell'analisi delle relative scadenze, nel 2019 continueranno le iniziative di vigilanza sia nei confronti di singoli operatori sia di carattere generale.

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

Nel corso del 2018, è proseguita, secondo un approccio *risk based*, l'attività di monitoraggio nei confronti di Sim e imprese di investimento UE con succursale in Italia, con l'obiettivo di verificare i processi operativi e individuare potenziali rischi di comportamenti non conformi nella relazione con la clientela, anche in considerazione della transizione al nuovo quadro normativo in atto. Tale attività verrà riproposta anche nel 2019.

La vigilanza si è focalizzata in particolare sulla verifica dei presidi operativi e procedurali predisposti dagli intermediari al fine di uniformarsi alla normativa di recepimento della MiFID II. Al riguardo, è stata avviata una vigilanza di tipo cartolare nei confronti di taluni soggetti per i quali, ad esito delle analisi e degli approfondimenti svolti, sono stati individuati profili meritevoli di ulteriori miglioramenti e/o chiarimenti.

Nel corso dell'anno è stata effettuata, per conto dell'ESMA, un'indagine sui piani che le imprese di investimento di diritto inglese con succursale nel territorio italiano hanno adottato o intendono adottare per la riallocazione della loro attività in vista della Brexit.

Ad esito di tale indagine è emerso che la maggior parte (oltre il 75 per cento) delle 52 imprese interessate ha previsto, anche a livello di gruppo, la continuazione dell'attività in Italia in regime di passaporto europeo, attraverso un'impresa stabilita in un altro paese UE (di nuova costituzione o già esistente); in taluni casi, è stata pianificata la riallocazione dell'attività in Italia attraverso un intermediario italiano di nuova costituzione (per ulteriori dettagli si veda il precedente Capitolo III 'Le misure in vista della Brexit').

Per quanto riguarda i gestori di portali di *equity crowdfunding*, nel corso del 2018, a fronte del costante incremento del numero dei gestori iscritti, delle campagne svolte e dell'ammontare totale di capitale raccolto, l'attività di vigilanza si è incentrata sui profili relativi al rispetto da parte dei gestori degli specifici obblighi informativi e di condotta nei confronti della clientela, previsti dal Regolamento Consob 18592 del 26 giugno 2013, così come successivamente modificato e integrato.

Nel 2019 proseguirà il monitoraggio delle procedure adottate dai gestori per lo svolgimento dell'attività di raccolta di capitali di rischio per le PMI e la verifica degli assetti organizzativi e procedurali implementati al fine di adeguarsi alla normativa di settore. Sul punto, si evidenzia che la legge n. 145 del 30 dicembre 2018 (Legge di bilancio 2019) ha esteso l'ambito oggettivo di applicazione della materia, prevedendo per le piattaforme di *equity crowdfunding* la possibilità di raccogliere finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle PMI, sia pure da determinate categorie di investitori e nei limiti stabiliti dal codice civile.

3.3 Gli intermediari-rete e i consulenti finanziari

Nel 2018 l'Istituto è stato impegnato nell'attuazione della riforma in materia di vigilanza dei consulenti finanziari, delineata dall'art. 9, comma 1, lett. o), della Legge di delegazione europea 2014 e dall'art. 1, comma 36, della Legge di stabilità per il 2016, e recepita dal Regolamento Intermediari approvato con delibera 20307 del 15 febbraio 2018. La riforma ha previsto, tra l'altro, il trasferimento all'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei Consulenti Finanziari (Organismo od OCF) delle funzioni di controllo sui consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede prima attribuite alla Consob. Il decreto legge 16 ottobre 2017, n. 148 (convertito dalla legge n. 172 del 4 dicembre 2017), all'art. 13 aveva inoltre stabilito che le funzioni di cui all'articolo 1, comma 36, della Legge di stabilità 2016 sarebbero state esercitate dall'Organismo a decorrere dal 1° dicembre 2018.

In particolare, le modifiche apportate al Regolamento Intermediari sono state finalizzate a: i) ampliare il novero delle informazioni da rendere pubbliche concernenti i consulenti finanziari per facilitarne la reperibilità; ii) semplificare l'organizzazione della prova valutativa per l'iscrizione all'albo; iii) ampliare il novero delle comunicazioni che i consulenti finanziari sono tenuti a effettuare nei confronti dell'Organismo al fine di permettere allo stesso un esercizio più efficace e celere delle proprie attribuzioni; iv) riconoscere ai consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede la possibilità di conservare la documentazione afferente la loro attività tramite il ricorso a strumenti elettronici ed esonerare gli stessi consulenti dall'obbligo di conservazione in caso di documentazione prodotta in formato elettronico e conservata digitalmente dall'intermediario; v) prevedere la sanzione della radiazione

anche per i casi in cui il consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede comunichi false informazioni all'intermediario mandante o all'Organismo.

In ultimo, in data con delibera 20841 del 7 marzo 2019, la Commissione ha abrogato la delibera 17297 del 28 aprile 2010 nella parte relativa agli obblighi di comunicazione di cui all'allegato II.9, relativi alle informazioni concernenti i provvedimenti assunti in relazione alle irregolarità accertate nei confronti dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede nello svolgimento dell'attività di offerta fuori sede.

Al fine di dare attuazione all'impianto normativo così definito, nel 2018 la Consob ha posto in essere un'intensa attività di verifica degli aspetti organizzativo-statutari dell'Organismo per valutarne l'idoneità ad assumere le nuove funzioni. All'esito delle valutazioni svolte, il 28 giugno 2018 l'Istituto e l'Organismo hanno adottato un primo Protocollo d'intesa volto a disciplinare le modalità operative e i tempi di trasferimento delle funzioni dalla Consob all'Organismo. In pari data è stata anche adottata la delibera 20503, di avvio parziale di operatività dell'OCF a decorrere dal 2 luglio 2018. In data 10 agosto 2018 la Consob e l'OCF hanno sottoscritto un secondo Protocollo d'intesa, che ha disciplinato alcuni aspetti delle nuove funzioni di vigilanza che saranno svolte dall'Organismo. Infine, con delibera 20704 del 15 novembre 2018, la Consob ha stabilito l'avvio dell'operatività dell'Albo unico dei consulenti finanziari, suddiviso nelle tre sezioni dedicate rispettivamente ai consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, ai consulenti finanziari autonomi e alle società di consulenza finanziaria, nonché l'avvio definitivo di operatività dell'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo a partire dal 1° dicembre 2018. Da tale data l'Organismo può adottare le delibere di iscrizione nelle due nuove sezioni dell'albo dedicate ai consulenti finanziari autonomi e alle società di consulenza finanziaria ed esercitare tutti i poteri di vigilanza previsti dalla normativa di settore nei confronti dei soggetti iscritti nelle tre sezioni dell'albo.

Con l'avvio della piena operatività dell'Organismo, la Consob cessa la vigilanza diretta sui consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, svolgendo un controllo di secondo livello sugli stessi, sui consulenti finanziari autonomi e sulle società di consulenza finanziaria, tramite l'esercizio dell'attività di vigilanza sull'Organismo, comprensiva dei poteri informativi e ispettivi (a tal fine l'Istituto ha individuato i flussi informativi periodici e/o a evento che dovrà ricevere dall'OCF). La Consob ha invece conservato la potestà di vigilanza regolamentare in merito all'attività delle relative categorie professionali.

Nel corso del 2019 le analisi qualitative e quantitative sull'operatività dell'OCF nonché le informazioni acquisite sugli intermediari-rete saranno utilizzate per svolgere l'attività di vigilanza nei confronti dell'OCF e indirettamente dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede e degli intermediari-rete. Con riferimento a tali ultimi soggetti, nel corso del 2019 la vigilanza proseguirà a monitorare i presidi organizzativi e

procedurali implementati per controllare la rete di consulenti finanziari e per adeguarsi al processo interpretativo e applicativo della MiFID II da parte di Consob, ESMA e altre autorità europee.

3.4 Gli intermediari gestori

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

Con riferimento alla prestazione del servizio di gestione di portafogli, nel 2018 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, all'elevata concentrazione del portafoglio, all'investimento in strumenti finanziari caratterizzati da profili di potenziale complessità.

Sono state inoltre avviate iniziative di vigilanza, anche di natura ispettiva, orientate all'approfondimento delle attività di gestione e commercializzazione degli 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), che andrà rivalutata anche alla luce delle mutate caratteristiche della politica di investimento di tali prodotti di cui alla Legge di bilancio 2019.

In termini generali, anche per il 2019 la vigilanza sui gestori di Oicr 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.

Nell'ambito della vigilanza continuativa, si terrà conto dell'evoluzione dei modelli di *business* adottati dai gestori e della gamma dei prodotti offerti anche in termini di innovazione.

Con riferimento al modello di *business*, assume sempre più rilevanza la commercializzazione da parte dei gestori di Oicr propri e/o di terzi. Per quanto riguarda la gamma di prodotti offerti, si segnala la significativa diffusione di Oicr (o di classi di Oicr) cosiddetti a finestra di collocamento, spesso caratterizzati dalla distribuzione di importi agli investitori nel corso dell'investimento, nonché la commercializzazione di Fia non riservati di nuova istituzione. Al riguardo, proseguiranno i controlli di correttezza sul rispetto degli obblighi in materia di *product governance* introdotti dalla MiFID II.

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 2019 l'attività di vigilanza proseguirà con particolare attenzione ai gestori di fondi destinati al pubblico *retail* per i quali si approssima la scadenza.

4 I prodotti *non-equity*

Il 2018 è stato il primo anno di applicazione del Regolamento (UE) n. 1286/2014 concernente i documenti contenenti le informazioni chiave (KIDs) sui prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (PRIIPs).

In Italia, la Consob è l'autorità nazionale competente a vigilare sul rispetto della corretta applicazione della disciplina PRIIPs da parte degli ideatori, sia italiani sia esteri, e dei distributori, con riferimento ai prodotti commercializzati in ambito domestico presso gli investitori *retail*.

A seguito dell'esercizio da parte dell'Italia dell'opzione prevista dall'art. 5, par. 2, a decorrere dal 1° gennaio 2018, l'Istituto, ai sensi dell'art. 4-*decies* del Tuf, riceve la notifica dei documenti contenenti le informazioni chiave relativi ai PRIIPs commercializzati in ambito domestico.

Per i PRIIPs già commercializzati in Italia prima di tale data e messi a disposizione degli investitori anche successivamente alla medesima, la Consob ha concesso una proroga per la notifica dei KIDs fino al 31 marzo 2018.

I KIDs notificati nel corso del 2018 sono circa 387 mila, di cui circa 27 mila riferiti a nuovi prodotti o prodotti emessi precedentemente al 1° gennaio 2018 e ancora commercializzati nel corso dell'anno; i casi restanti riguardano aggiornamenti dei KIDs relativi ai prodotti già notificati.

Nel 2018 è stata avviata una specifica attività di vigilanza sui KIDs relativi ai prodotti finanziari Cfd emessi da ideatori sia italiani sia esteri, oggetto anche delle già ricordate misure restrittive da parte dell'ESMA, avvalendosi in taluni casi anche della cooperazione delle autorità competenti di altri Stati membri e, con riguardo ai prodotti d'investimento assicurativi, dell'Ivass.

Le correzioni e/o gli aggiornamenti dei KIDs da parte degli ideatori hanno riguardato principalmente le sezioni concernenti la descrizione generale del prodotto e il legame con il sottostante, gli scenari di performance e la rappresentazione dei costi. In tutti i casi, i *manufacturers* hanno pubblicato nella sezione pubblica del proprio sito internet i KIDs aggiornati dei prodotti ideati e/o commercializzati.

Nel corso del 2018 il monitoraggio delle caratteristiche strutturali dei prodotti finanziari, in continuità con gli anni precedenti, è stato svolto anche avvalendosi delle informazioni rivenienti dai KIDs, in linea con un

approccio che valorizza la complementarità tra vigilanza informativa e vigilanza sulla prestazione dei servizi di investimento e sul rispetto delle regole di condotta da parte degli intermediari.

Nel 2019 la vigilanza sui PRIIPs sarà diretta a verificare che le informazioni contenute nei KIDs siano allineate alle indicazioni interpretative di livello 3 emanate dalle Autorità di vigilanza europee (ESAs).

5 L'attività di contrasto all'abusivismo

Il fenomeno degli abusivismi finanziari ha raggiunto in tutto il mondo dimensioni imponenti e in rapida crescita, anche per effetto delle tecnologie digitali, con conseguenze nocive per i risparmiatori e gli operatori del mercato regolarmente autorizzati.

Nel 2018 l'Istituto ha avviato oltre 200 istruttorie per ipotesi di abusivismo. Il dato, in crescita sin dal 2012, si associa, nell'ultimo biennio, a un significativo incremento del numero di vicende segnalate dai risparmiatori.

All'intensificarsi dell'azione di contrasto svolta dalla Consob si è accompagnata, difatti, una crescente attenzione da parte degli organi di informazione che ha contribuito a rendere gli investitori più sensibili ai rischi associati alle operazioni con soggetti non autorizzati. Dal canto suo, già da tempo la Consob pubblica informazioni idonee a mettere i risparmiatori in condizione di acquisire cognizione dei potenziali rischi e, quindi, di individuare, evitando di aderirvi, iniziative abusive che solitamente configurano attività truffaldine. In particolare, nel 2018 è stata predisposta una pagina del sito web istituzionale dedicata ad abusivismi finanziari e truffe che descrive le più comuni prassi operative seguite dagli operatori abusivi e offre evidenza delle comunicazioni a tutela dei risparmiatori (*warning*) e dei provvedimenti della Consob e di altre autorità.

Le iniziative di contrasto all'abusivismo si sono attestate a 271 (167 nel 2017). In particolare, sono stati adottati 28 provvedimenti cautelari e interdittivi (25 provvedimenti nel 2017) 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); sono state inviate 136 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria per la possibile 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; sono stati pubblicati nove *warning*. Nel corso dell'anno sono stati emanati, infine, 98 ordini di cessazione; i provvedimenti sono stati pubblicati sul sito web dell'Istituto, notificati agli autori degli illeciti e trasmessi ai *provider* dei siti web mediante i quali sono commessi tali illeciti, affinché questi ultimi provvedano a rimuovere dai siti i contenuti che delineano gli illeciti stessi. Dal monitoraggio svolto successivamente all'ordine di cessazione si evince che nel 60 per cento dei

casi il sito è risultato non più attivo ovvero che le pagine internet non sono più disponibili in lingua italiana.

Il potere di ordinare la cessazione della violazione nei confronti di chiunque offra o svolga abusivamente servizi di investimento tramite internet è stato conferito alla Consob a partire dal 3 gennaio 2018. Tale potere, che amplia le facoltà già attribuite dal Tuf all'Istituto in caso di violazione della disciplina in materia di appello al risparmio, consente di operare in tempi rapidi a beneficio di una maggiore efficacia e tempestività delle azioni di tutela degli investitori.

La Consob non dispone attualmente di poteri per oscurare direttamente i siti web abusivi, rimanendo tale prerogativa eventualmente di competenza dell'Autorità Giudiziaria, dotata di più ampi e incisivi strumenti. In ragione di tale circostanza e considerata l'elevata pervasività delle iniziative commerciali degli operatori abusivi effettuate tramite internet e *social media*, sono allo studio ulteriori forme di collaborazione con i soggetti coinvolti nell'azione di contrasto.

Nei primi due mesi del 2019 la Consob ha adottato dieci provvedimenti cautelari e interdittivi per violazione delle disposizioni previste in tema di offerta al pubblico di prodotti finanziari e ha inviato 31 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria; sono stati inoltre adottati 26 provvedimenti inibitori nei confronti di oltre 30 siti internet attraverso cui venivano promosse abusivamente offerte di prodotti finanziari ovvero la prestazione di servizi di investimento.

Nella maggior parte dei casi le società oggetto di tali provvedimenti avevano come sede legale i paradisi giuridici del Pacifico o dei Caraibi; ai risparmiatori venivano prospettati rendimenti anche del 120 per cento annuo.

6 L'educazione finanziaria

La cultura finanziaria degli italiani rimane inadeguata: come si evince anche dalle rilevazioni periodiche del Rapporto Consob sulle scelte di investimento delle famiglie, sono poco diffuse sia la conoscenza di concetti di base (quali inflazione, relazione rischio-rendimento e diversificazione di portafoglio) sia la consapevolezza dell'importanza di innalzare le proprie competenze. Tali evidenze confermano la necessità di intervenire in maniera strutturata con programmi di *education* che possano elevare le conoscenze, le capacità decisionali dei cittadini e, conseguentemente, il livello di benessere finanziario.

La Consob è fortemente impegnata in tal senso, come emerge dalle iniziative di educazione finanziaria realizzate nel 2018, in linea con un approccio che assegna all'innalzamento della cultura finanziaria degli investitori un ruolo complementare alle attività di regolamentazione, supervisione ed *enforcement* nella tutela del risparmio.

L'approccio adottato si connota per lo sviluppo di una infrastruttura di servizi stabile, sostenibile e replicabile. In quest'ottica, i maggiori sforzi sono stati profusi nella formazione dei formatori (quali i docenti delle scuole) e nella realizzazione di moduli didattici flessibili e adattabili alle esigenze dei destinatari. È stato altresì potenziato l'approccio *evidence based*, che coniuga le analisi dei comportamenti (di cui il Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane, pubblicato con cadenza annuale, costituisce la sintesi più importante) e la ricerca interdisciplinare con la definizione di contenuti destinati a fasce differenziate della popolazione.

La Consob ha operato in linea con gli indirizzi strategici adottati dal Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria (di seguito Comitato nazionale). Secondo una logica quanto più possibile inclusiva, inoltre, l'Istituto è impegnato nell'ampliamento e nell'articolazione del perimetro delle attività formative e degli strumenti didattici (anche attraverso progetti innovativi, quali lo spettacolo teatrale e i giochi interattivi).

Un esempio in tal senso si coglie nel numero dei soggetti interessati, sia come promotori sia come destinatari, e nella varietà degli eventi previsti nella seconda edizione della Settimana mondiale dell'investitore (World Investor Week – WIW 2018), promossa da IOSCO e coordinata in Italia dalla Consob, e nel Mese dell'educazione finanziaria, evento promosso dal Comitato nazionale, di cui la WIW è parte integrante. Nel corso della Settimana sono state organizzate più di 80 iniziative che hanno coinvolto oltre 20 Università, più di 30 docenti e più di 50 città italiane. Gli eventi sono stati rivolti prevalentemente a studenti di scuole superiori e università nonché a particolari categorie di adulti (donne e piccoli imprenditori). Nell'ambito del Mese dell'educazione finanziaria sono stati inoltre organizzati incontri di discussione e analisi presso numerosi atenei, è stato attivato il Progetto-pilota per le scuole superiori in collaborazione con l'Ufficio Scolastico Regionale della Lombardia, è stata lanciata la nuova versione del gioco di simulazione del percorso di investimento sviluppato con l'Università di Trento e disponibile sul sito istituzionale e, infine, è stato lanciato il progetto sperimentale 'Finanza in palcoscenico' che, in linea con l'approccio dell'*edutainment*, coniuga formazione e intrattenimento.

Il piano delle attività previste per il triennio 2019-2021 estende le iniziative realizzate dall'Istituto negli ultimi anni, in linea con le indicazioni del Programma operativo del Comitato nazionale, attraverso il quale viene data attuazione alla Strategia nazionale per l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale, e in coerenza con le più importanti esperienze internazionali (classificate a livello IOSCO e OCSE).

Una specifica attenzione verrà data anche all'educazione finanziaria per la piccola impresa e per la microimpresa, in continuità con le attività già realizzate nello scorso biennio volte ad accrescere la cultura finanziaria di imprenditori, studenti e cittadini.

Verranno inoltre potenziate l'analisi e la ricerca, anche attraverso l'avvio di una collana dedicata che accoglierà sia contributi di taglio metodologico sia le risultanze di progetti specifici messi a punto dall'Istituto.

7 L'Arbitro per le controversie finanziarie (ACF)

Nel corso del 2018 l'Arbitro per le controversie finanziarie (ACF) – istituito dalla Consob con la delibera 19602/2016 e operativo dal 9 gennaio 2017 – ha ricevuto 1.824 ricorsi (1.839 nel 2017) aventi ad oggetto controversie tra investitori *retail* e intermediari in materia di obblighi di diligenza, correttezza, informazione e trasparenza nella prestazione dei servizi di investimento e di gestione collettiva del risparmio. L'ACF ha adottato 1.071 decisioni (303 nel 2017).

Sebbene l'avvio dell'operatività dell'ACF sia avvenuto in concomitanza con le vicende di Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca, nel 2018 il contenzioso ha riguardato sempre più controversie che possono fisiologicamente sorgere nei rapporti tra cliente e intermediario. In questa ottica si devono leggere i dati relativi alla sempre più vasta platea di intermediari coinvolti (137) e alla omogeneità della distribuzione su base territoriale dei ricorsi ricevuti.

Negli ultimi mesi dell'anno, inoltre, il decreto legge 25 luglio 2018, n. 91, convertito con modificazioni dalla legge 21 settembre 2018, n. 108 (cosiddetto 'decreto milleproroghe'), all'art. 11, comma 1-*bis*, ha riconosciuto il valore delle decisioni dell'ACF nei confronti delle due banche venete in liquidazione e delle quattro banche in risoluzione dal novembre 2015 ai fini della liquidazione ai risparmiatori di un ristoro, da parte della Consob, secondo le modalità previste dal predetto decreto (30 per cento della somma decisa dall'ACF a titolo di risarcimento con tetto massimo pari a 100 mila euro). Nell'ambito di quest'attività l'ACF ha accolto i ricorsi di 854 risparmiatori, riconoscendo loro oltre 36 milioni di risarcimento.

Attraverso l'attività decisoria l'ACF ha consolidato il proprio ruolo di organo di risoluzione stragiudiziale delle controversie ma ha anche svolto un'importante funzione nella definizione ottimale dei rapporti tra clientela e intermediari. Le sue decisioni, infatti, contribuiscono a orientare le condotte degli intermediari nei rapporti con la clientela ma anche a reindirizzare i comportamenti degli investitori verso una maggiore consapevolezza dei propri diritti e una maggiore responsabilizzazione nei rapporti con gli intermediari.

L'ACF ha altresì contribuito a iniziative di educazione finanziaria dell'Istituto destinate a risparmiatori, affinché questi assumano un ruolo sempre più attivo nelle proprie scelte di investimento, e promosso incontri con gli intermediari, per favorire l'allineamento delle loro prassi operative alla giurisprudenza dell'ACF, nella prospettiva del miglioramento delle dinamiche relazionali con i clienti e della riduzione dei motivi di possibile contenzioso.

Nell'ottica di rafforzare il ruolo dell'ACF, le linee d'intervento per il futuro riguardano, oltre che la necessaria attività di revisione regolamentare a distanza di un biennio dall'avvio dell'operatività, il potenziamento dell'efficienza e dell'efficacia della struttura di supporto all'azione dell'ACF, anche al fine di garantire la riduzione dei tempi di trattazione dei ricorsi.

L'esperienza finora maturata fa emergere, inoltre, la necessità di istituire meccanismi e strumenti di collaborazione, di scambio informativo e di confronto con l'Arbitro bancario finanziario (ABF) istituito dalla Banca d'Italia per la delimitazione dei rispettivi ambiti di competenza, anche attraverso la definizione di un apposito Protocollo d'intesa.

8 I provvedimenti sanzionatori

Nel 2018 sono stati portati a compimento 172 procedimenti sanzionatori (156 nel 2017). Tra questi 162 (151 nel 2017) si sono conclusi con l'applicazione di sanzioni nei confronti di 445 soggetti mentre i restanti dieci si sono conclusi con l'archiviazione. L'importo complessivo delle sanzioni amministrative pecuniarie applicate è stato, per il 2018, pari a circa 23,1 milioni di euro rispetto ai 27,8 milioni del 2017.

Nell'ambito dei provvedimenti sanzionatori adottati nel corso del 2018, merita rilevare che rispetto all'anno precedente hanno trovato maggiore applicazione le nuove disposizioni introdotte dal decreto legislativo 72/2015 – che recepisce la Direttiva CRD IV – applicabili ai fatti illeciti posti in essere dopo l'8 marzo 2016. Nel 2018, infatti, la nuova normativa ha trovato applicazione in 33 degli 85 provvedimenti adottati nei confronti di società e relativi esponenti aziendali.

Si conferma, dunque, la centralità dell'attività sanzionatoria della Consob, il cui rilievo, in termini di cospicuità dei procedimenti avviati e di entità delle sanzioni applicate, non potrà che accrescersi anche per effetto dell'entrata in vigore di nuove discipline di derivazione eurounitaria, espressione di una considerazione in questo stesso senso da parte delle istituzioni europee.

È peraltro opportuno richiamare la vicenda conclusa sino a questo momento dalla Corte Costituzionale con sentenza n. 63 del 2019, da ricondurre nel dibattito che ha coinvolto le Corti europee e nazionali a seguito della prima 'Grande Stevens' pronunciata dalla Corte Europea dei Diritti dell'Uomo il 4 marzo 2014. La declaratoria di incostituzionalità dell'art. 6, comma 2, del d.lgs. 72/2015, benché circoscritta alle sanzioni in materia di abusi di mercato, imporrà a Consob di riconsiderare l'esercizio del proprio potere sanzionatorio in modo sempre più centrale rispetto alla sua funzione e, nello stesso tempo, sempre più espressione della vigilanza e della tutela del risparmio intesa in senso comunitario.

9 L'assetto organizzativo e funzionale interno

Il 20 marzo 2019, alla presidenza della Consob si è insediato il Professor Paolo Savona. Con la nomina del Presidente, la Commissione è tornata a operare nella sua composizione completa di cinque membri, con la Professoressa Anna Genovese (che in quanto componente del Collegio con la maggiore anzianità di Istituto ha svolto dal 14 settembre 2018 le funzioni di Presidente vicaria), il Giudice Giuseppe Maria Berruti, il Dottor Carmine Di Noia e il Dottor Paolo Ciocca.

Con riferimento al personale della Consob, nel 2018 si sono concluse le procedure concorsuali avviate nell'anno precedente, portando l'organico dell'Istituto, al netto delle cessazioni dal servizio, a 664 unità (+55 rispetto all'anno precedente).

In tema di organizzazione e funzionamento interno dell'Istituto, particolare menzione merita il *Protocollo d'intesa* siglato con la Banca d'Italia e l'Autorità garante della concorrenza e del mercato (AGCM) «*per la definizione di strategie di appalto congiunte per l'acquisizione di lavori, servizi e forniture*», che prevede, nell'ottica della razionalizzazione dell'operatività delle stazioni appaltanti a livello nazionale, l'individuazione di un «*piano degli acquisti congiunti*» per ciascun anno e le modalità di coordinamento volte a individuare e perseguire, sulla base dei rispettivi dati di programmazione, strategie congiunte per l'acquisizione di lavori, servizi e forniture.

Nel corso del 2018, sono proseguite le attività di ammodernamento tecnologico dei sistemi informativi della Consob, in coerenza con gli obiettivi istituzionali di vigilanza. Al contempo, si è provveduto al potenziamento delle risorse umane e delle relative competenze, grazie ad assunzioni (cinque risorse specializzate) e attività di formazione.

A gennaio 2019 sono stati completati e pubblicati gli atti di gara per commissionare i servizi in *outsourcing* per il quinquennio 2020-2024. In tale occasione, si è provveduto a ricondurre all'interno alcune funzioni che in precedenza erano state esternalizzate, in tutto o in parte.

Le attività da svolgere nel 2019 sono state pianificate in coerenza con l'obiettivo di costante modernizzazione dei processi e delle tecnologie in uso. Con riferimento alle applicazioni per la vigilanza, nel prossimo triennio si intende realizzare il nuovo sistema di vigilanza sui dati rivenienti dalle piattaforme di negoziazione, integrato con le segnalazioni di *transaction reporting* (i cui strumenti informatici di analisi sono stati completati nel 2018) e con le ulteriori segnalazioni di vigilanza disponibili.

L'Istituto sta procedendo all'elaborazione del nuovo sistema di analisi delle informazioni contenute nei KIDs dei PRIIPs, che si prevede possa far ricorso a tecnologie *software* innovative di intelligenza artificiale (*machine learning* e *text mining*) per l'interpretazione automatica della

semantica del testo. È inoltre in corso l'analisi del nuovo Regolamento Prospetto, al fine di realizzare gli adeguamenti necessari entro il mese di luglio del 2019, data di entrata in vigore della nuova normativa, e la realizzazione di strumenti informatici di supporto alla vigilanza relativa agli abusi di mercato (MAR).

A fine 2018 la Consob ha provveduto all'aggiornamento della propria procedura interna di trattazione degli esposti, adottata ai sensi dell'art. 4-*duodecies* del Tuf. Tale articolo prevede, in particolare, che la Consob riceva le segnalazioni che si riferiscono a violazioni che riguardano le materie di propria competenza, in modo da garantire, tra l'altro, la riservatezza dei dati personali del segnalante e del presunto responsabile della violazione (cosiddetto *whistleblowing* esterno).

L'intervento di adeguamento si è reso necessario in quanto il d.lgs. 10 agosto 2018, n.107, ha introdotto il nuovo comma 1-*bis* al menzionato art. 4-*duodecies* del Tuf, ai sensi del quale la disciplina prevista in materia di trattazione delle segnalazioni si applica anche alle segnalazioni, da chiunque effettuate, di violazioni del regolamento europeo sugli abusi di mercato. Il legislatore ha previsto altresì che la procedura sia adottata dalla Consob conformemente a quanto previsto dalla Direttiva di esecuzione (UE) 2015/2392, la quale reca una disciplina dettagliata sulla segnalazione alle autorità competenti di violazioni effettive o potenziali del citato regolamento europeo sulla *market abuse*.

La nuova procedura è stata adottata il 14 febbraio 2019 e conseguentemente è stata aggiornata anche la pagina web del sito istituzionale dedicata appunto al *whistleblowing*.

Dell'adozione di tali misure è stata fornita informativa al Ministero dell'Economia e delle Finanze, per le finalità relative alla verifica del recepimento della Direttiva di esecuzione (UE) 2015/2392.

Nel 2019 si intende realizzare un sistema di *whistleblowing* 'interno', al fine di garantire la gestione delle segnalazioni delle anomalie da parte dell'Istituto.

In tema di sicurezza informatica, vengono confermate le iniziative progettuali tese a incrementare la continuità di servizio e la capacità dell'Istituto di prevenire, rilevare e contrastare eventuali attacchi ai dati informatizzati.

Per fronteggiare il rischio *cybercrime*, si è proceduto al rafforzamento dell'unità organizzativa dedicata, mentre alcune attività operative di presidio della sicurezza saranno potenziate e affidate a un qualificato *partner* esterno. Le politiche e il governo della sicurezza delle infrastrutture critiche dell'Istituto resteranno affidate a risorse interne. È anche prevista l'adesione della Consob a uno o più *Computer Emergency Response Team* (CERT), organizzazioni incaricate di raccogliere le segnalazioni di incidenti informatici e vulnerabilità nei *software* utilizzati.

Per quanto riguarda l'area del FinTech, i temi di interesse per l'Istituto, approfonditi sotto il coordinamento del *Fintech Steering Committee*, hanno portato a individuare i primi tre ambiti di intervento: i *key audit matters* afferenti alla relazione finanziaria annuale, i reclami inclusi nella relazione sulla *compliance* degli intermediari e gli obblighi informativi previsti nel Regolamento Crowdfunding.

Un quarto ambito, relativo alle tecnologie *blockchain* e *distributed ledger technology* a supporto delle *initial coin offerings* (ICOs), prevede la realizzazione di un ambiente di simulazione locale, basato sulla piattaforma Ethereum, per sperimentare le potenzialità della tecnologia e valutarne l'adozione nell'ambito dei processi dell'Istituto.

10 La gestione e la programmazione finanziaria

Con riferimento alla gestione finanziaria, la spesa complessiva per l'esercizio 2018 (164,9 milioni di euro) risulta incrementata rispetto al dato consuntivato dell'esercizio 2017 di 33,2 milioni di euro.

In particolare, la spesa corrente 2018 si è attestata in 162,4 milioni di euro, con un incremento di 34,8 milioni di euro rispetto all'omologo dato 2017. Le spese in conto capitale 2018, pari a 2,5 milioni di euro, risultano invece in decremento rispetto al 2017, per effetto dei minori oneri per interventi di manutenzione straordinaria sull'immobile di proprietà.

Le maggiori spese dell'esercizio 2018 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 rischi restituzione somme liquidate a favore dell'Istituto da provvedimenti giudiziari non definitivi e Fondo per la tutela stragiudiziale dei risparmiatori e degli investitori).

I maggiori accantonamenti dell'esercizio discendono in gran parte dal trasferimento straordinario da parte dello Stato dell'importo di 25 milioni di euro, destinato al Fondo per la tutela stragiudiziale dei risparmiatori e degli investitori. Tale importo è vincolato all'indennizzo dei risparmiatori che abbiano ottenuto, entro il 30 novembre 2018, una decisione favorevole da parte dell'Arbitro per le controversie finanziarie riguardo gli strumenti finanziari emessi dalle banche poste in risoluzione nel novembre 2015 (Banca delle Marche, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, Cassa di risparmio di Ferrara e Cassa di risparmio di Chieti), oltre che dalle banche in liquidazione coatta amministrativa (Veneto Banca e Banca Popolare di Vicenza), comprese le banche all'epoca controllate da queste ultime (Banca Apulia, Banca Nuova e Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni - BIM) che hanno intermediato in strumenti finanziari delle capogruppo.

La spesa per il 2018 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 dei risparmiatori e degli investitori 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.

Ai sensi dell'art. 11 del decreto legge n. 91 del 25 luglio 2018, convertito dalla legge n. 108 del 21 settembre 2018, la finalità dello stesso Fondo è stata, come detto, temporaneamente estesa anche al ristoro dei risparmiatori che abbiano ottenuto una pronuncia favorevole da parte dell'Arbitro istituito presso la Consob, riguardo agli strumenti finanziari emessi dalle banche in risoluzione ovvero poste in liquidazione coatta amministrativa. Il dato tiene altresì conto degli interventi di contenimento operati nel corso degli ultimi anni sulla spesa corrente dell'Istituto (riguardanti, ad esempio, la gestione e la manutenzione degli immobili, il noleggio e la manutenzione delle auto di servizio, le spese d'ufficio, le banche dati e le pubblicazioni d'Istituto).

Le entrate complessive del 2018 (al netto dell'avanzo di amministrazione) sono risultate pari a 185,1 milioni di euro, riferibili per l'80 per cento circa a contributi di vigilanza, per il 13,6 per cento al trasferimento straordinario da parte dello Stato, destinato all'indennizzo dei risparmiatori, e, per il restante 6,4 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 ordinario da parte dello Stato, pari a 0,3 milioni, destinato, unitamente alle sanzioni amministrative pecuniarie riscosse per la violazione delle norme che disciplinano le attività della parte II (Disciplina degli intermediari) del Tuf, al finanziamento del Fondo per la tutela stragiudiziale dei risparmiatori e degli investitori.

La spesa programmata per l'anno 2019, computata nel rispetto delle disposizioni di legge in materia di *spending review*, ammonta a 157,1 milioni di euro e presenta, rispetto all'omologa spesa programmata per l'anno 2018 (148,5 milioni di euro), un incremento di 8,6 milioni.

Detto incremento è essenzialmente da ricondurre: al differenziale retributivo derivante dall'assunzione di personale, resa improcrastinabile dalle crescenti attività di vigilanza da porre a presidio dei mercati finanziari, oltre che dell'esigenza di avviare un progressivo ricambio generazionale; al recepimento degli accordi negoziali aventi ad oggetto la riforma delle carriere del personale; al 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; alle attività di educazione finanziaria finalizzate a innalzare il livello di conoscenze e competenze finanziarie dei cittadini, oltre che agli oneri di gestione dell'Arbitro per le controversie finanziarie.

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 2019, dovute dai soggetti vigilati, sono pari in complesso a 125,2 milioni e risultano in riduzione rispetto al dato programmatico 2018. L'Avanzo di amministrazione presunto dell'esercizio 2018, stimato pari a 22,5 milioni, è stato integralmente utilizzato per contenere l'incremento della pressione contributiva.

A fine esercizio è stata inoltre avviata l'istituzione nel bilancio dell'Istituto di un fondo di riserva destinato alla stabilizzazione delle risorse finanziarie da prelevare dal mercato. Tale fondo, che verrà introdotto nel corso del 2019, discende dall'esigenza di definire tariffe contributive stabili e durature, in maniera da dare al mercato certezza sui costi da sostenere negli anni. Il fondo di prossima istituzione, che sarà denominato 'Fondo per la stabilizzazione delle entrate contributive', avrà la funzione di calmierare le oscillazioni registrate da un anno all'altro nei gettiti contributivi programmati, rendendo quanto più lineare possibile la contribuzione da parte dei soggetti vigilati.

Genericamente, i fondi di riserva rappresentano una componente del patrimonio delle aziende imposta dalla legge, dagli statuti, ovvero dagli organi di governo, per assicurare la stabilità dei mezzi finanziari di fronte alle oscillazioni dei singoli esercizi. L'accantonamento delle riserve rappresenta una misura di normalizzazione con la quale ridurre le scosse dell'andamento aziendale e fronteggiare i rischi futuri. In particolare su detto fondo verranno annualmente accantonate, ovvero prelevate, riserve da utilizzare per limitare le oscillazioni dei gettiti contributivi, derivanti dalla differenza tra il gettito contributivo e l'effettivo fabbisogno finanziario della Consob. In tal modo si conseguirebbe l'obiettivo di conferire maggiore stabilità al livello delle contribuzioni come richiesto dagli stessi soggetti vigilati.

Nel corso del 2018 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 delibera 18540 del 24 aprile 2013, e reso esecutivo dalla Presidenza del Consiglio dei Ministri il 23 maggio 2013.

11 Linee di indirizzo per il 2019 e pianificazione strategica per il triennio 2019-2021

A fronte dei profondi cambiamenti intervenuti nell'ultimo decennio nel contesto di riferimento, la Consob ritiene che realizzare la propria missione istituzionale, garantendo un adeguato livello di tutela degli investitori e il corretto e regolare funzionamento dei mercati, significhi creare un 'ecosistema finanziario' in cui le risorse di risparmiatori consapevoli possano essere impiegate in strumenti finanziari diversificati a sostegno di crescita, competitività e innovazione.

Coerentemente con questo approccio, l'Istituto ha individuato otto obiettivi strategici per il prossimo triennio, di seguito illustrati. La Commissione intende realizzare tali obiettivi anche integrando gli strumenti più tradizionali della vigilanza con le moderne tecniche di analisi basate sull'intelligenza artificiale: ciò consentirebbe di ridurre i margini di discrezionalità e di errore delle scelte dell'Autorità di supervisione elevandone il grado di certezza e oggettività.

11.1 Sostenere l'accesso delle imprese al mercato

Al fine di favorire l'accesso delle imprese al mercato dei capitali e, in particolare, la scelta di quotarsi, è prevista l'attuazione di specifiche iniziative volte ad agevolare la comprensione del quadro normativo di riferimento, anche riducendone le incertezze applicative, e a promuovere la diffusione di buone prassi di *corporate governance* per le società quotate.

Tra tali iniziative sono da annoverare: i) l'elaborazione di nuove linee-guida operative per le imprese (cosiddetto *handbook*) e la semplificazione di quella già emanata per la corretta applicazione della normativa sugli abusi di mercato (linee-guida sulla gestione delle informazioni privilegiate); ii) la pubblicazione di una *policy* di vigilanza sul procedimento di autorizzazione del prospetto per facilitare l'applicazione dei nuovi schemi dell'EU *growth prospectus* (introdotti per agevolare l'accesso delle PMI al mercato dei capitali); iii) l'organizzazione di attività di formazione e confronto con le imprese non quotate, le PMI e le associazioni di categoria.

Per agevolare il processo di quotazione, inoltre, saranno incoraggiate forme innovative di collocamento diretto di strumenti finanziari (cosiddetto *direct listing*) da parte di emittenti non finanziari sui mercati autorizzati.

Al fine di contribuire a realizzare l'obiettivo della Capital Markets Union di ampliare la varietà delle fonti di finanziamento accessibili a tutte le imprese e, in particolare, alle PMI e consentire la canalizzazione degli investimenti verso

l'economia reale, la Consob svilupperà collaborazioni istituzionali volte a favorire la diffusione di veicoli del risparmio gestito che promuovano investimenti nel lungo periodo (ad esempio, fondi di fondi specializzati in PMI, ELTIF, EuVECA). La Commissione, inoltre, si attiverà per contrastare la carenza di informazioni finanziarie affidabili e standardizzate sulle PMI non quotate, che costituisce uno degli ostacoli più rilevanti all'investimento diretto in strumenti finanziari emessi da tali imprese, anche attraverso l'incoraggiamento di meccanismi di acquisizione e rielaborazione di dati e informazioni accessibili a tutti gli attori interessati. Per rendere più fruibile l'informativa delle società quotate da parte degli investitori, inoltre, si intende promuovere la valorizzazione del contenuto dei siti internet delle società e l'utilizzo degli stessi come strumento di comunicazione dell'informativa finanziaria e non finanziaria. Per ottimizzare il flusso dei report da trasmettere alla Consob, si introdurranno, in via sperimentale, forme automatizzate ed evolute di trasmissione di dati e informazioni, tramite lo sviluppo di *Machine Executable Regulations*.

Per promuovere il miglioramento della qualità della *corporate governance* delle imprese, infine, si intende porre in essere, tra le altre, iniziative di sensibilizzazione degli organi di controllo (*audit committees*) in merito allo svolgimento delle nuove funzioni a essi attribuite dalla riforma europea della disciplina della revisione legale.

11.2 Accompagnare le imprese nel processo di applicazione della nuova normativa sull'informazione non finanziaria favorendo l'introduzione delle tematiche ESG

Le attività tese alla realizzazione di questo obiettivo si inseriscono nell'insieme più ampio di iniziative che la Consob intende avviare in linea con il Piano di azione e del *Sustainable Finance Package* della Commissione europea.

Nel febbraio 2019, in particolare, la Consob ha costituito uno *Steering Committee* per valorizzare gli interventi negli ambiti di regolazione e vigilanza attribuiti all'Istituto, nonché favorire, anche a legislazione data, l'incontro fra domanda e offerta di prodotti finanziari sostenibili, oltre che le potenzialità della infrastruttura di mercato italiana.

Lo *Steering Committee* fornisce linee di indirizzo su sei aree che sono analizzate nell'ambito di altrettanti tavoli: i) regole finanziarie per la sostenibilità; ii) innovazioni di prodotto e di processo finanziario legate alla sostenibilità; iii) metriche e standard sulla sostenibilità finanziaria degli investimenti; iv) studi e ricerche in materia di sostenibilità finanziaria; v) *engagement* di emittenti e investitori, istituzionali e non, sui criteri ESG; vi) comunicazione sul sito web Consob di informazioni in materia di *sustainable finance*.

A seguito degli approfondimenti svolti nell'ambito dello *Steering Committee* e alla luce dei risultati delle prime attività di vigilanza, saranno assunte iniziative volte a sostenere modelli di *compliance* sostanziale alla

nuova normativa sull'informazione non finanziaria da parte delle imprese obbligate o aderenti in via volontaria. A tal proposito, si terrà conto delle modifiche alle linee-guida della Commissione europea volte a standardizzare le DNF per renderne i contenuti più confrontabili, previste per giugno 2019.

In ambito domestico, l'Istituto partecipa all'Osservatorio sulla finanza sostenibile, istituito il 24 gennaio 2018 con Decreto del Ministro dell'Ambiente, della Tutela del Territorio e del Mare.

L'Osservatorio, in particolare, si occuperà di promuovere attività finanziarie sostenibili anche in collegamento con i centri finanziari internazionali, incoraggiare il sostegno finanziario a una reindustrializzazione sostenibile, monitorare l'attuazione del Piano di azione della Commissione europea e delle iniziative avviate a livello internazionale.

11.3 Approfondire i fenomeni connessi al processo di digitalizzazione del sistema finanziario al fine di promuovere l'innovazione tutelando gli investitori

In linea con il Piano di azione della Commissione europea diretto a cogliere le opportunità offerte dall'innovazione tecnologica, la Consob dedica un'attenzione particolare agli sviluppi del FinTech che possano accrescere le funzionalità del mercato finanziario nell'interesse degli utenti (imprese, investitori e operatori).

A tal fine, nel corso del 2018, l'Istituto, che già nel 2017 aveva creato una *taskforce* per lo studio del fenomeno FinTech, ha costituito il già menzionato *FinTech Steering Committee* per il coordinamento delle attività di ricerca e analisi e la formulazione di proposte operative che favoriscano lo sviluppo tecnologico senza compromettere la stabilità del sistema finanziario e la tutela dei risparmiatori.

Nell'ambito di tale *Steering Committee*, sono stati costituiti cinque tavoli di lavoro dedicati alle seguenti aree tematiche: accesso al mercato dei capitali, *trade* e *post-trade execution*, analisi dati, *financial services & products*, RegTech.

Il 19 marzo 2019, la Commissione ha avviato una consultazione pubblica sul tema delle offerte iniziali e degli scambi di cripto-attività in connessione con la recente diffusione di operazioni di ICOs aventi ad oggetto *crypto-asset*. In attesa della definizione in ambito europeo di un orientamento condiviso circa la qualificazione giuridica delle cripto-attività (*crypto-assets*) e, in particolare, in merito alla loro riconduzione al novero dei valori mobiliari, il documento di consultazione formula quesiti su possibili approcci regolatori, che saranno oggetto anche di un *public hearing*.

Il documento è rivolto alle seguenti categorie di soggetti potenzialmente interessati: risparmiatori, soggetti che emettono *crypto-assets*, soggetti che intendano promuovere offerte di cripto-attività che abbiano come *target market* i

risparmiatori italiani o che abbiano comunque lo scopo di promuovere prodotti/servizi collegati alle cripto-attività, soggetti che negoziano o custodiscono cripto-attività, intermediari finanziari professionali, gestori di sedi di negoziazione, gestori di portali di *crowdfunding*, associazioni di categoria del settore finanziario, autorità, consumatori e associazioni di categoria degli stessi, studi professionali, esponenti del mondo accademico.

11.4 Tutelare il risparmio e gli investitori tramite una visione integrata ed *evidence based*

La Consob intende consolidare l'approccio *evidence based* su cui si fondano le attività volte a tutelare gli investitori, in particolare quelli al dettaglio, rafforzando le proprie capacità di monitoraggio dei rischi, per rispondere in modo proattivo all'emersione di fenomeni patologici o, comunque, per contrastarne efficacemente gli effetti in caso di diffusione.

Nella visione integrata della tutela di risparmiatori e investitori, la Consob opera su molteplici fronti che affiancano alla regolamentazione e alla vigilanza l'attività di ricerca e analisi, l'educazione finanziaria e il potenziamento dell'Arbitro per le controversie finanziarie.

In particolare, la Consob intende semplificare, nei limiti consentiti dalla normativa europea, la documentazione di offerta di prodotti e servizi finanziari attraverso specifiche azioni che vanno dal confronto con gli operatori, alla standardizzazione dell'informativa, all'applicazione delle indicazioni della finanza comportamentale.

Nell'ambito della vigilanza, l'Istituto intende potenziare i controlli sul rispetto degli obblighi di *product governance* da parte degli intermediari finanziari abilitati alla prestazione di servizi d'investimento.

L'Istituto focalizzerà la vigilanza anche sulla corretta applicazione delle innovazioni in materia di remunerazione del personale e di *disclosure* di costi e oneri applicati alla clientela (compresa la loro rappresentazione) e del relativo impatto sui rendimenti.

La Consob, infine, continuerà l'attività di vigilanza informativa e di monitoraggio delle caratteristiche dei prodotti finanziari, tenendo conto delle eventuali sinergie connesse ai poteri di *product governance* e *product intervention*, nonché della nuova disciplina europea del KID relativo ai PRIIPs.

Nell'ambito della vigilanza, saranno messe in atto anche nuove forme di accertamento ispettivo che consentano di acquisire *in loco* elementi sintomatici di eventuali violazioni, anche alla luce dell'*output* delle procedure utilizzate dall'intermediario.

L'Istituto intende rendere sempre più efficiente la gestione dei tempi di istruttoria e favorire la certezza del quadro normativo di riferimento, promuovendo un'interpretazione uniforme delle disposizioni di legge e regolamentari da parte degli intermediari abilitati (ad esempio, attraverso linee-guida, comunicazioni, raccomandazioni risposte a quesiti).

Si intendono inoltre rafforzare i presidi di vigilanza sulla consulenza in materia di investimenti e ampliare le opzioni di investimento a disposizione degli investitori.

Nell'ambito della prestazione della consulenza, tenuto conto tra l'altro dell'innovazione tecnologica, si porrà attenzione anche alle tecniche di profilatura della clientela e alle possibili applicazioni delle indicazioni tratte dalla finanza comportamentale alla procedura di raccolta delle informazioni del cliente.

Con riferimento all'ampliamento delle opportunità di investimento, per i servizi offerti ai segmenti di clientela con alto patrimonio e alto reddito, rientranti nei servizi evoluti del cosiddetto *private banking*, si potrebbe considerare una proposta di rivisitazione dei limiti normativi di investimento negli strumenti finanziari, tenendo conto delle caratteristiche dei relativi profili di rischio, anche nell'ottica di ridurre il *gold-plating* laddove ricorra.

È altresì prioritario mitigare i rischi relativi allo sviluppo di piattaforme informatiche nell'industria finanziaria al fine di migliorare la fiducia nel sistema finanziario.

La *cybersecurity* è un tema fondamentale per gli investitori e assume importanza ancora più marcata in caso di utilizzo degli strumenti automatizzati che, se non sufficientemente protetti, si prestano a manipolazioni o altre violazioni che possono compromettere il servizio prestato, determinando perdite nel patrimonio degli investitori.

In continuità con gli anni precedenti, inoltre, proseguirà l'azione di contrasto all'abusivismo finanziario via web.

Il rafforzamento del sistema di tutela di risparmiatori e investitori si completa con il potenziamento delle attività di educazione finanziaria e dell'azione dell'ACF di cui ai paragrafi successivi.

11.5 Potenziare le iniziative di educazione finanziaria

L'altro fondamentale pilastro dell'azione di tutela integrata è costituito dalle attività di educazione finanziaria, da realizzare anche in collaborazione con il Comitato nazionale di educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale, le associazioni dei consumatori e l'accademia, in un'ottica di costante ampliamento e articolazione del perimetro delle attività formative e dei soggetti coinvolti.

In particolare, l'Istituto intende attuare un articolato programma di educazione finanziaria per rendere i cittadini giovani e adulti più consapevoli delle proprie attitudini e delle proprie esigenze, più attivi nella valutazione dei rischi e delle opportunità legate all'impiego finanziario del risparmio e più fiduciosi nel ruolo che il sistema finanziario può svolgere a beneficio dell'individuo e della collettività.

Funzionale a tale obiettivo è il potenziamento del citato approccio *evidence based*, che si fonda sulle analisi dei comportamenti e sulla ricerca interdisciplinare. Si intende sviluppare un *framework* metodologico, basato anche sulle indicazioni della finanza comportamentale, applicabile a vari segmenti della popolazione, per la rilevazione dei fabbisogni formativi, la definizione dei contenuti e di strumenti didattici innovativi e la valutazione dell'efficacia degli interventi educativi.

Oltre che per l'innalzamento delle conoscenze di base dei cittadini, si intende agire anche per elevarne le capacità di gestire le finanze personali e l'attitudine alla pianificazione finanziaria, nonché per mitigare le criticità potenzialmente derivanti dall'innovazione tecnologica e i connessi rischi di *digital-divide*. I destinatari delle iniziative, in analogia a quanto già attuato negli anni scorsi, saranno educatori e docenti, studenti, adulti, e piccole e medie imprese.

11.6 Potenziare l'azione dell'Arbitro per le controversie finanziarie

Gli investitori trovano un'ulteriore forma di tutela nell'operato dell'ACF, di cui la Consob vuole incrementare efficienza e tempestività.

Il bilancio dei primi due anni di attività dell'ACF si è chiuso con risultati molto positivi, come emerge dai dati su volume dei ricorsi ricevuti, numero di intermediari coinvolti e frequenza dei casi in cui la decisione è stata favorevole, in tutto o in parte, ai ricorrenti.

La complessità delle materie trattate e il volume crescente di richieste pongono delle sfide alle quali la Consob intende rispondere potenziando e migliorando, in termini di efficacia, l'azione dell'ACF.

In particolare si intende definire un Protocollo d'intesa con la Banca d'Italia per l'istituzione di meccanismi e strumenti di collaborazione, di scambio informativo e di confronto per la delimitazione dei rispettivi ambiti di competenza nonché per iniziative di educazione finanziaria mirate. Si intende, inoltre, rivedere la regolamentazione ACF a fini di ottimizzare l'iter procedurale tenuto conto dell'esperienza applicativa maturata nel biennio 2017-2018. Infine, le decisioni in merito ai ricorsi ricevuti dall'ACF costituiranno elementi informativi utili per la predisposizione di orientamenti destinati agli intermediari e che i dati risultanti dall'attività dell'Arbitro saranno utilizzabili, anche in forma aggregata, per orientare l'azione di vigilanza.

11.7 Rafforzare il ruolo attivo dell'Istituto e il *networking* nelle sedi internazionali

Per mantenere e favorire, nell'ambito del proprio ruolo, l'attrattività della piazza finanziaria italiana per gli operatori esteri, la Consob intende intensificare la propria presenza internazionale, contribuendo al dibattito europeo con particolare riguardo alle iniziative in tema di Capital Markets Union, agli impatti della Brexit su tutte le attività dell'Istituto, ai progetti di centralizzazione a livello ESMA, alle attività relative al Piano d'azione della Commissione europea sulla *sustainable finance*, con particolare attenzione all'informativa non finanziaria, e al Piano d'azione per il FinTech.

Uno dei temi più impellenti nel contesto europeo per il settore finanziario è la gestione della Brexit e della *post-Brexit*. È necessario ragionare su due livelli di approfondimento: i) lo scenario di una Unione europea *post-Brexit* e ii) la gestione dei rapporti con gli operatori del mercato finanziario britannico quando il Regno Unito sarà definitivamente uscito dall'Unione europea secondo le condizioni stabilite (per ulteriori dettagli si veda il precedente Capitolo III 'Le misure in vista della Brexit').

In questo momento di forte discontinuità e di incertezza, la Consob si impegna a rafforzare la propria presenza e a contribuire al dibattito nelle istituzioni europee in merito a tali tematiche anche per mantenere e favorire, nell'ambito del proprio ruolo, l'attrattività della piazza finanziaria italiana per gli operatori esteri.

Inoltre, al fine di sviluppare il *networking* con le omologhe autorità nazionali, l'Istituto intende rafforzare la partecipazione del proprio personale all'attività di enti esteri, in particolare ESMA, Commissione europea e BCE, e intensificare i rapporti, anche bilaterali, con le altre autorità europee ed extra-europee per creare sedi permanenti di incontro periodico e potenziare forme di scambio e di confronto *inter pares*.

11.8 Migliorare l'efficienza e la performance dell'Istituto anche in un'ottica di sostenibilità

La Commissione prevede di potenziare l'organico in ragione delle crescenti attività di vigilanza da porre a presidio dei mercati finanziari, tramite l'avvio delle procedure concorsuali necessarie per traguardare il completamento della pianta organica in coerenza con le priorità individuate di vigilanza.

Si prevede, inoltre, l'inserimento programmato e sistematico di tirocinanti extra-curricolari, i quali con la propria attività di studio, formazione e ricerca, potranno contribuire a un ulteriore arricchimento cognitivo per le diverse aree operative dell'Istituto.

È necessario, inoltre, accompagnare il processo di rafforzamento dell'organico con l'introduzione e la modernizzazione di alcuni strumenti di *management* per una efficace gestione delle risorse umane, valorizzando il merito con sistemi di valutazione 'per obiettivi', anche per elevare l'*accountability* dell'Istituto, e applicando la *job rotation*.

In relazione all'obiettivo di rafforzamento dell'organico, si rende necessario intervenire sulla gestione immobiliare al fine di razionalizzare gli spazi e, in linea con le tematiche ESG, applicare criteri di sostenibilità.

Proseguiranno le iniziative finalizzate a favorire l'economia circolare e sarà applicata una politica di acquisti maggiormente orientata verso prodotti ecosostenibili.

Nella prospettiva di generalizzato utilizzo di canali e tecnologie digitali a supporto dei processi interni e dei rapporti con l'esterno, per fronteggiare i rischi di *cybercrime* si prevede di ampliare il presidio sulle politiche e sul governo della sicurezza informatica.

L'innalzamento dei livelli di sicurezza nel comparto *cyber* richiederà, da un lato, di rafforzare i presidi di controllo adeguando le procedure interne e i necessari strumenti, e, dall'altro, di sviluppare il *networking* con le altre autorità nei comitati internazionali e con le organizzazioni incaricate di raccogliere le segnalazioni di incidenti informatici e vulnerabilità (Polizia Postale e *Computer Emergency Response Team - CERT*).

La Consob intende, infine, ampliare i contenuti del *data warehouse* d'Istituto e favorirne una maggiore condivisione tra le proprie unità organizzative. Al fine di valorizzare la crescente disponibilità di dati, saranno valutate le opportunità di utilizzo di tecnologie di *big data analytics*.

L'attività della Consob B

1 Le sedi di negoziazione domestiche

1.1 Il mercato azionario

A fine 2018, i principali indicatori del mercato azionario risultavano in calo rispetto all'anno precedente. L'indice Ftse Mib ha registrato una contrazione pari al 16 per cento. La capitalizzazione complessiva di borsa è diminuita del 15 per cento rispetto al 2017, attestandosi a circa 542 miliardi di euro. L'incidenza della capitalizzazione sul Pil è passata dal 40 al 33,5 per cento (Tav. 1).

La contrazione della capitalizzazione ha riguardato essenzialmente il mercato MTA Domestic e, in particolare, il comparto bancario che ha scontato le incertezze del quadro politico e dello scenario economico. Il mercato AIM Italia-MAC, invece, ha registrato un aumento della capitalizzazione per circa un miliardo di euro (da 5,6 a 6,6).

Nello stesso periodo sono aumentate sia le società domestiche quotate sull'MTA, seppure lievemente passando da 237 a 240, sia quelle negoziate sul mercato AIM Italia-MAC, da 95 a 113.

Secondo la classificazione di Borsa Italiana, nel corso dell'anno sul mercato MTA sono state ammesse a quotazione 12 nuove società domestiche, a fronte di nove società revocate. Le operazioni di quotazione di società mediante *initial public offering* (Ipo) sono state complessivamente 31, di cui quattro sull'MTA, una sul MIV e ben 26 sul listino AIM Italia, con una raccolta complessiva di risorse pari a due miliardi di euro, prevalentemente da parte delle società quotate sull'AIM.

Il mercato MIV ha invece evidenziato una diminuzione sia del numero delle società quotate sia della capitalizzazione a fine anno.

Il controvalore delle negoziazioni è lievemente diminuito sul mercato MTA Domestic, da 606 a 604 miliardi di euro, mentre ha superato la soglia dei 2,4 miliardi di euro sull'AIM Italia-MAC (poco meno di 2 miliardi nel 2017).

Nel corso del 2018 il 32 per cento circa dei controvalori scambiati sull'MTA è riconducibile a operatori registrati come *high frequency traders* (HFTs), prevalentemente operatori esteri, che utilizzano tecniche di *high frequency trading* in

Tav. 1 Principali indicatori per le sedi di negoziazione MTA, MIV e AIM Italia-MAC di Borsa Italiana
(valori monetari in miliardi di euro)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
MTA							
capitalizzazione ¹	364	445	480 ¹	570	522	634	536
di cui % costituenti Ftse Mib	84,5	80,0	80,6	78,7	79,4	76,9	74,5
in % del Pil	23,3	27,5	29,7	35,1	31,6	39,6	33,1
controvalore scambi	487	526	702	792	615	606	604
n° quotate domestiche ²	249	243	239	236	234	237	240
società ammesse a quotazione ³	2	6	7	10	7	12	12
di cui : lpo	1	2	5	8	3	7	4
società revocate ⁴	10	12	11	13	9	9	9
rapporto dividendi-prezzo ⁵	4,2	3,1	3,0	2,7	3,4	2,9	3,9
rapporto prezzo-utili ⁶	13,9	20	18,9	23,7	19,1	17,7	11
MIV							
capitalizzazione	0,4	0,3	0,2	0,4	0,5	0,6	0,2
n° società quotate	6	6	6	6	6	3	2
AIM Italia-MAC							
capitalizzazione	0,6	1,2	2,0	2,9	2,9	5,6	6,6
controvalore scambi	..	0,1	0,3	0,8	0,3	2,0	2,4
n° società quotate	27	36	57	74	77	95	113
di cui : lpo	5	15	21	18	11	24	26
indicatori complessivi							
capitalizzazione	365	447	482	573	525	640	542
società quotate ⁷	323	326	342	356	387	421	452
Ftse Mib (var. %) ⁸	7,8	16,6	0,2	12,7	-10,2	13,6	-16,1

Fonte: Borsa Italiana, Bloomberg, Thomson Reuters Datastream. Dati a fine anno. ¹ Dati riferiti alle società per le quali l'MTA è considerato il mercato domestico o di prima quotazione. 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. Il rapporto percentuale fra capitalizzazione e Pil può variare con la comunicazione del dato definitivo del Pil stesso. ² In linea con l'approccio seguito da Borsa Italiana, si continuano a considerare come domestiche talune società anche dopo il trasferimento della loro sede legale all'estero. ³ Dati relativi alle nuove società ammesse a seguito di lpo, scissioni, fusioni e passaggi di mercato. ⁴ Dati relativi alle società revocate a seguito di Opa, fusioni, passaggi di mercato e altri provvedimenti ai sensi del Regolamento di Borsa Italiana. ⁵ Valori percentuali dell'indice Datastream rappresentativo delle società quotate sul mercato italiano, calcolato sulla base del prezzo corrente e dei dividendi stimati. Il rapporto dividendi-prezzo (*dividend yield*) rappresenta il rendimento atteso relativo alla stima degli utili distribuiti. ⁶ 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. ⁷ Inclusive le società estere quotate. ⁸ Variazioni percentuali rispetto all'anno precedente.

senso stretto (ossia basate su algoritmi e quindi appartenenti alla famiglia più ampia del trading algoritmico ma centrate sulla velocità di acquisizione ed elaborazione delle informazioni di mercato e di reazione a tali informazioni). Il dato tuttavia sale a oltre il 63 per cento se riferito a soggetti registrati ai sensi delle nuove definizioni

previste dalla Direttiva 2014/65/UE (MiFID II) e dal Regolamento delegato (UE) n. 565/2017 e che nel corso dell'anno hanno trasmesso ordini mediante algoritmi. Il numero maggiore di operatori che effettuano HFT si rileva principalmente sui mercati IDEM, MTA ed EtfPlus, mentre la loro presenza risulta meno significativa sul MOT e su EuroTLX.

1.2 Il mercato EtfPlus

Nel corso del 2018 il patrimonio gestito dagli *exchange traded products* (Etp) negoziati è cresciuto, seppur in lieve misura rispetto all'anno precedente (+2,7 per cento), sfiorando la soglia dei 67 miliardi di euro (Tav. 2).

A fine 2018 il numero complessivo di Etp quotati sul mercato EtfPlus di Borsa Italiana era pari a 1.209, di cui 894 *exchange traded funds* (Etf) e 315 *exchange traded commodities* (Etc) ed *exchange traded notes* (Etn).

Tav. 2 Patrimonio gestito da *exchange traded products* negoziati sul mercato EtfPlus
(dati di fine periodo; valori monetari in miliardi di euro)

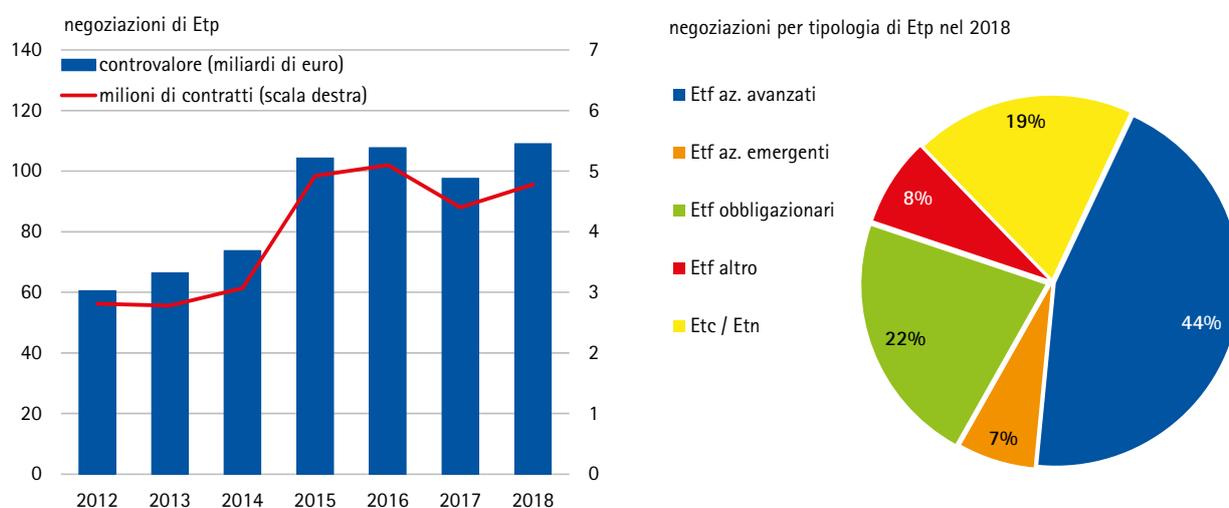
	Etf az. mercati avanzati	Etf az. mercati emergenti	Etf obbligaz.	altri Etf	Etc / Etn	<i>totale</i>	<i>variazione¹</i>
2012	7,3	3,3	5,7	1,8	2,6	<i>20,7</i>	11,3
2013	11,7	2,8	8,0	2,3	1,9	<i>26,7</i>	29,0
2014	15,2	2,9	13,2	3,0	2,7	<i>37,0</i>	38,7
2015	21,1	2,5	15,8	3,9	4,3	<i>47,6</i>	28,6
2016	20,7	3,2	19,3	4,6	5,1	<i>52,9</i>	11,1
2017	24,0	4,6	24,1	6,3	6,1	<i>65,1</i>	23,1
2018	23,0	4,4	28,1	6,5	3,5	<i>66,9</i>	2,7

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. ¹ In percentuale rispetto all'anno precedente. Il dato relativo al 2018 non è tuttavia immediatamente comparabile con quello del 2017 a seguito della trasformazione, da parte di Borsa Italiana, del segmento del mercato EtfPlus dedicato agli Oicr aperti diversi dagli Etf in un distinto sistema multilaterale di negoziazione, denominato 'ATFund' e avviato il 1 ottobre 2018.

La quota maggiore delle masse in gestione è ripartita fra Etf azionari (23 miliardi di euro investiti in mercati azionari avanzati) e obbligazionari (28,1 miliardi), mentre il patrimonio gestito da Etc/Etn resta molto più contenuto, attestandosi in calo rispetto al 2017 a 3,5 miliardi di euro.

Con riferimento alle negoziazioni, il controvalore complessivo degli scambi sul mercato EtfPlus nel 2018 ha raggiunto i 109 miliardi di euro (97,6 miliardi nel 2017). Nello stesso periodo, il numero di scambi è aumentato da 4,4 a 4,7 milioni di contratti (Fig. 1).

Fig. 1 Negoziations di *exchange traded products* sul mercato EtfPlus



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana.

1.3 Il mercato IDEM

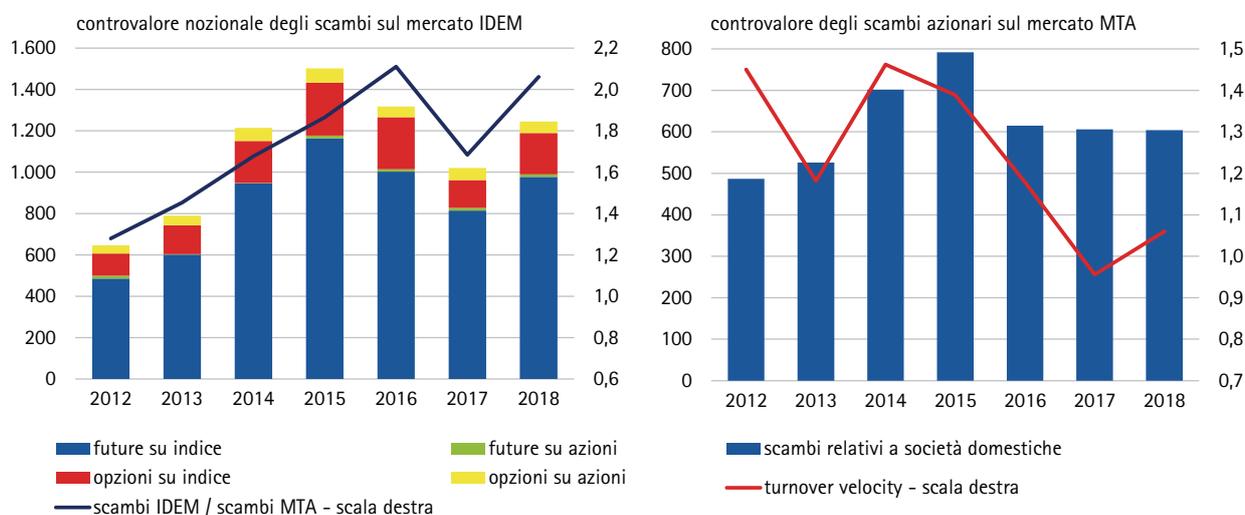
Nel 2018 il controvalore nozionale delle negoziations su strumenti derivati negoziati sul mercato IDEM di Borsa Italiana è aumentato del 22 per cento circa, passando da circa 1.021 miliardi di euro nel 2017 a 1.245 miliardi, dopo la contrazione registrata nel biennio precedente, a fronte della sostanziale stabilità dei controvalori negoziati sul mercato azionario (Fig. 2).

In particolare, nel corso dell'anno il rapporto fra controvalore nozionale degli scambi in derivati azionari e controvalore delle negoziations sul mercato MTA è aumentato da 1,7 a 2,1 circa, dato riconducibile anche al prolungato rallentamento dell'indice di *turnover* sul mercato a pronti, risultato prossimo al 100 per cento come nel 2017.

Come di consueto, anche nel 2018 gli scambi più significativi hanno riguardato i contratti *future* e di opzione sull'indice Ftse Mib (pari, rispettivamente, a circa 977 e 200 miliardi di valore nozionale, in crescita del 20 e del 48 per cento circa). Più contenuti i volumi negoziati relativi alle opzioni (55 miliardi) e ai *futures* (12 miliardi) su singole azioni.

Con riferimento alle posizioni aperte, nel 2018 il controvalore nozionale dell'*open interest* è risultato in significativo aumento rispetto all'anno precedente per tutte le principali categorie di strumenti derivati (ad eccezione delle opzioni su indice).

Fig. 2 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.

1.4 Il mercato SeDeX

Gli scambi di *covered warrant* e *certificates* sul mercato SeDeX hanno continuato a calare anche nel 2018 (-7 per cento circa rispetto all'anno precedente), proseguendo il trend decrescente iniziato nel 2015. Contestualmente, l'attività di *origination*, seppur in lieve calo rispetto al 2017, ha continuato a essere sostenuta, con un numero di strumenti negoziabili a fine anno pari a 8.515 (Tav. 3).

Tav. 3 *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								
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
2018	5.367	2,4	1.596	3,3	1.328	12,0	224	..	8.515	17,7

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

Tra le tipologie di *covered warrant* e *certificates*, si evidenzia la crescita del numero di emissioni a leva fissa (con controvalori negoziati sostanzialmente stabili) e di tipo *investment* (con controvalori negoziati in calo del 25 per cento). Risultano in moderato calo i volumi sugli strumenti *plain vanilla*, mentre quelli delle strutture esotiche sono non significativi.

Come negli anni passati, l'operatività è stata caratterizzata da una marcata concentrazione: il controvalore negoziato dei primi cinque *covered warrant* o *certificates* per categoria rappresenta poco meno della metà (circa 45 per cento) dei controvalori complessivamente negoziati, confermando il trend degli ultimi anni. In particolare, la categoria maggiormente concentrata è stata quella dei certificati a leva (41 per cento circa).

1.5 I mercati obbligazionari

Nel corso del 2018, il controvalore degli scambi di titoli obbligazionari è risultato in calo su tutte le principali sedi di negoziazione, sia all'ingrosso sia *retail* (Tav. 4).

Tav. 4 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 ¹ (titoli di Stato)	MTS Corporate ¹	BondVision MTF ¹ (obbl. non gov.)	BondVision Europe MTF ¹ (titoli di Stato, corporate)	MOT ²	EuroTLX MTF	Hi-MTF MTF	ExtraMOT MTF	
2012	567	645	1	8	—	321	104	20	5	1.671
2013	904	804	..	7	—	330	90	24	5	2.164
2014	1.487	1.041	..	9	—	323	91	23	6	2.980
2015	1.225	1.082	..	36	—	277	79	19	4	2.722
2016	1.385	924	....	25	—	215	....	15	....	2.788
2017	1.216	856	....	12	—	204	56	8	2	2.354
2018	1.164	—	—	—	661	168	35	5	2	2.035

Fonte: elaborazioni su dati MTS, Borsa Italiana, EuroTLX e Hi-MTF. L'eventuale mancata quadratura è dovuta agli arrotondamenti. ¹ Dal 3 gennaio 2018 l'attività dei mercati regolamentati 'MTS Corporate' e 'BondVision Italia' è cessata; le relative negoziazioni sono contestualmente migrate su BondVision MTF. BondVision MTF è stato ridenominato 'BondVision Europe MTF'. Al contempo, 'BondVision Europe MTF' è stato autorizzato alla negoziazione dei titoli di Stato e *corporate*, e a modalità di negoziazione diverse dal conto proprio, con conseguente qualificazione dell'MTF come sede di negoziazione 'non all'ingrosso'. ² Inclusi gli scambi su obbligazioni negoziate sull'EuroMOT.

In particolare, sul mercato all'ingrosso dei titoli di Stato MTS il valore delle negoziazioni è diminuito del 4 per cento circa, portandosi da 1.216 a 1.164 miliardi di euro. Nello stesso periodo, anche la piattaforma BondVision evidenzia una riduzione dei controvalori scambiati (-22 per cento circa), ma i dati sulle negoziazioni nel 2018

non sono perfettamente omogenei ai precedenti in quanto condizionati dalla migrazione alla piattaforma BondVision Europe MTF.

I controvalori scambiati sul MOT, principale mercato obbligazionario *retail*, sono anch'essi ulteriormente diminuiti rispetto all'anno precedente, passando da circa 204 a 168 miliardi di euro (-18 per cento circa), accompagnata peraltro dall'aumento del numero di contratti conclusi. Il dato e la conseguente riduzione del valore medio dei contratti sul MOT sono riconducibili presumibilmente all'incremento dell'operatività in conto terzi (di norma caratterizzata da dimensioni medie dei contratti più contenute), rispetto all'operatività in conto proprio.

2 La vigilanza sulle piattaforme di negoziazione

Il quadro complessivo delle piattaforme di negoziazione su cui la Consob esercita la sua attività di vigilanza comprende, oltre ai mercati regolamentati, anche i sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) e gli internalizzatori sistematici (IS).

Con riferimento ai sistemi multilaterali di negoziazione azionari, nel 2018 si è osservato, in generale, un aumento dei controvalori negoziati, peraltro con valori assoluti significativi (prossimi o superiori a un miliardo di euro) solo sulle piattaforme di Borsa Italiana AIM Italia-MAC ed Equity MTF e su EuroTLX (Tav. 5).

Per quanto riguarda gli scambi di titoli obbligazionari, EuroTLX si è confermato come principale MTF *retail* anche nel 2018, nonostante la forte contrazione dei controvalori negoziati registrata anche su Extra-MOT e Hi-MTF. Un calo superiore al 20 per cento ha caratterizzato anche BondVision Europe, per le cui modifiche regolamentari si rinvia alla fine del paragrafo. I volumi di contratti *repo* negoziati su e-MID hanno subito una contrazione superiore al 70 per cento.

In relazione agli internalizzatori sistematici, le negoziazioni hanno avuto un controvalore pari a 41 miliardi di euro per gli strumenti azionari e 99 miliardi per quelli obbligazionari, in calo rispetto al 2017, rispettivamente, del 20 e del 6 per cento.

Il dato 2018 non è tuttavia immediatamente comparabile con quello dell'anno precedente a seguito della modifica del quadro normativo e della ricomposizione della platea di operatori. Il nuovo regime MiFID II-MiFIR ha infatti modificato sia il perimetro di applicazione della disciplina degli IS sia la tipologia degli strumenti rilevanti.

Degli IS registrati a fine 2018, uno tratta esclusivamente azioni, un altro azioni e altri strumenti, mentre altri dieci trattano solo strumenti diversi dalle azioni.

Tav. 5 Piattaforme di negoziazione italiane

gestore	piattaforma	strumenti negoziati	controvalore negoziazioni ¹		numero contratti ²		controvalore medio contratti ³	
			2018	var. ⁴	2018	var. ⁴	2018	var. ⁴
 Mercati regolamentati 								
Borsa Italiana	MTA ⁵	azioni, diritti	622	-1	70.439	1	9	..
	di cui: MTA Domestic		604	..	68.405	1	9	..
	MTA Foreign		18	-10	2.034	9	9	-18
	MIV	azioni	..	3	15	-35	6	59
	MOT	obbligazioni	168	-18	3.625	6	46	-23
	EtfPlus	fondi quotati	109	11	4.786	9	23	0
	IDEM ⁶	derivati	1.245	22	36.237	6	34	13
MTS	MTS	obbligazioni	1.164	-4	213	..	5.476	-4
 Sistemi multilaterali di negoziazione 								
Borsa Italiana	Borsa Italiana Equity ⁷	azioni	2	36	209	6	7	16
	AIM Italia-MAC	azioni	2	20	512	-9	5	25
	ExtraMot	obbligazioni	2	-28	45	7	40	-33
	SeDeX ⁸	derivati cartolarizzati	18	-5	2.329	7	8	-11
	ATFund ⁹	fondi	..	....	2	....	100	....
MTS	BondVision Europe ¹⁰	obbligazioni	661	-24	172	-6	4.743	-19
EuroTLX Sim	EuroTLX	azioni	1	61	79	74	8	-11
		obbligazioni, certificates	35	-38	1.396	-36	25	-4
Hi-MTF Sim	order driven	azioni	..	100	14	104	3	0
		obbligazioni	1	-20	48	-13	17	-5
	quote driven	obbligazioni	4	-31	82	-26	51	-7
e-MID Sim	e-MID repo	contratti repo	26	-72	..	-39	63.757	-54
 Internalizzatori sistematici¹¹ 		azioni	41	-20	2.318	-29	18	12
		altri strumenti	99	-6	261	-95	379	....
		di cui:						
		titoli di Stato	41	....	35	-62	1.162	....
		obbligazioni di gruppo	2	93	31	3	50	85
		bancarie	52	....	7	-74	7.777	....
		corporate	1	....	2	128	632	....

Fonte: elaborazioni Consob su dati di mercato. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ¹ Controvalore in miliardi di euro. ² Migliaia di contratti. ³ Controvalore in migliaia di euro. ⁴ Variazioni percentuali rispetto all'anno precedente. ⁵ Dall'11 luglio 2016 il mercato MTA non include più il segmento MTA International, confluito nel nuovo segmento diurno denominato Global Equity Market del multilateral trading facility Borsa Italiana Equity MTF (in precedenza denominato TAH). ⁶ Il mercato IDEM include i segmenti Equity, Idex (dedicato ai derivati su *commodities*) e Agrex (dedicato ai derivati agricoli); controvalori nozionali. ⁷ In precedenza denominato Global Equity Market. ⁸ Dal 24 novembre 2017 il SeDeX è divenuto un multilateral trading facility (con contestuale cessazione dell'attività come mercato regolamentato); i dati relativi al 2017 si riferiscono anche alle negoziazioni avvenute sul mercato regolamentato prima della sua cessazione. ⁹ Il sistema multilaterale di negoziazione ATFund è stato avviato il 1° ottobre 2018; al suo interno sono migrati i fondi aperti conformi alla Direttiva 2009/65/CE (UCITS) fino a quel momento ammessi a negoziazione su Etfplus. ¹⁰ Il sistema multilaterale di negoziazione gestito da MTS a far data dal 3 gennaio 2018 ha assunto la nuova denominazione di BondVision Europe MTF, e su tale MTF sono migrate le negoziazioni di titoli di Stato e corporate in precedenza effettuate rispettivamente sul mercato regolamentato BondVision e MTS Corporate, che hanno contestualmente cessato l'attività. I dati relativi ai volumi del 2017 sono stati ottenuti sommando le negoziazioni avvenute sia sul mercato regolamentato BondVision sia sul sistema multilaterale BondVision Italia. ¹¹ I dati relativi all'attività di internalizzazione sistematica nel 2018 non sono omogenei rispetto a quelli del 2017 per effetto dell'entrata in vigore della Direttiva MiFID II e del Regolamento MiFIR.

Dal 3 gennaio 2018, tutti gli internalizzatori sistematici presenti nell'elenco 'pre-MiFID II' tenuto dalla Consob sono decaduti automaticamente. Da allora, nove intermediari, operanti prevalentemente su strumenti *non-equity*, in particolare in obbligazioni di propria emissione o emesse da banche dello stesso gruppo, interessati a mantenere lo *status* di IS, hanno comunicato alla Consob l'intenzione di aderire in via volontaria al nuovo regime (effettuando il cosiddetto *opt in*, indipendentemente dal superamento dei limiti ai parametri fissati dalla normativa europea di primo e secondo livello). Tre intermediari hanno invece notificato il superamento delle soglie pubblicate dall'ESMA il 1° agosto 2018 e sono pertanto ricaduti nel nuovo regime, che prevede l'iscrizione nell'apposito elenco tenuto dalla Consob e il conseguente inserimento nell'ESMA Register.

L'attività di vigilanza svolta dalla Consob sugli internalizzatori sistematici si è concentrata sulla qualità delle informazioni fornite in sede di avvio dell'attività, al fine di contribuire alla definizione di un quadro dettagliato, utile all'investitore, delle modalità operative adottate e di accrescere la consapevolezza degli operatori su perimetro e obblighi derivanti dal nuovo regime.

In relazione alle piattaforme di negoziazione, assumono particolare rilievo le modifiche regolamentari e organizzative intervenute in corso d'anno relativamente alle sedi di negoziazione gestite da MTS Spa.

Tale società ha infatti realizzato, tra il 2017 (con effetti dal 2018) e il 2018 (con effetti dal 2019), una riorganizzazione e una semplificazione nell'offerta dei 'servizi-mercato', anche a livello di gruppo.

In particolare, MTS Spa, con effetti dal 3 gennaio 2018, è stata autorizzata – rispettivamente, dal Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) sentite 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 migrate sull'MTF BondVision, ridenominato 'BondVision Europe MTF', con operatività estesa anche ai titoli di Stato e a modalità di negoziazione diverse dal conto proprio, e conseguente qualificazione dell'MTF come sede di negoziazione 'non all'ingrosso'.

In vista dell'uscita del Regno Unito dall'Unione europea, nel 2018 MTS Spa ha inoltre richiesto l'autorizzazione alla gestione in Italia dell'attività dei sistemi multilaterali di negoziazione 'MTS Cash Domestic' ed 'EBM' gestiti dalla società controllata EuroMTS Ltd, avente sede in UK.

I due nuovi MTF sono stati posti pertanto sotto la giurisdizione italiana, beneficiando così del passaporto europeo MiFID II, con possibilità di accesso ai medesimi da parte degli operatori UE.

In quanto sedi di negoziazione in cui sono ammesse modalità di negoziazione anche diverse dal conto proprio, tali MTF non rientrano nella definizione di 'sedi di negoziazione all'ingrosso' ai sensi dell'art. 61, comma 1,

lett. e), del Tuf e sono, pertanto, soggetti alla vigilanza esclusiva della Consob, analogamente a quanto avviene per il summenzionato BondVision Europe MTF. L'avvio operativo dei nuovi MTF è previsto da marzo 2019.

Sull'MTF MTS Cash Domestic sono ammessi a negoziazione titoli di debito emessi dai governi nazionali, anche se non negoziati in altre sedi di negoziazione; conservando la struttura del corrispettivo MTF costituito nel Regno Unito, l'MTF è suddiviso in diversi segmenti ognuno dei quali dedicato alla negoziazione di titoli governativi emessi in taluni Stati (tra cui, Austria, Repubblica Ceca, Germania, Grecia, Ungheria, Irlanda, Olanda, Portogallo, Slovacchia, Slovenia, Spagna). Sull'MTF EBM sono, invece, negoziati titoli (tra cui, in particolare, titoli di Stato, titoli cosiddetti *quasi-government*, *covered bonds*) già quotati o ammessi alle negoziazioni su mercati regolamentati o MTF.

Si segnala, infine, che a dicembre 2018 e-MID Sim Spa ha comunicato la decisione di cessare – con decorrenza da gennaio 2019 – l'operatività del sistema multilaterale di negoziazione e-MIDER, sul quale non si registravano da tempo negoziazioni.

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 2018 la Consob 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. 6).

Le modifiche ai regolamenti delle sedi di negoziazione, in linea di continuità con quanto rilevato lo scorso anno, sono state funzionali a favorire il totale adeguamento al nuovo contesto normativo delineato da MiFID II e da MiFIR e ad anticipare alcune novità introdotte dalla normativa europea di più recente adozione. In generale, tra le modifiche più rilevanti si segnalano quelle intervenute in tema di obblighi dei *market makers* e di trasparenza delle negoziazioni in relazione all'utilizzo dei *waivers*, finalizzate a un più corretto inquadramento degli obblighi alla luce degli ulteriori chiarimenti forniti dalle Q&A ESMA, nonché le modifiche apportate in tema di accesso delle controparti centrali (CCP) alle *trading venues*, al fine di fornire completa e concreta attuazione alle nuove disposizioni in materia contenute nel Regolamento MiFIR.

Tav. 6 Modifiche ai Regolamenti dei mercati regolamentati e alle relative disposizioni di attuazione nel 2018

data e intervento	contenuto	mercato interessato
Borsa Italiana		
Modifiche al Regolamento e relative Istruzioni (delibera 20445 del 17 maggio 2018)	Procedura di ammissione: disciplina applicabile alle società AIM Italia in tema di sistema di controllo di gestione. Partecipazioni detenute dagli Oicr ai fini del calcolo del flottante degli emittenti azioni	MTA e MIV
	Disciplina delle operazioni in vendita nel segmento professionale del MIV, definizione di SIV, documentazione in ammissione, disciplina delle Sicav e dei Fia esteri. Segmento Star: integrazione della disciplina delle ipotesi di riammissione al segmento Star	
	Introduzione del segmento professionale in vista del recepimento della Direttiva Prospetto	MOT
	Regime di trasparenza <i>pre</i> -negoiazione per gli ordini a pacchetto e differimento della trasparenza <i>post</i> -negoiazione	IDEM
Modifiche alle Istruzioni (assenso della Consob del 17 maggio 2018)	Obblighi di quotazione degli operatori <i>market maker</i>	IDEM
Modifiche al Regolamento e relative Istruzioni (delibera 20575 dell'11 settembre 2018)	Disciplina delle ipotesi di esclusione su richiesta degli emittenti	MTA (Star)
	Chiusura del segmento Oicr aperti diversi dagli Etf e contestuale avvio del nuovo MTF ATFund	EtfPlus
	Potenziale ampliamento del numero delle CCP	MTA e EtfPlus
	Immissione delle operazioni concordate per strumenti <i>non-equity</i> illiquidi: revisione delle condizioni di prezzo in caso di assenza di VWAP	MOT e EtfPlus
	Revisione delle modalità di esecuzione delle richieste di quotazione RfQ	
	Modalità di invio della documentazione da parte degli emittenti	MOT e EtfPlus
Modifiche alle Istruzioni (assenso della Consob del 14 settembre 2018)	Obblighi dei <i>market maker</i> ai sensi della MiFID II, degli operatori specialisti e dei <i>market maker</i> volontari	Tutti
Modifiche al Regolamento e relative Istruzioni (delibera 20750 del 19 dicembre 2018)	Revisione della disciplina del flottante	MTA e MIV
	Introduzione dell'asta di apertura	EtfPlus
	Informativa agli operatori	Tutti
	Esclusione su richiesta dalle negoziazioni	Tutti
Modifiche alle Istruzioni (assenso della Consob del 20 dicembre 2018)	Scostamento minimo per le operazioni concordate. Opzioni su azioni: i) modifica del numero dei prezzi di esercizio disponibili, ii) introduzione delle scadenze quadriennali e quinquennali e iii) adeguamento degli obblighi di quotazione dei <i>market makers</i> volontari	IDEM
	Operatori ammessi alle negoziazioni	Tutti
MTS		
Modifiche al Regolamento (parere al MEF dell'11 ottobre 2018)	Eliminazione della funzionalità <i>Request for Quote</i> (RfQ) per la negoziazioni sul segmento ' <i>repo</i> ' (pronti contro termine). Razionalizzazione delle tipologie di contratti ammesse sul segmento <i>repo</i> (le negoziazioni di contratti pronti contro termine su determinati titoli di Stato ricondotte alla sola forma dei <i>repo classic</i>)	MTS

Fonte: Consob.

Analoga attività di vigilanza è stata svolta con riferimento alle modifiche apportate alle regole di funzionamento degli MTF, al fine di verificarne la conformità agli indirizzi comunitari e in particolare al nuovo quadro MiFID II-MiFIR.

In relazione alle modifiche alle regole di funzionamento dei sistemi multilaterali di negoziazione, di seguito si riassumono in ordine di tempo quelle approvate nel corso del 2018 e a inizio 2019 (Tav. 7).

Tav. 7 Modifiche alle regole di funzionamento di sistemi multilaterali di negoziazione nel 2018

entrata in vigore	contenuto	MTF interessati
Borsa Italiana		
febbraio/aprile 2018	Procedura di esclusione su richiesta dalle negoziazioni degli strumenti finanziari	ExtraMOT
	Ammissibilità alle negoziazioni anche dei certificati rappresentativi di azioni e di altri titoli di capitale di rischio (in aggiunta alle azioni)	Borsa Italiana Equity
giugno/settembre 2018	Requisiti di ammissione in tema di parità-multiplo; prezzo liquidazione e data di valutazione; eliminazione del limite della scadenza; rinuncia dell'esercizio automatico a scadenza e differimento della cancellazione degli strumenti finanziari derivati cartolarizzati. Introduzione della previsione della liquidazione dei contratti su base netta (' <i>mini netting</i> ')	SeDeX
	Requisiti di <i>membership</i> in materia di <i>post trading</i> . Operazioni concordate su strumenti <i>non-equity</i> illiquidi: revisione delle condizioni di prezzo in caso di assenza di VWAP. Modalità di esecuzione delle richieste di quotazione RfQ	ExtraMOT
	Potenziale ampliamento del numero delle CCP	Borsa Italiana Equity
	Tempi di durata e preavviso per gli accordi di <i>market makers</i> ai sensi della MiFID II	Borsa Italiana Equity, ExtraMOT, AIM Italia-MAC e SeDeX
	Avvio del nuovo MTF ATFund in sostituzione del segmento Oicr aperti diversi dagli Etf del mercato regolamentato EtfPlus	ATFund
ottobre/dicembre 2018	Cancellazione dalle negoziazioni degli strumenti	ExtraMOT
	Esclusione su richiesta: modalità di trasmissione della domanda	SeDeX
	Operatori ammessi alle negoziazioni	Tutti
	Informativa agli operatori	Tutti
EuroTLX Sim		
novembre 2018	Revisione delle modalità di esecuzione delle richieste di quotazione RfQ tramite l'introduzione della possibilità per il richiedente di definire <i>ex ante</i> le condizioni che determineranno l'esecuzione automatica della richiesta di quotazione. Ammissibilità dei <i>covered warrant</i> e <i>certificates</i> sul segmento RFQ ed estensione delle relative funzionalità ai medesimi strumenti	
gennaio 2019	Modifiche relative alla gestione delle istruttorie relative all'ammissione degli strumenti finanziari alle negoziazioni; eliminazione della previsione relativa all'informativa titolo; ampliamento del novero degli operatori ammessi alle negoziazioni; eliminazione della distinzione tra <i>market maker</i> di tipo A e di tipo B ai fini della strutturazione degli obblighi di quotazione; introduzione di segmenti di mercato specifici in funzione delle caratteristiche omogenee degli strumenti finanziari ivi negoziati	
HI-MTF		
novembre 2018	Modifica del modello microstrutturale di Hi-MTF, tramite la quale sono state introdotte alcune funzionalità ispirate al modello di un sistema <i>order driven</i> nell'impianto originario, rispondente a un modello <i>quote-driven</i> puro, dando vita a un sistema cosiddetto 'misto'. Disciplina delle tipologie di operatori, tramite la creazione della nuova figura di aderente diretto cosiddetto ' <i>gold</i> ', legittimato a immettere nel sistema ordini in conto proprio e che risponde a regole di condotta appositamente previste. Definizione di nuove tipologie di ordini che possono essere inseriti sul sistema (ordini in conto proprio dei <i>market maker</i> e degli aderenti diretti <i>gold</i>). Modalità di <i>matching</i> che determinano la conclusione di un contratto, che rispondono alla nuova natura del sistema ibrido, consentendo l'incontro di tutte le tipologie di ordini (<i>quote</i> , ordini in conto terzi e in conto proprio) nel rispetto dei criteri di abbinamento sanciti dal regolamento	Hi-MTF <i>Quote-driven</i>
(in attesa di implementazione tecnologica)	Creazione di un nuovo segmento dedicato alla negoziazione dei <i>certificates</i> , caratterizzato da regole di funzionamento e di informativa in parte peculiari rispetto a quelle vigenti per il resto del sistema	Hi-MTF <i>Order-driven</i>
dicembre 2018	Previsione di una fattispecie di sospensione automatica dalle negoziazioni per le azioni ammesse sul sistema nel caso in cui l'emittente deliberi un aumento di capitale. Al fine di garantire la regolarità delle negoziazioni, le stesse sono sospese per la durata dell'operazione straordinaria e riprendono, una volta conclusa, con la definizione di un nuovo prezzo di riferimento dell'azione che tenga conto dell'esito dell'operazione di aumento di capitale	Hi-MTF <i>Order-driven</i>

Fonte: Consob.

Con riferimento agli obblighi di *transaction reporting* e di trasparenza delle negoziazioni, nel 2018 la Consob ha avviato, alla luce della nuova disciplina MiFID II-MiFIR, nuove attività di vigilanza sulla correttezza

delle informazioni trasmesse, con particolare riferimento al monitoraggio della tempestività e della correttezza delle segnalazioni all'Istituto, nonché sull'adempimento degli obblighi di trasparenza *pre-* e *post-*negoiazione.

Come noto, il Regolamento MiFIR ha ampliato notevolmente l'ambito di applicazione del regime di *transaction reporting*, sia in termini di nuove *trading venues* e di nuove tipologie di strumenti finanziari sia di operatori diversi dalle imprese di investimento. Ciò ha determinato un'intensa attività di chiarimenti operativi forniti all'industria, direttamente e attraverso l'ESMA, e l'adozione di un nuovo modello di vigilanza e dei connessi strumenti da parte della Consob nel corso del 2018.

In tale ambito, sta proseguendo il lavoro di valorizzazione dell'intero patrimonio di vigilanza, attraverso l'integrazione di informazioni di natura qualitativa all'intero *data set* di vigilanza, sia in tempo reale sia in differita. Nel corso del 2018 sono stati inoltre sviluppati strumenti di analisi innovativi finalizzati a rendere immediatamente rilevabili dinamiche di mercato realizzate su una molteplicità di *trading venues*, anche grazie alla valorizzazione delle informazioni acquisite a seguito dell'implementazione del *transaction reporting* (per ulteriori dettagli si veda il successivo paragrafo 'La vigilanza sugli abusi di mercato').

La Consob ha anche condotto una prima verifica su un campione di circa 20 intermediari con il maggior numero di anomalie e/o più attivi (rappresentativi del 68 per cento del totale delle segnalazioni di *transaction reporting* inviate nel 2018).

L'analisi condotta e le iniziative di vigilanza adottate hanno permesso di mappare le casistiche di anomalie maggiormente ricorrenti, essenzialmente riconducibili a: tempistica di invio; completezza e accuratezza dei dati ricevuti; errori semantici e connessa valorizzazione dei campi previsti. L'approccio seguito ha consentito di valutare il grado di comprensione del nuovo regime di *transaction reporting* e, quindi, l'avvio di azioni volte a fornire ulteriori chiarimenti, nonché di sensibilizzare i soggetti vigilati sulla necessità di predisporre adeguati sistemi di controllo/*audit* per la verifica periodica di correttezza e completezza delle informazioni dovute alla Consob.

Con riguardo ai profili di trasparenza *pre-* e *post-*negoiazione, particolare attenzione è stata riservata agli obblighi informativi implementati dalle sedi di negoziazione e ai relativi costi sostenuti dagli utenti per l'accesso alle informazioni nonché all'analisi delle deroghe alla trasparenza *pre-*negoiazione e dei differimenti dell'informativa *post-*negoiazione richiesti dalle sedi di negoziazione e dagli intermediari italiani.

In particolare, il regime di trasparenza adottato dalle varie sedi di negoziazione italiane è stato oggetto di specifico approfondimento in sede di approvazione/verifica delle modifiche ai Regolamenti delle *trading venues* anche nel contesto dell'adeguamento al nuovo quadro normativo, nonché attraverso l'analisi dell'informativa trasmessa alla Consob.

Al riguardo, l'attività della Consob si è focalizzata sul riscontro dei presidi richiesti dalla normativa europea di primo e secondo livello e ulteriormente specificati dalle Q&A adottate in sede ESMA, nonché sulla verifica della pubblicazione delle relative *price lists* sui siti istituzionali dei relativi gestori, in conformità con quanto previsto dall'articolo 11 del Regolamento delegato (UE) 2017/567. A seguito di tale attività, sono state indirizzate specifiche richieste di approfondimento alle sedi di negoziazione interessate.

Si è inoltre proceduto all'analisi e all'autorizzazione delle istanze di deroga alla trasparenza *pre*-negoziazione presentate dalle sedi di negoziazione italiane. Tali richieste sono state sottoposte all'ESMA al fine di consentire l'elaborazione dell'*Opinion* prescritta dal MiFIR.

Allo stato attuale, non tutte le deroghe sono state esaminate completamente dall'ESMA e, pertanto, in vari casi, la Consob ha proceduto all'analisi e approvazione temporanea del *waiver* in conformità con lo Statement pubblicato dall'ESMA il 28 settembre 2017. Peraltro, ogni valutazione di conformità con il regime europeo di tali deroghe richiederà di essere nuovamente condotta in esito all'emanazione da parte dell'ESMA della prevista *Opinion*. Si segnala che, sulla base di quanto stabilito dal Regolamento Consob in materia di mercati, tali deroghe hanno trovato espressione nelle modifiche ai regolamenti delle singole sedi di negoziazione interessate.

Parimenti, sono state analizzate e autorizzate istanze di differimento della trasparenza *post*-negoziazione presentate dalle sedi di negoziazione e dagli intermediari italiani.

Le sedi di negoziazione e gli intermediari italiani hanno presentato diverse istanze per avvalersi del regime di differimento, in particolare per le operazioni concluse su strumenti finanziari *non-equity*. In alcuni casi, il regime di differimento ordinario è stato affiancato da una richiesta di applicazione di una o più tipologie di cosiddetti *super-deferral*. Ciò risulta di specifico rilievo nel caso di operazioni di dimensione elevata o che afferiscono a strumenti finanziari negoziati su un mercato illiquido, dove l'immediata disponibilità delle informazioni relative alle transazioni eseguite a tutto il mercato può rappresentare uno svantaggio per le controparti del contratto.

Infine, con l'entrata in vigore della normativa MiFID II-MiFIR, nel corso del 2018, la Commissione ha adottato i primi provvedimenti di sospensione dell'utilizzo delle deroghe alla trasparenza su azioni per effetto del meccanismo del massimale sul volume.

La Consob ha autorizzato l'utilizzo delle deroghe interessate dal citato meccanismo soltanto per i seguenti mercati e sistemi multilaterali di negoziazione gestiti da Borsa Italiana: MTA, MIV, EtfPlus, AIM Italia-MAC, Blt Equity MTF. Per quasi tutti gli strumenti finanziari interessati, la sospensione è stata conseguente al superamento della soglia dell'8 per cento a livello europeo. Si tratta prevalentemente di *blue chips* liquide negoziate in varie sedi di negoziazione europee. Il superamento anche della soglia del 4 per cento a livello dei singoli mercati e MTF gestiti da Borsa

Italiana Spa è stato invece registrato per un numero molto più limitato di strumenti finanziari, per la maggior parte azioni non liquide, negoziate principalmente in Italia. In pratica, tuttavia, i mercati coinvolti dai provvedimenti di sospensione emanati sono risultati soprattutto il mercato MTA e Blt Equity MTF.

Infine, con riferimento alla vigilanza sull'ordinato svolgimento delle negoziazioni, la Consob ha intensificato le attività di monitoraggio in diretta sui principali mercati regolamentati, seguendo con particolare attenzione le situazioni di tensione su determinati segmenti e/o comparti e intervenendo con richieste alle società di gestione dei mercati per acquisire in maniera tempestiva elementi informativi e/o adottare misure di contenimento della volatilità, ove necessario.

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

Nel 2018 la Consob ha ricevuto da Borsa Italiana 11 comunicazioni di revoca dalle negoziazioni (*delisting*) di azioni quotate sull'MTA, di cui nove relative a società domestiche.

In sette casi la revoca è stata disposta a conclusione di un'offerta pubblica di acquisto, in due a seguito di fusione per incorporazione della società quotata in una non quotata o in una quotata su mercato estero, in un caso per l'impossibilità di mantenere un mercato normale e regolare e in altro caso, infine, su richiesta dell'emittente di diritto estero (art.113 del Tuf, e artt. 2.5.5 e 2.5.6 del Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana).

Ad esito delle valutazioni di sua competenza, la Consob non ha riscontrato i presupposti per l'esercizio del potere di vietare l'esecuzione delle decisioni operative di Borsa Italiana, ai sensi dell'art. 66-*ter*, comma 6, del Tuf.

La Consob si è poi avvalsa del potere conferitole dall'art. 66-*quater*, comma 1, del Tuf disponendo, con la delibera 20687, la sospensione a tempo determinato dei titoli emessi o garantiti da Banca Carige Spa (azioni ordinarie, di risparmio e obbligazioni) dalle negoziazioni nei mercati regolamentati e MTF italiani per la seduta del 12 novembre 2018.

La sospensione è stata disposta previa valutazione, tra l'altro, delle circostanze rappresentate dall'emittente e in attesa del ripristino di un corretto quadro informativo relativo al *capital conservation plan* dell'emittente.

Nel corso del 2018, Borsa Italiana ha adottato 20 provvedimenti di sospensione a tempo determinato.

Sei casi hanno riguardato azioni quotate sull'MTA, motivati dalla mancata o attesa diffusione di notizie *price-sensitive* da parte dell'emittente; uno le quote di un fondo comune di investimento negoziate sul MIV, in attesa di comunicato stampa; 13 strumenti finanziari negoziati su AIM, ExtraMot, ATFund, EtfPlus e SeDeX, in attesa di revoca dello strumento o di comunicato stampa. In ulteriori sei casi sono

stati sospesi su MTF italiani strumenti finanziari collegati a seguito della sospensione, in un altro Stato membro dell'UE, dello strumento principale.

Si segnala che dal 3 gennaio 2018, con l'entrata in vigore della nuova Direttiva MiFID II, le notifiche alla Consob di sospensione o esclusione dalle negoziazioni riguardano, oltre ai mercati regolamentati, anche i sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) e i sistemi organizzati.

In due casi (Gruppo Waste e Fondo Obelisco), Borsa Italiana ha trasformato la sospensione a tempo determinato in una sospensione a tempo indeterminato; nel primo caso a seguito dello scioglimento e azzeramento del capitale sociale, e nel secondo ritenendo la mancata diffusione di notizie suscettibile di incidere sul regolare andamento del mercato. Al 31 dicembre 2018 risultano sospese a tempo indeterminato sull'MTA le azioni Olidata Spa in liquidazione (dal 29 marzo 2016) e Gruppo Waste Italia (dal 23 maggio 2018) e sull'AIM le azioni Axélero (dal 29 maggio 2018) ed Energy Lab (dal 28 giugno 2018).

La Consob, infine, ha notificato i provvedimenti di sospensione e di revoca dalle negoziazioni all'ESMA e alle altre autorità competenti degli Stati membri dell'UE, tramite il sistema SARIS. Dal 2015 tali provvedimenti sono accessibili anche sul sito dell'ESMA, nel Registro *suspensions and removals of instruments from trading*.

Per quanto riguarda le comunicazioni di ritardo nella diffusione di informazioni privilegiate, si veda il successivo Capitolo III 'La vigilanza su offerta al pubblico e informativa societaria'.

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

Nel corso del 2018 sono state approvate due modifiche ai regolamenti che disciplinano l'attività del depositario centrale italiano Monte Titoli.

La prima modifica, apportata al regolamento del servizio di liquidazione e approvata dalla Banca d'Italia d'intesa con la Consob, riguarda la nuova definizione dei partecipanti indiretti, che fa seguito all'emanazione, da parte delle medesime Autorità, del provvedimento di equiparazione del 2 agosto 2018 ai fini dell'applicazione del d.lgs. 12 aprile 2001, n. 210, sulla *settlement finality*. Grazie a tale provvedimento, l'insolvenza di un partecipante indiretto a Monte Titoli, ossia di un cliente di un partecipante diretto, è equiparata a quella di un partecipante diretto. Ciò fa sì che, *inter alia*, l'insolvenza dell'indiretto venga gestita direttamente dal depositario centrale italiano, riducendo i rischi in capo al relativo partecipante diretto e migliorando l'efficienza generale del sistema. La modifica al regolamento del servizio di liquidazione prevede che il partecipante diretto debba associare un conto titoli segregato al partecipante indiretto suo cliente.

La seconda modifica, apportata al regolamento del servizio di gestione accentrata e approvata dalla Consob d'intesa con la Banca d'Italia, riguarda la cessazione del servizio, offerto da Monte Titoli agli investitori esteri, per il pagamento dell'imposta sulle transazioni finanziarie; il servizio è stato chiuso in quanto fonte di costi e rischi per il depositario centrale italiano.

Nel corso del 2018 l'attività di vigilanza sulle controparti di contratti derivati ha subito un'ulteriore intensificazione anche grazie alla disponibilità di una nuova piattaforma per l'accesso ai dati EMIR. Il set completo delle regole di validazione adottate dall'ESMA ha consentito un maggior controllo degli standard di contenuto e formato dei report con un impatto positivo sulla qualità complessiva delle segnalazioni.

Durante il 2018 la Consob, in linea con la metodologia condivisa con l'ESMA e le altre autorità europee, ha svolto la consueta attività di *'data quality review'* nei confronti delle controparti con il maggior numero di segnalazioni *non-compliant* rispetto ai sopra citati standard. L'analisi si è focalizzata, *in primis*, sui soggetti con il maggior numero di report rigettati, poi sulle segnalazioni non riconciliate con le rispettive controparti e infine sulle controparti non finanziarie più attive sul mercato dei derivati.

La Consob ha avviato specifiche iniziative di vigilanza volte ad accertare le cause delle difformità riscontrate e l'adeguatezza dei presidi adottati per monitorare la correttezza delle segnalazioni. Alcune delle controparti interessate hanno immediatamente posto in essere azioni correttive, altre sono ancora sottoposte a monitoraggio.

Nell'ambito di tale analisi, la Consob ha riscontrato profili meritevoli di approfondimento in merito al *reporting* delegato a terzi. A tale riguardo è in corso una valutazione dei presidi che i soggetti delegati e i soggetti deleganti pongono in essere per assicurare la conformità delle segnalazioni.

Con riferimento all'adempimento dell'obbligo di *clearing* dei contratti derivati OTC ai sensi del Regolamento EMIR, la Consob ha, per la prima volta, avviato un'analisi sulla conformità delle controparti di categoria I e II alle nuove norme di cui ai Regolamenti delegati (UE) 2017/2155, (UE) 2015/2205 e (UE) 2016/592. L'indagine ha riguardato una selezione di controparti e ha interessato le procedure adottate per l'adempimento dell'obbligo di *clearing* dei contratti derivati OTC.

Con riguardo ai codici identificativi utilizzati nelle segnalazioni alle *trade repositories*, la Consob continua a contribuire, in qualità di membro del ROC (Organismo di supervisione del Sistema LEI), ai lavori per la espansione del Sistema LEI e promuove l'utilizzo del codice LEI come codice identificativo dei soggetti che operano sui mercati finanziari. A fine 2018, circa 95 mila soggetti italiani avevano acquisito un codice LEI valido per adempiere all'obbligo di segnalazione dei contratti ai sensi dei Regolamenti EMIR e MiFIR.

5 La vigilanza sulle vendite allo scoperto

Nel corso del 2018 la Commissione ha adottato quattro divieti alle vendite allo scoperto, ai sensi dell'art. 23 del Regolamento Short Selling, rispettivamente sulle azioni: Astaldi (seduta del 2 ottobre 2018; l'efficacia del divieto è stata prorogata al 4 ottobre con la delibera 20598); Banca IFIS e Biesse (seduta del 9 ottobre 2018); Banca Carige (seduta del 14 novembre e dal 16 al 19 novembre 2018). I quattro divieti sono stati adottati a causa delle rilevanti diminuzioni di prezzo dei titoli considerati, superiori alle soglie previste dal citato Regolamento.

Inoltre, con delibera 20630 del 18 ottobre 2018, è stata irrogata dalla Consob la seconda sanzione per violazioni al Regolamento Short Selling, nello specifico per una vendita allo scoperto su azioni Banca MPS, di limitato ammontare, in violazione del divieto emergenziale adottato dalla Consob con delibera 19655 del 6 luglio 2016. La sanzione, comprensiva della confisca del profitto ottenuto dall'attività illecita, è stata pari a circa 170 mila euro.

Con riguardo al regime delle esenzioni, al 31 dicembre 2018 risultano autorizzati a beneficiare delle esenzioni per le attività di *market making* 15 intermediari nazionali, rispetto ai 20 dell'anno precedente. Al 31 dicembre 2018 risultano oggetto di esenzione un totale di 2.103 strumenti finanziari (rispetto ai 2.126 strumenti del 2017), di cui 2.036 azioni, italiane ed estere, e strumenti correlati (ad esempio strumenti derivati), otto indici finanziari e 59 debiti sovrani. Nel corso del 2018 la Consob ha ricevuto 16 richieste di esenzione da parte di operatori *market maker* relative a nuovi strumenti finanziari su cui utilizzare l'esenzione (rispetto alle 12 del 2017); tutte le richieste sono state accolte. Sono invece esentati in qualità di *primary dealer* su titoli di Stato italiani 16 intermediari, in maggioranza esteri (18 nel 2017).

Per quanto concerne le posizioni nette corte (PNC) su titoli italiani, nel corso del 2018 sono state ricevute circa 9.160 notifiche su azioni italiane, rispetto alle 7.660 dell'anno precedente. Nel 73 per cento dei casi le notifiche hanno riguardato posizioni maggiori o uguali allo 0,2 per cento e inferiori allo 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.

Il controvalore delle PNC comunicate alla Consob a fine 2018 rappresentava l'1,6 per cento della capitalizzazione dell'indice Ftse Mib (rispetto al 2,3 per cento di fine 2017).

Con riferimento alla concentrazione, a fine 2018 il principale soggetto con PNC su azioni italiane deteneva posizioni pari a circa il 14 per cento del controvalore totale delle posizioni (17 per cento nel 2017). I primi cinque investitori detenevano PNC pari a circa il 46 per cento del totale (56 per cento nel 2017).

Per quanto riguarda la distribuzione per area geografica degli investitori ai quali sono riferibili PNC su azioni italiane, i dati a fine 2018 risultano in linea con il 2017, con una preponderanza degli investitori con sede negli Stati Uniti (48 per cento del controvalore totale, rispetto al 51 per cento del 2017), nel Regno Unito (29 per cento nel 2018, in linea con il dato 2017). Significativo anche il peso degli investitori con sede nei territori d'oltremare del Regno Unito (15 per cento nel 2018 rispetto al 12 per cento nel 2017). Residuali gli investitori con sede in altri paesi.

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 sulla diffusione delle raccomandazioni di investimento riguardanti gli emittenti quotati italiani è stata finalizzata a verificare la correttezza e la trasparenza del quadro informativo.

In primo luogo, nel corso dell'anno è stata richiesta ai soggetti abilitati, ai sensi dell'art. 69-*novies*, comma 2, del Regolamento Emittenti, la pubblicazione di sette raccomandazioni di investimento (rispetto alle quattro nel 2017), di cui tre prodotte da intermediari italiani e quattro 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 ritenuto non corretto per gli investitori) e di una sensibile variazione, rispetto alla seduta precedente, del prezzo e/o delle negoziazioni degli strumenti finanziari oggetto delle raccomandazioni stesse.

Lo svolgimento dell'attività di vigilanza sulla diffusione delle raccomandazioni di investimento nel corso del 2018 ha anche tenuto conto della migliore definizione delle condizioni e delle circostanze in presenza delle quali può essere esercitato, da parte della Consob, il potere di richiedere la pubblicazione delle raccomandazioni di investimento (al riguardo, si vedano le 'Linee-guida Consob sulle raccomandazioni di investimento' pubblicate a ottobre 2017).

La vigilanza sulla diffusione delle raccomandazioni di investimento è stata anche finalizzata all'individuazione di casi meritevoli di approfondimento sotto il profilo della loro corretta presentazione e della *disclosure* dei relativi conflitti di interesse, nonché di eventuali ipotesi di abuso di mercato.

Il numero di raccomandazioni (o 'studi') trasmesse alla Consob ai sensi dell'art. 69-*novies*, comma 1, del Regolamento Emittenti nel corso del 2018 – aventi ad oggetto emittenti quotati nei mercati regolamentati e sull'AIM – è stato pari a 20.873, di cui 2.481 monografiche (11,9 per cento del totale) e 18.392 non

monografiche (88,1 per cento), in leggero aumento (+5 per cento circa) rispetto al 2017, mentre sono diminuiti gli studi monografici trasmessi (-19 per cento circa).

Dall'analisi della distribuzione degli studi per tipologia (monografici e non monografici), nazionalità dell'intermediario produttore, periodo di diffusione, tipologia di giudizio operativo e grado di 'copertura' delle società oggetto delle stesse, emergono alcuni profili di interesse.

Il numero di studi trasmessi nel 2018 da intermediari italiani ed esteri si è ridotto rispetto all'anno precedente, rispettivamente, del 22 e del 15,4 per cento circa.

La distribuzione degli studi monografici su società quotate per tipologia di consiglio operativo conferma, per il 2018, la netta prevalenza di valutazioni di tipo positivo (seppure in misura minore rispetto al 2017): i giudizi *buy* (54,6 per cento) prevalgono sui giudizi *hold* (37,3 per cento) e di gran lunga sui consigli *sell* (7,5 per cento), che tuttavia aumentano significativamente rispetto al 2017 (circa 4 per cento).

Con riferimento al grado di copertura delle società quotate sui mercati regolamentati italiani da parte degli intermediari abilitati, il numero di società oggetto di raccomandazioni di investimento è diminuito da 203 nel 2017 a 193 nel 2018, anche a seguito di Opa e fusioni.

La distribuzione delle società coperte per numero di studi prodotti mostra per il 2018, rispetto all'anno precedente, una maggiore concentrazione delle società che ricevono un numero elevato di studi (superiori a 50 l'anno), che cresce dal 39 al 44 per cento circa, ma anche, più in generale, una maggiore copertura delle società caratterizzate da un numero di studi intermedio (compreso tra cinque e 50).

Con riferimento alle valutazioni espresse dalla categoria professionale dei giornalisti, nel corso del 2018 si è concluso il confronto avviato nel 2017 con il Consiglio nazionale dell'ordine dei giornalisti (CNOG), volto alla revisione e all'aggiornamento della 'Carta dei doveri dell'informazione economica e finanziaria' alla luce delle novità introdotte dal Regolamento (UE) n. 596/2014 (Regolamento MAR; Riquadro 1).

6.2 La vigilanza sulla diffusione dei giudizi di rating

Anche nel corso del 2018 l'attività di monitoraggio sulla diffusione dei giudizi di rating riguardanti gli emittenti quotati e lo Stato italiano è stata finalizzata a verificare la correttezza e la trasparenza del relativo quadro informativo, anche al fine di individuare casi di possibile violazione della normativa europea da segnalare all'attenzione dell'ESMA.

Riquadro 1

La Carta dei doveri dell'informazione economica e finanziaria

La Carta detta le disposizioni di autoregolamentazione relative alla categoria professionale dei giornalisti che riguardano l'ambito delle informazioni economico-finanziarie.

Al riguardo, l'articolo 20(3)(4) del Regolamento MAR dispone infatti la non applicabilità ai giornalisti delle disposizioni in materia di Raccomandazioni di investimento qualora essi siano sottoposti a una regolamentazione adeguata equivalente, che può comprendere anche misure di autoregolamentazione, purché esse producano effetti analoghi a quelli delle disposizioni del Regolamento MAR.

Inoltre, l'articolo 114, comma 10, del Tuf prevede che *«fatto salvo il disposto del comma 8, le disposizioni emanate ai sensi del comma 9, lettera a), non si applicano ai giornalisti soggetti a norme di autoregolamentazione equivalenti purché la loro applicazione consenta di conseguire gli stessi effetti. La Consob valuta, preventivamente e in via generale, la sussistenza di dette condizioni»*.

La Carta, pertanto, è stata aggiornata e integrata alla luce delle novità introdotte dalla nuova normativa europea anche affinché si potesse pervenire al giudizio di 'equivalenza' da parte della Consob.

In generale, il testo è stato modernizzato per disciplinare anche le più recenti modalità di pubblicazione e di svolgimento della professione di giornalista (quali blog personali, interventi su siti web, chat, blog specializzati). Inoltre, è stata introdotta una disposizione più precisa con riguardo all'obbligo di verifica delle fonti da parte dei giornalisti, che è previsto debba avvenire *«rivolgendosi a più fonti affidabili»*.

Con riferimento alle raccomandazioni di investimento, inoltre, gli interventi di revisione e integrazione della Carta hanno riguardato le disposizioni relative sia alle raccomandazioni di investimento prodotte direttamente da giornalisti (e pubblicate), sia alla pubblicazione di raccomandazioni prodotte da terzi (punti 8 e 9 della Carta).

Inoltre, è stato introdotto uno specifico riferimento alla nuova figura dell'esperto (qualora un giornalista sia qualificabile come tale in base alle disposizioni attuative del Regolamento MAR) e il richiamo agli obblighi informativi cui lo stesso è tenuto.

Il 6 giugno 2018 il Consiglio nazionale dell'ordine dei giornalisti (CNOG) ha esaminato gli emendamenti alla Carta in materia di raccomandazioni di investimento indicati dalla Consob da ultimo il 10 maggio 2018, e ha approvato il documento con dette modifiche. Successivamente la Consob, con delibera 20508 del 28 giugno 2018, ha riconosciuto le norme di autoregolamentazione contenute nella Carta adottata dal CNOG come equivalenti rispetto alle disposizioni del Regolamento MAR in tema di raccomandazioni di investimento. La nuova Carta è stata quindi pubblicata nella Gazzetta Ufficiale n. 158 del 10 luglio 2018, entrando in vigore quale allegato al Testo unico dei doveri del giornalista.

In quest'ambito, l'attività di vigilanza si è intensificata anche in corrispondenza delle date in cui era prevista – sulla base di quanto indicato dalle agenzie di rating nel proprio 'calendario annuale' – l'emissione di un rating sul debito sovrano dello Stato italiano. È inoltre proseguita e si è intensificata l'attività di collaborazione riguardante la verifica dei giudizi di rating sugli emittenti o sulle emissioni in caso di aumenti di capitale, Ipo o emissioni obbligazionarie soggette alla disciplina della sollecitazione del pubblico risparmio o dell'ammissione alle negoziazioni.

7 La vigilanza sugli abusi di mercato

7.1 La prevenzione

Anche nel corso del 2018, il monitoraggio sull'ordinato svolgimento delle negoziazioni di mercato si è basato, innanzitutto, sugli andamenti anomali individuati dai sistemi di vigilanza d'Istituto, in tempo reale e in differita, sulla base dell'analisi dei flussi di dati di vigilanza ricevuti dalle competenti autorità estere nonché sull'utilizzo dei dati di dettaglio contenuti nei nuovi flussi di *transaction reporting* disponibili dal 3 gennaio 2018.

Nel corso del 2018 la Consob ha ricevuto 356 segnalazioni di operazioni sospette relative a 383 casi di condotte anomale (a fronte di 352 casi nel 2017, +8 per cento), di cui 257 provenienti da soggetti vigilati italiani (intermediari e società di gestione di mercati ovvero di sistemi multilaterali di negoziazione; 262 nel 2017) e 124 da omologhe autorità estere (principalmente la FCA britannica; 80 nel 2017). I rimanenti due casi sono derivati da un esposto e da un'altra fonte qualificata. Da parte sua, la Consob ha trasmesso alle omologhe autorità estere 34 segnalazioni ricevute da soggetti vigilati italiani (28 all'ESMA e quattro ad altre autorità, principalmente la SEC statunitense).

Delle segnalazioni ricevute, il 58 per cento ha riguardato condotte riconducibili – in prima analisi – all'abuso di informazioni privilegiate (57 per cento nel 2017) e il 34 per cento ipotesi di manipolazione operativa (31 per cento nel 2017). Il restante 7 per cento (12 per cento nel 2017) ha riguardato condotte che integrano entrambe le fattispecie illecite ovvero non risultano immediatamente identificabili sulla base delle informazioni in esse contenute ovvero sono riconducibili a tentativi di manipolazione/utilizzo di informazioni privilegiate.

Come nel corso del 2017, gli strumenti finanziari oggetto di segnalazione sono stati prevalentemente azioni (74 per cento), seguiti da obbligazioni (9 per cento), derivati (9 per cento), Etf, certificati e altri strumenti finanziari (6 per cento) e, nei restanti casi, combinazioni di più strumenti.

Al fine di rendere l'azione di vigilanza tempestiva e coerente con l'effettiva gravità della condotta sospetta segnalata, l'Istituto ha proseguito nell'implementazione 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.

Le segnalazioni ricevute sono state valutate come meritevoli di priorità di trattamento nel 55 per cento dei casi (46 per cento nel 2017); caratterizzate da un basso grado di rilevanza nel 39 per cento dei casi (32 per cento nel 2017), marginali ovvero non procedibili nel rimanente 7 per cento circa.

Le modalità di svolgimento delle analisi preliminari e delle indagini sono mutate nel corso dell'anno al fine di valorizzare, in maniera crescente, il complesso delle informazioni rivenienti dal nuovo flusso di *transaction reporting*.

In questo ambito l'Istituto ha profuso energie e impegno, riuscendo al contempo a contenere significativamente il numero di richieste di dati e informazioni ai soggetti vigilati finalizzate all'individuazione dei committenti finali di operazioni poste sotto osservazione. Nel corso dell'anno si sono tenuti quattro incontri su base individuale e iniziative di *education* 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. È stato altresì organizzato un incontro con l'industria finalizzato all'illustrazione dell'esperienza maturata dall'Istituto nell'analisi delle segnalazioni di operatività sospetta ricevute ai sensi dell'art. 16 di MAR e nell'indicazione delle caratteristiche e degli elementi informativi che tali segnalazioni devono includere per poter essere positivamente valutate dall'Istituto.

7.2 La repressione

La Consob ha contestato illeciti amministrativi in esito a nove delle venti indagini in materia di abusi di mercato concluse nel 2018 (Tav. 8).

Tav. 8 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>
2012	12	4	14	<i>26</i>
2013	13	4	9	<i>22</i>
2014	13	4	9	<i>22</i>
2015	14	10	3	<i>17</i>
2016	4	2	5	<i>9</i>
2017	6	4	4	<i>10</i>
2018	9	7	11	<i>20</i>

Fonte: Consob.

Dei nove casi suddetti in cui sono stati contestati illeciti amministrativi, sette 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.

In esito a otto delle nove 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 tre 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 all'epoca vigente).

In due dei sette casi in cui sono stati contestati illeciti di abuso di informazioni privilegiate le informazioni si riferivano a ordini di compravendita di taluni strumenti finanziari che sarebbero stati inseriti nel mercato per conto, rispettivamente, di Oicvm e di linee di gestione di portafogli di una società di gestione del risparmio e di una banca (Tav. 9).

In altri due casi le informazioni hanno avuto ad oggetto la promozione di un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria a seguito del trasferimento della proprietà di una partecipazione di controllo in una società quotata. In un caso l'informazione è riferibile alla fusione di una società quotata con una società quotata estera. In un episodio le informazioni si riferivano all'imminente pubblicazione di due ricerche su società quotate contenenti raccomandazioni positive e *target price* superiori ai prezzi di mercato. Nell'ultimo caso le informazioni si riferivano a operazioni straordinarie sul capitale di tre società quotate, di cui una estera (specificatamente, le operazioni straordinarie erano la promozione di un'offerta pubblica di acquisto volontaria, la promozione di un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria a seguito del trasferimento della proprietà di una partecipazione di controllo e la promozione di un'offerta pubblica di scambio).

Il caso di manipolazione del mercato di tipo operativo ha riguardato operatività su certificati strutturati che ha fissato il prezzo degli stessi certificati strutturati a un livello artificiale ed era altresì idonea a fornire indicazioni fuorvianti circa la domanda, l'offerta e il prezzo degli stessi certificati strutturati. Il caso di manipolazione del mercato di tipo informativo si riferiva alla diffusione di informazioni false in merito ai ricavi societari di una società quotata.

Tav. 9 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	<i>totale</i>
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
2018 ¹	5	--	1	3	2	9

Fonte: Consob. ¹ Il totale è superiore al numero delle indagini concluse che hanno condotto ad accertare illeciti perché ad esito di una di esse sono stati contestati illeciti con riguardo all'abuso di informazioni privilegiate relative a fatti diversi concernenti tre società quotate.

Nel 2018 complessivamente la Consob ha avviato procedimenti sanzionatori amministrativi per abusi di mercato nei confronti di 66 persone fisiche, di tre enti per la responsabilità solidale ai sensi dell'art. 6, comma 3, della legge 689/1981 e di quattro enti sia per la responsabilità solidale ai sensi dell'art. 6, comma 3, della legge 689/1981 sia per la responsabilità in proprio prevista dell'art. 187-*quinquies* del Tuf (Tav. 10).

Tav. 10 Soggetti coinvolti in ipotesi di abusi di mercato

	intermediari autorizzati ¹	insider istituzionali ²	altri soggetti ³	operatori esteri	<i>totale</i>
abuso di informazioni privilegiate					
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
2018 ⁴	1	7	56	2	66
manipolazione di mercato					
2012	0	9	15	1	25
2013	2	12	12	--	26
2014	1	18	9	1	29
2015	--	7	2	--	9
2016 ⁴	--	23	--	--	23
2017	--	1	3	2	6
2018	--	5	2	--	7

Fonte: Consob. ¹ Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio. ² Soci, amministratori, dirigenti di società quotate e altri *insider* primari. ³ *Insider* secondari (art. 187-*bis*, comma 4, del Tuf. ⁴ Nel numero degli *insider* istituzionali sono compresi alcuni intermediari esteri e relativi esponenti o dipendenti.

Nel 2018 sono state inviate 355 richieste di notizie, dati e documenti in materia di abusi di mercato. Le richieste hanno avuto come destinatari intermediari autorizzati nel 47 per cento dei casi, soggetti privati nel 16 per cento dei casi e autorità estere nel 6 per cento dei casi; quasi il 2 per cento delle richieste è stato effettuato per conto di autorità estere (Tav. 11).

Tav. 11 Richieste di dati e notizie in materia di abusi di mercato
(numero soggetti destinatari delle richieste)

	intermediari autorizzati ¹	società quotate e loro controllanti o controllate	soggetti privati		pubbliche amministrazioni	autorità estere	<i>totale</i>	<i>di cui per conto di autorità estere</i>
			<i>di cui auditi</i>					
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
2018	166	5	58	27	104	22	355	6

Fonte: Consob. Il dato relativo alle pubbliche amministrazioni comprende gli accessi autonomamente effettuati dalla Consob all'Anagrafe dei rapporti finanziari gestita dall'Agenzia delle Entrate. ¹ Banche, Sim, Sgr, agenti di cambio e gestori di mercati regolamentati.

Riguardo ai procedimenti amministrativi conclusi per illeciti di abuso di mercato contestati negli anni precedenti si rinvia al successivo Capitolo V 'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori'.

7.3 La rappresentanza in giudizio

Nel corso del 2018, la Consob si è costituita parte civile in due nuovi procedimenti penali in materia di abusi di mercato (entrambi per abuso di informazioni privilegiate; Tav. 12).

Sono stati, inoltre, definiti in primo grado tre 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.

In senso favorevole alla Consob, si segnala la sentenza n. 1512 dell'8 febbraio 2018, depositata il 6 settembre 2018, con cui il Tribunale di Milano, III Sezione Penale, in relazione a un caso di manipolazione del mercato di tipo

informativo e ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza, ha riconosciuto alla Consob il ristoro dei danni non patrimoniali all'integrità del mercato, all'immagine, nonché quello patrimoniale derivante dai costi dell'istruttoria.

Tav. 12 Costituzioni di parte civile dell'Istituto in procedimenti penali relativi a reati di *insider trading* e manipolazione del mercato

anno	costituzioni	reato ¹	esito al 31 dicembre 2018
2009	1	manipolazione del mercato	1 sentenza di condanna
2010	3	insider trading, manipolazione del mercato	2 sentenze di condanna ² 1 sentenza di assoluzione
2011	6 ³	manipolazione del mercato	3 sentenze di condanna ⁴ 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 ⁵
2013	5	insider trading, manipolazione del mercato	1 sentenza di condanna ⁶ 3 sentenze di patteggiamento ⁷ 1 sentenza di proscioglimento per prescrizione
2014	9	insider trading, manipolazione del mercato	5 sentenze di condanna ⁸ 1 sentenza di patteggiamento 2 decisioni dichiarative di incompetenza per territorio ⁹
2015	6	insider trading, manipolazione del mercato	3 sentenze di condanna ¹⁰ 3 sentenze di assoluzione ¹¹
2016	6 ¹²	insider trading, manipolazione del mercato	1 sentenza di condanna ¹³ 1 sentenza di patteggiamento
2017	3	insider trading, manipolazione del mercato	1 sentenza di patteggiamento
2018	2	insider trading	

Fonte: Consob. ¹ *Insider trading*: art. 184 del Tuf; manipolazione del mercato: art. 185 del Tuf. ² In un caso, la Corte d'Appello di Milano ha confermato la sentenza di condanna, concedendo all'imputato il beneficio della non menzione della condanna. La Corte di Cassazione ha annullato, limitatamente al trattamento sanzionatorio, il ricorso dell'imputato avverso la sentenza della Corte d'Appello di Milano e ha rinviato sul punto a diversa sezione della medesima Corte d'Appello. ³ Tra i sei, successivamente alla costituzione di parte civile, due procedimenti sono stati riuniti per connessione oggettiva e soggettiva. ⁴ Una delle sentenze di primo grado è stata riformata dalla Corte di Appello di Roma con sentenza di assoluzione. La Corte di Cassazione ha annullato tale sentenza di assoluzione, rinviando ad altra sezione della Corte d'Appello di Roma. 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. ⁵ La Corte di 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. ⁶ La Corte d'Appello di Milano ha confermato la sentenza di condanna di primo grado in tutte le sue statuizioni, civili e penali. La Corte di Cassazione ha confermato la sentenza della Corte d'Appello di Milano. ⁷ Una sentenza di patteggiamento è stata confermata in Cassazione. ⁸ 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. ⁹ 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. ¹⁰ Una sentenza di condanna è stata confermata dalla Corte d'Appello di Milano. ¹¹ Due sentenze di assoluzione sono state confermate dalla Corte d'Appello di Milano. ¹² 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. ¹³ La sentenza è stata confermata dalla Corte d'Appello di Milano.

Inoltre, quattro giudizi sono stati definiti in grado d'appello; in due casi la competente Corte d'Appello ha confermato le sentenze di condanna di primo grado, negli altri due casi ha confermato le sentenze di assoluzione.

In senso favorevole alla Consob, si segnala la sentenza n. 5911 del 3 ottobre 2018, con cui la Corte d'Appello di Milano, II Sezione Penale, in relazione a un caso di abuso di informazioni privilegiate, ha riconosciuto alla Consob il ristoro del danno non patrimoniale all'integrità del mercato.

La sentenza merita particolare attenzione poiché, in accoglimento dell'appello della difesa della Consob, ha riconosciuto che il danno all'integrità del mercato ex art. 187-*undecies* del Tuf derivi direttamente da una condanna per reati di abusi di mercato: *«il Collegio intende aderire alla consolidata giurisprudenza di merito che ritiene risarcibile in favore della Consob tale danno a seguito della semplice commissione dei reati di manipolazione di mercato e di abuso di informazioni privilegiate (...). È infatti da ritenere che la Consob, in conseguenza della commissione di reati di quel tipo, subisca un danno immediato e diretto dalla lesione dell'interesse all'integrità del mercato e che l'esistenza di tale danno comprometta l'efficienza e la trasparenza dei meccanismi di mercato in danno dell'economia pubblica, non necessitando di alcuna prova specifica».*

Infine, quattro giudizi sono stati definiti in Cassazione. Le decisioni della Suprema Corte assumono notevole rilievo, oltre che riguardo al tema del cosiddetto *ne bis in idem* (vedi *infra*), anche in relazione a questioni preliminari ed elementi costitutivi dei reati contestati.

In particolare, in un caso di manipolazione operativa, con sentenza n. 45829 del 16 luglio 2018, depositata il 10 ottobre 2018, la Cassazione ha respinto i ricorsi degli imputati. In punto di competenza territoriale, la Suprema Corte ha ribadito che essa si radica in base al luogo dove vengono abbinate le proposte di acquisto e vendita di strumenti finanziari, ovvero la sede di Borsa Italiana: *«L'individuazione della competenza territoriale del Giudice è – ovviamente – legata al momento di perfezionamento del reato e nel caso in esame si deve tener conto che il fatto è stato realizzato tramite operazioni di borsa, radicandosi, pertanto, la competenza per territorio nel luogo in cui le operazioni di compravendita degli strumenti finanziari si sono perfezionate e sono state rese note, che coincide con quello in cui ha sede la Borsa Italiana ovvero Milano. (...) Dunque la condotta delittuosa del manipolatore che opera sul mercato regolamentato diviene oggettivamente percepibile ed è in grado di esplicare la propria capacità decettiva solo quando si manifesta sul mercato stesso ed è in questo luogo virtuale che si consuma il reato e, quindi, nel luogo fisico in cui ha sede la società di gestione del mercato, Borsa Italiana, cioè Milano».*

Nella medesima decisione, la Cassazione ha anche ripercorso l'orientamento consolidato della giurisprudenza sull'elemento costitutivo della cosiddetta *price sensitivity* e ha confermato che *«vi può essere sussistenza del reato*

anche se nessuna alterazione si sia prodotta nel mercato, qualora la condotta fosse ex ante idonea a produrla» e che una «verifica 'ex post' dell'avvenuta alterazione del prezzo dei titoli scambiati costituisce solo elemento sintomatico della effettiva idoneità della condotta stessa a produrre l'alterazione sensibile del loro prezzo».

In un altro caso – riguardante un'ipotesi di manipolazione informativa – la Corte di Cassazione, con sentenza n. 53437 del 19 ottobre 2018, depositata il 28 novembre 2018, ha annullato una sentenza di assoluzione della Corte d'Appello di Roma, rinviando ad altra sezione della medesima Corte d'Appello. In ordine all'elemento costitutivo della *price sensitivity* la Cassazione ha ritenuto che la motivazione della Corte d'Appello – fondata, tra l'altro sull'irrilevanza delle condotte in quanto poste in essere in una fase iniziale delle trattative – fosse in contrasto con l'ampia tutela che la norma incriminatrice di cui all'art. 185 del Tuf intende assicurare: *«La 'limitazione' delineata dalla sentenza impugnata attraverso il collegamento tra il giudizio di idoneità decettiva dei fatti comunicativi e le valutazioni dell'investitore in vista delle 'future scelte di politica industriale' di Alitalia è estranea alla norma incriminatrice e, può aggiungersi, al suo scopo di tutela, finendo con l'amputare dalla tutela appunto accordata dalla norma incriminatrice all'integrità del mercato finanziario, ossia al 'regolare funzionamento dei mercati mobiliari' e alla 'fiducia del pubblico' nei mercati stessi».* Inoltre, nella medesima decisione, la Cassazione ha confermato che la manipolazione del mercato è un delitto di tipo comune e che il profitto non è un elemento costitutivo del reato.

In altra decisione del settembre 2018, menzionata nel successivo approfondimento dedicato al tema del *ne bis in idem* (Riquadro 2), la Suprema Corte ha anche ribadito l'ammissibilità come prova della Relazione motivata Consob di cui all'art. 187-*decies*, comma 2, del Tuf e dei suoi allegati (in particolare, delle registrazioni telefoniche acquisite presso gli intermediari): *«(...) questa Corte ha già affermato che le relazioni ispettive dei funzionari della Consob sono utilizzabili ai fini di prova relativamente alle parti riguardanti il rilevamento dei dati oggettivi sull'andamento delle sedute di borsa ed al contenuto delle registrazioni delle comunicazioni telefoniche degli intermediari (...). Rispetto a tale conclusione, condivisa dal Collegio, è comunque assorbente la considerazione che l'ordinanza del Tribunale di Milano del 15/03/2011 ha rilevato come le registrazioni siano state effettuate nella 'piena consapevolezza degli autori', risultando pertanto acquisibili quali documenti ex art. 234 c.p.p. e non assimilabili alle intercettazioni telefoniche».*

Infine, in un caso di manipolazione informativa del mercato, la Cassazione, con sentenza n. 5679 del 9 novembre 2018, depositata il 5 febbraio 2019, ha confermato una sentenza di applicazione della pena su richiesta emessa ai sensi dell'art. 444 e seguenti c.p.p. dal Tribunale di Torino.

Riquadro 2

Le prime sentenze della Corte di Cassazione emesse a seguito delle sentenze della Corte di Giustizia sul *ne bis in idem*

Nel corso del 2018, la Corte di Cassazione, V Sezione Penale, ha emesso tre rilevanti sentenze sul tema del cosiddetto *ne bis in idem*, mantenendo fermo, anche a seguito delle sentenze della Corte di Giustizia dell'Unione europea nelle cause C-524/15, Menci, C-537/16, Garlsson Real Estate SA, C-596/16 e C-597/16, Di Puma e Zecca (il cui contenuto è stato descritto nella *Relazione Annuale* per l'anno 2017), il cumulo tra sanzioni penali e amministrative in ipotesi di abusi di mercato.

Le sentenze meritano particolare attenzione poiché contengono un lungo *excursus* della giurisprudenza nazionale e sovranazionale sulla questione. Nelle citate decisioni, argomento principale con cui è stata confermata la doppia sanzione (penale e amministrativa), consiste nella valutazione della proporzionalità del trattamento sanzionatorio complessivo rispetto ai fatti rispettivamente contestati agli imputati.

In primo luogo, con sentenza n. 45829 del 16 luglio 2018, depositata il 10 ottobre 2018, per un'ipotesi di manipolazione del mercato, la Cassazione ha respinto i ricorsi degli imputati e ha affermato: «(...) non sussiste violazione del principio di *ne bis in idem* nel caso in cui le sanzioni complessivamente irrogate rispettino il principio di 'proporzionalità', alla luce della recente giurisprudenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea (causa C-524/15, Menci; causa C-537/16, Garlsson Real Estate e a.) e della Corte Europea dei diritti dell'Uomo (sent. 15 novembre 2016, A e B c. Norvegia, ric. N. 24130/11 e 29758/11). (...) la Corte di Cassazione può valutare la proporzionalità del cumulo sanzionatorio in applicazione dell'art. 620, comma 1, lett. l) c.p.p., qualora non sia necessario procedere ad ulteriori accertamenti di fatto e facendo riferimento ai criteri di cui all'art. 133 cod. pen.».

Nella menzionata decisione, i Giudici di legittimità hanno ritenuto di poter effettuare direttamente, alla luce del nuovo art. 620, lett. l) c.p.p., un giudizio di proporzionalità sul trattamento sanzionatorio, con l'ausilio degli elementi già disponibili nelle sentenze di merito: «La modifica introdotta dalla legge n. 103/2017 (con l'art. 1, comma 67) ha integralmente sostituito la disposizione di cui alla lett. l) dell'art. 620 c.p.p., sulla cui effettiva portata applicativa si sono di recente pronunciate le Sezioni Unite di questa Corte. (...) Si è, quindi, precisato che 'la Corte di Cassazione pronuncia sentenza di annullamento senza rinvio se ritiene superfluo il rinvio e se, anche all'esito di valutazioni discrezionali, può decidere la causa alla stregua degli elementi di fatto già accertati o sulla base delle statuizioni adottate dal

giudice di merito, non risultando necessari ulteriori accertamenti'. Fatte le suesposte precisazioni, il Collegio ritiene che nel caso in esame si possa procedere al 'giudizio di proporzionalità' in questa sede, non essendo necessari ulteriori accertamenti in fatto ed essendo, quindi, superfluo rimettere la questione al giudice di merito. (...) Sulla base della ricognizione dei dati a disposizione, con specifico riguardo a quelli inerenti le condotte attribuite agli imputati (la cui gravità – di cui si parlerà anche più avanti – risulta ben delineata nelle sentenze dei giudici di merito (...) ed al trattamento sanzionatorio, il Collegio ritiene che sia stato rispettato il criterio di proporzionalità del peso derivante dal cumulo delle sanzioni inflitte agli interessati rispetto alla gravità dei fatti addebitati (...)).».

Inoltre, in un giudizio per un'ipotesi di abuso di informazioni privilegiate, con sentenza n. 49869 del 21 settembre 2018, depositata il 31 ottobre 2018, la Suprema Corte ha accolto il ricorso dell'imputato limitatamente all'entità delle pene applicate – rinviando sul punto a diversa Sezione della Corte d'Appello di Milano – mentre nel resto il medesimo ricorso dell'imputato è stato respinto. Nella decisione in questione i Giudici di legittimità hanno astrattamente ammesso che il Giudice nazionale possa applicare direttamente in principio di *ne bis in idem* contenuto nell'art. 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea. Tuttavia, questa evenienza è stata ritenuta del tutto eccezionale e, comunque, non applicabile al caso specifico in ragione degli elementi di fatto già disponibili: «Come si è detto, in caso di valutazione di incompatibilità del complessivo trattamento sanzionatorio con la garanzia del *ne bis in idem*, il giudice dovrà dar corso all'applicazione diretta del principio garantito dall'articolo 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea, disapplicando le norme interne che definiscono il trattamento sanzionatorio (...). Nel caso opposto in cui (come nella fattispecie di cui al presente procedimento) la sanzione divenuta irrevocabile sia quella irrogata da Consob, la disapplicazione in toto della norma sanzionatoria penale può venire in rilievo in ipotesi del tutto eccezionali, in cui la sanzione amministrativa – evidentemente attestata sui massimi edittali in rapporto ad un fatto di gravità, sotto il profilo penale, affatto contenuta – risponda, da sola, al canone della proporzionalità nelle diverse componenti riconducibili ai due illeciti. Fuori dall'ipotesi del tutto eccezionale appena richiamata, l'accertamento dell'incompatibilità del trattamento sanzionatorio complessivamente irrogato rispetto alla garanzia del *ne bis in idem* comporta, nel caso di sanzione amministrativa già divenuta irrevocabile, esclusivamente la rideterminazione delle sanzioni penali attraverso la disapplicazione in mitius della norma che commina dette sanzioni – non già in toto, ma – solo nel minimo edittale e con i limiti che saranno subito di seguito messi in luce. Venendo al caso di specie, non si verte in ipotesi in cui il cumulo sanzionatorio assuma quelle connotazioni idonee ad imporre la disapplicazione in toto

della sanzione penale: decisivi – e suscettibili di apprezzamento diretto da parte di questa Corte sulla base degli elementi di fatto già accertati (cfr. Sez. U, n. 3464 del 30/11/2017 – dep. 2018, Matrone, Rv. 271831) – sono, oltre alle peculiarità della fattispecie concreta più oltre evidenziate, l'irrogazione di una sanzione amministrativa più prossima al minimo edittale e le stesse valutazioni della sentenza del 07/11/2011 della Corte di appello di Roma (che ha disatteso le censure dell'opponente in punto determinazione della sanzione amministrativa), sentenza non impugnata dall'odierno ricorrente». Nel caso in questione, la Corte di Cassazione ha deciso di rinviare alla Corte d'Appello competente in ordine al trattamento sanzionatorio, ritenendo che la questione involgesse apprezzamenti di merito.

Infine, la Cassazione, con sentenza n. 5679 del 9 novembre 2018, depositata il 5 febbraio 2019, ha confermato la sentenza di applicazione della pena su richiesta ex art. 444 e ss. c.p.p. nei confronti di un imputato di manipolazione del mercato.

In particolare, la Suprema Corte, nella decisione da ultimo citata, sia pure nei limiti della sindacabilità in sede di legittimità delle sentenze di patteggiamento, ha affermato la proporzionalità rispetto alle condotte contestate delle sanzioni (penali e amministrative) complessivamente comminate all'imputato, valorizzando, al fine di pervenire a tale conclusione, la prossimità delle sanzioni al minimo edittale, oltre che la richiesta di applicazione di una pena quantificata dal medesimo imputato: «se è stato lo stesso imputato, pur già destinatario della sanzione amministrativa, ad accedere alla definizione alternativa sul versante penale proponendo quello specifico trattamento sanzionatorio, egli ha implicitamente riconosciuto la non sproporzione della dosimetria complessiva. (...) Un mero raffronto aritmetico evidenzia (...) come tutte le sanzioni applicate si collochino decisamente in prossimità dei rispettivi minimi edittali (...). Per concludere sul punto deve quindi essere escluso che, all'esito e nei limiti delle valutazioni consentite a questa Corte quale Giudice di legittimità su una sentenza di patteggiamento, sia emersa (...) una violazione del divieto del doppio binario sanzionatorio di cui all'art. 50 CDFUE, nella lettura fornita dalla Corte di Lussemburgo e dalla Corte di Cassazione».

Anche le Sezioni Civili della Corte di Cassazione hanno fatto applicazione dei principi elaborati dalla Corte di Giustizia.

In un primo caso, la Cassazione – dopo aver ribadito la necessità di «valutare, ai fini della compatibilità con gli artt. 50 e 52 CDFUE, se le sanzioni complessivamente inflitte dal giudice penale e dalla Consob siano proporzionate alla gravità del fatto commesso» e rammentato che, sulla scorta della sentenza *Garlsson*, il divieto di *bis in*

idem è «assoluto solamente nel caso che la precedente condanna penale 'sia idonea a reprimere l'infrazione commessa in modo efficace, proporzionato e dissuasivo» – ha rimesso tale valutazione alla Corte d'Appello, giacché la valutazione di «congruità (...) della complessiva risposta sanzionatoria, penale e amministrativa, all'illecito di manipolazione del mercato» è una valutazione di merito che non può essere svolta dalla Corte di Cassazione.

In una diversa fattispecie, nella quale si era «in presenza di una sentenza penale di assoluzione 'perché il fatto non sussiste' (...)», la Suprema Corte ha affermato che «la portata precettiva dell'art. 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea (...) consente il pieno dispiegarsi del divieto di perseguire (...) in sede amministrativa fatti già giudicati in sede penale. Da ciò deriva l'impossibilità di proseguire l'accertamento dell'illecito amministrativo configurato dagli stessi fatti storici giudicati (e ritenuti insussistenti) in sede penale; impossibilità che impone l'arresto del procedimento amministrativo (e di quello giudiziario di opposizione alla sanzione amministrativa) prima dell'accertamento definitivo dell'illecito e dell'applicazione della relativa sanzione».

In altri due casi, la Suprema Corte ha fatto applicazione di alcuni 'corollari' del principio del *ne bis in idem*.

Innanzitutto, la Cassazione ha ribadito il principio per cui in caso di «non intervenuta irrevocabilità delle predette sentenze penali (e, in particolare, per quella intervenuta propriamente nei confronti dell'odierna ricorrente), non può trovare spazio, nel caso di specie, l'applicazione del cosiddetto principio del *ne bis in idem*».

In secondo luogo, la Corte è intervenuta precisando l'esatta portata del concetto di *idem factum* qualora venga in rilievo la responsabilità dell'ente prevista, da un lato, dagli artt. 5 e 23-sexies del d.lgs. 231/2001 e, dall'altro, dall'art. 187-quinquies del Tuf. In una tale fattispecie, non si può «configurare alcuna violazione del principio del *ne bis in idem* nei confronti della società ricorrente alla stregua della diversità del fatto discendente dalla 'alterità soggettiva' degli autori, rispettivamente, del reato e dell'illecito amministrativo presupposti. È, infatti, chiaro che, sia nel sistema previsto dal d.lgs. n. 231 del 2001, sia ai fini dell'applicazione delle sanzioni previste dall'art. 187-quinquies Tuf, il 'fatto' oggettivo per il quale l'ente può essere chiamato a rispondere deve identificarsi con la stessa condotta ascritta all'autore dell'illecito presupposto, in tutte le sue componenti costitutive, ragion per cui la differenza soggettiva degli autori del reato (presupposto) rispetto ai responsabili dell'illecito amministrativo (presupposto) comporta la conseguenza della diversità del fatto materiale ascritto alla sfera di responsabilità dell'ente nei due casi».

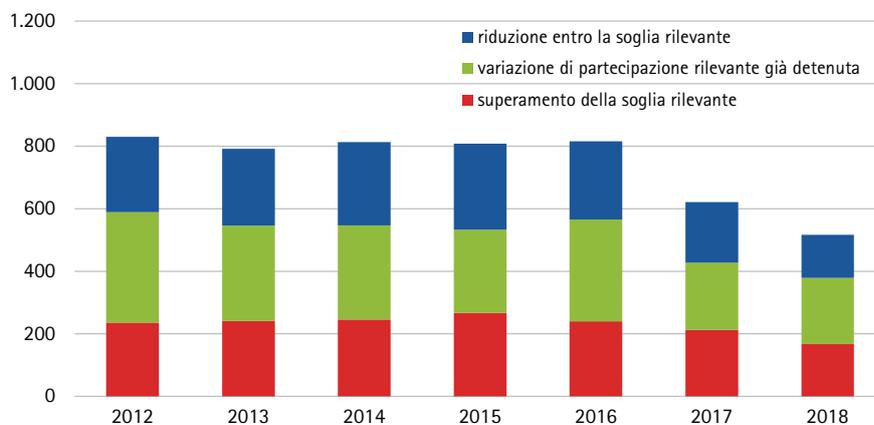
La vigilanza su emittenti e società di revisione

1 L'informativa sugli assetti proprietari

Nel corso del 2018 la Commissione ha ricevuto 517 comunicazioni ai sensi dell'art. 120 del Tuf inerenti a partecipazioni rilevanti, sia azionarie sia in strumenti finanziari, detenute in società quotate sull'MTA (621 nel 2017; Fig. 3).

Il calo del numero di comunicazioni, già registrato negli anni precedenti, è conseguente alle modifiche apportate al Tuf dal d.lgs. 25/2016, che ha elevato la prima soglia dal 2 al 3 per cento del capitale per le società diverse dalle PMI.

Fig. 3 Comunicazioni di partecipazioni rilevanti in società quotate italiane



Fonte: Consob.

Circa il 32 per cento delle comunicazioni si riferisce al superamento della prima soglia di rilevanza del Tuf (3 per cento del capitale rappresentato dai diritti di voto; 5 per cento per le PMI quotate, così definite ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. *w-quater.1*), e per soggetti che possono beneficiare di una specifica esenzione, prevalentemente *asset managers*). Il 27 per cento circa delle comunicazioni è riferito invece alla riduzione delle partecipazioni entro le medesime soglie.

Nel 2018 le dichiarazioni effettuate per partecipazioni in strumenti finanziari e/o aggregate sono state 91 (101 l'anno precedente), mentre le comunicazioni da parte degli emittenti quotati riferite a operazioni su azioni

proprie sono state 25 (14 nel 2017), in prevalenza relative a operazioni di acquisto.

In linea con quanto riscontrato nel 2017, la maggioranza delle comunicazioni (60 per cento) è pervenuta da parte di soggetti esteri e da persone giuridiche (76 per cento).

Le dichiarazioni degli investitori istituzionali, prevalentemente esteri, rappresentano circa il 44 per cento del totale, seguite dalle comunicazioni effettuate da società di capitali (circa il 25 per cento del totale). Con riferimento alle tipologie di operazioni comunicate, le operazioni di vendita e di acquisto della partecipazione restano equamente suddivise, mentre le operazioni di variazione sono più contenute.

Nel corso del 2018 sono pervenute alla Consob 30 dichiarazioni di intenzioni, rese ai sensi del comma 4-*bis* dell'art. 120 del Tuf (cosiddetta 'norma anti-scorrerie', introdotta dal d.l. 148/2017, poi convertito con modificazioni con legge 4 dicembre 2017, n. 172).

Le dichiarazioni di intenzioni (22 inviate da soggetti italiani e otto da società estere, quasi tutte di gestione del risparmio) sono state rese prevalentemente in occasione del superamento della soglia del 10 per cento da parte del secondo maggiore azionista dell'emittente. In nessun caso è stata dichiarata l'intenzione, al momento della dichiarazione, di acquisire il controllo dell'emittente. Le dichiarazioni sono state pubblicate sul sito istituzionale della Consob, nella sezione dedicata alla trasparenza sugli assetti proprietari delle società quotate, nonché rese note al mercato tramite i due sistemi di diffusione e stoccaggio autorizzati.

Nel corso del 2018, l'Istituto ha ricevuto 210 comunicazioni relative a patti parasociali rilevanti ai sensi dell'art. 122 del Tuf (134 nel 2017), con riferimento a 68 società quotate.

Più della metà (121) riguardano 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 un incremento (da 44 a 61 casi). Le comunicazioni relative allo scioglimento o al venir meno degli scopi previsti nel patto sono state 28 (24 nel 2017).

2 Le offerte al pubblico di acquisto e scambio

Nel corso del 2018 sono state promosse 19 offerte (17 offerte in senso stretto e due obblighi di acquisto ai sensi dell'art. 108 del Tuf). Il dato, in lieve aumento rispetto all'anno precedente (17 offerte promosse), conferma il trend di crescita iniziato nel 2016: negli ultimi tre anni il numero totale delle offerte è stato pari a 62, più del doppio rispetto alle 28 offerte del triennio precedente (Tav. 13).

Tav. 13 Offerte pubbliche di acquisto e/o scambio promosse nel corso del 2018

offerente	società oggetto dell'offerta	periodo	tipologia offerta			controvalore ¹	<i>peso</i> ²
AZIONI ORDINARIE							
Hitachi Rail Italy Invest.	Ansaldo STS	17/12/18-18/01/19	obbligo di acquisto		totalitaria	140,5	1,0
EssilorLuxottica	Luxottica	29/10/18-28/11/18	Ops	obbligatoria	totalitaria	8.928,4	63,5
Progetto Co-Val	Mittel	17/09/18-12/10/18	Opa	obbligatoria	totalitaria	65,6	0,5
2i Towers	Ei Towers	27/08/18-05/10/18	Opa	volontaria	totalitaria	1.611,0	11,5
Fenice ³	Zephyro	20/08/18-01/10/18	Opa	obbligatoria	totalitaria	33,9	0,2
A2A e Lario Reti Holding	Acsm- Agam	20/08/18-07/09/18	Opa	obbligatoria	totalitaria	64,9	0,5
Orizzonti Holding	Fullsix	06/08/18-10/09/18	Opas	obbligatoria	totalitaria	4,7	..
Vittoria Capital	Vittoria Ass.ni	23/07/18-24/08/18	Opas	volontaria	totalitaria	384,5	2,7
Pluto Italia (Playtech)	Snaitech	26/06/18-23/07/18	Opa	obbligatoria	totalitaria	18,2	0,1
Trinity Invest. (Attestor)	Banca Intermobiliare	28/05/18-22/06/18	Opa	obbligatoria	totalitaria	0,6	..
Time for Ticket	Best Union Company	21/05/18-08/06/18	obbligo di acquisto		totalitaria	1,7	..
Crédit Agricole Cariparma ⁴	Cassa Risp. San Miniato	09/04/18-18/05/18	Opa	volontaria	totalitaria	2,0	..
Crédit Agricole Cariparma ⁴	Cassa Risparmio Cesena	09/04/18-18/05/18	Opa	volontaria	totalitaria	4,1	..
Crédit Agricole Cariparma ⁴	Cassa Risparmio Rimini	09/04/18-18/05/18	Opa	volontaria	totalitaria	1,9	..
Co. Stamp Srl ³	Modelleria Brambilla	03/04/18-23/04/18	Opa	obbligatoria	totalitaria	11,3	0,1
Rlg Italia Holding	Yoox Net A-Porter Group	19/03/18-09/05/18	Opa	volontaria	totalitaria	2.631,5	18,7
Quarantacinque	Cad It	12/03/18-06/04/18	Opa	volontaria	totalitaria	24,8	0,2
Lavaredo Spa	Prelios	05/02/18-02/03/18	Opa	obbligatoria	totalitaria	50,0	0,4
OBBLIGAZIONI ABS							
Banca Monte Paschi Siena	Casaforte	29/10/18-16/11/18	Opa	volontaria	totalitaria	72,2	0,5
<i>totale</i>						<i>14.051,6</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Consob. Offerte il cui periodo di adesione è iniziato nel corso dell'anno. ¹ Controvalore raccolto in milioni di euro. ² Percentuale sul totale. ³ Offerta su azioni negoziate sull'AIM Italia. ⁴ Offerta avente ad oggetto azioni (più *warrant*) non quotate.

Particolarmente significativo è stato l'incremento del controvalore delle offerte, con un ammontare raccolto nel 2018 pari a poco più di 14 miliardi di euro (quasi sei volte il valore raccolto nel 2017). Tale crescita è in larga parte attribuibile alla portata straordinaria dell'offerta Luxottica (la più grande offerta degli ultimi dieci anni, con circa 9 miliardi di euro di controvalore, pari al 59 per cento del totale).

Anche al netto dell'Opa Luxottica, comunque, emerge una più generale e diffusa crescita dimensionale delle offerte. Nel corso dell'anno, infatti, si sono perfezionate altre due operazioni (Opa Yoox e Opa Ei Towers) di controvalore superiore, rispettivamente, ai 2,5 e 1,5 miliardi di euro, laddove la maggiore offerta relativa al 2016 (escludendo l'offerta pubblica di scambio e transazione su azioni MPS, connotata da elementi di evidente eccezionalità) aveva fatto registrare un controvalore pari a circa 400 milioni di euro.

Le offerte effettuate hanno avuto ad oggetto quasi esclusivamente titoli azionari.

In particolare, 13 casi sono relativi ad azioni ordinarie quotate sull'MTA (per un controvalore pari al 99 per cento del totale); due casi ad azioni ordinarie ammesse a negoziazione sull'AIM (per un controvalore pari allo 0,4 per cento del totale); tre casi ad azioni ordinarie non quotate né negoziate su sistemi multilaterali (0,1 per cento del totale); un caso a obbligazioni strutturate (0,5 per cento del totale).

Con particolare riferimento alle offerte che hanno avuto ad oggetto titoli quotati sull'MTA o negoziati sull'AIM, 15 operazioni sono state strutturate come offerte pubbliche di acquisto, una (Opa Luxottica) come offerta pubblica di scambio avente per corrispettivo azioni quotate su un mercato regolamentato estero e due (Opas Fullsix e Opas Vittoria Assicurazioni) come offerte pubbliche di acquisto e scambio aventi per corrispettivo (anche) azioni non quotate. Tutte le offerte promosse su titoli azionari hanno avuto natura totalitaria. Nove offerte hanno avuto carattere obbligatorio (alle quali si aggiungono due casi di obbligo di acquisto ai sensi dell'art. 108 del Tuf) e sette volontario (Tav. 14).

Tav. 14 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		AIM	non quotate	concorrenti	finalizzate al delisting	OPS/Opas
2015	4	--	--	2 ¹	--	6	--	--	--	4	--
2016	10	--	--	3	1	14	--	--	4	9	1
2017	6	--	1	7 ²	2	16	2	--	--	9	4 ²
2018	9	--	2	7	--	18	2	3	--	11	3

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

Le offerte obbligatorie sono state promosse a seguito dell'acquisizione da parte degli offerenti, in esito al perfezionamento di accordi di compravendita, di quote del capitale delle società *target* superiori alle soglie rilevanti ai fini del sorgere dell'obbligo di offerta, ai sensi dell'art. 106, comma 1 e 1-bis, del Tuf. Si evidenzia, al riguardo, che nel corso dell'anno appena concluso non si sono registrati superamenti delle soglie rilevanti a seguito di acquisti di titoli direttamente sul mercato.

Con riferimento alle motivazioni delle offerte, nove casi hanno riguardato un'acquisizione del controllo societario.

In otto casi l'acquisizione del controllo è avvenuta tramite cessione di un pacchetto azionario rilevante, con conseguente natura obbligatoria e successiva dell'offerta. In un caso, pure in presenza di un'offerta volontaria, la *ratio* complessiva dell'operazione è riconducibile a un cambio di controllo concordato tra le parti, stante l'impegno di adesione assunto prima della promozione dell'offerta da parte del precedente azionista di maggioranza. Nella quasi totalità dei casi emergono

potenzialità di *business combination* tra le attività della società *target* e quelle dell'offerente. Solo un'offerta pare configurare un'acquisizione del controllo 'pura', senza prospettive di integrazioni operative o societarie da parte del nuovo socio di maggioranza.

Delle restanti dieci offerte, quattro sono state motivate da finalità di investimento, anche associate a esigenze di rafforzamento patrimoniale dell'offerente bancario e di liquidazione di titolari di strumenti finanziari del tutto minoritari.

In un caso l'offerta ha riguardato un progetto di riorganizzazione degli assetti proprietari; cinque offerte (tre volontarie e due obblighi di acquisto) sono state realizzate al fine del *delisting*.

Oltre a questi ultimi cinque casi, il *delisting* del titolo è stato indicato nel documento di offerta quale programma futuro anche in ulteriori sei operazioni, per un numero totale di 11 offerte. Considerando solo le 13 offerte su titoli azionari quotati sull'MTA, il 77 per cento aveva il *delisting* come obiettivo/programma futuro (50 per cento del 2017). Delle due offerte su titoli azionari negoziati sull'AIM, una era finalizzata alla revoca del titolo dalla negoziazione (Tav. 15).

Tav. 15 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 ¹
offerte finalizzate al <i>delisting</i> promosse nel 2016				8.080,9
offerte finalizzate al <i>delisting</i> promosse nel 2017				6.754,2
offerte finalizzate al <i>delisting</i> promosse nel 2018				33.959,8
Hitachi Rail Italy Investments	Ansaldo STS	obbligo di acquisto	si ³	2.540,0
EssilorLuxottica	Luxottica	obbligatoria	si ³	24.573,0
2i Towers	Ei Towers	volontaria	si	1.611,0
Fenice	Zephyro	obbligatoria	si	105,7
Vittoria Capital	Vittoria Ass.ni	volontaria	si	943,3
Pluto Italia (Playtech)	Snaitech	obbligatoria	si	412,7
Trinity Investments (Attestor)	Banca Intermobiliare	obbligatoria	no	35,0
Time for Ticket	Best Union Company	obbligo di acquisto	si	36,0
Rlg Italia Holding	Yoox Net A-Porter Group	volontaria	si	3.497,4
Quarantacinque	Cad It	volontaria	no ²	47,6
Lavaredo Spa	Prelios	obbligatoria	si	158,2

Fonte: Consob. ¹ Calcolata sulla base del corrispettivo di offerta; milioni di euro. Nel caso di offerte non ancora promosse, valore corrente. ² Delisting realizzato *post Opa*. ³ *Delisting* realizzato nel 2019.

Guardando al tasso di successo dei progetti di *delisting* (da MTA a AIM), nel 2018 la revoca dalle quotazioni è stata effettivamente raggiunta in nove offerte su 11 (quattro su nove nell'anno precedente).

L'accresciuto successo dei progetti di *delisting* pare dipendere anche da una minore presenza di fondi 'attivisti' (o di soci finanziari a essi sostanzialmente equiparabili) operanti a contrasto delle condizioni di prezzo – ritenute insoddisfacenti – proposte dall'offerente (un caso contro i tre nel 2017).

Nel corso del 2018, l'impatto dei *delisting* a livello di sistema è stato molto significativo. Delle dieci Opa promosse sull'MTA nel 2018, quelle a cui è seguita la revoca del titolo azionario sono otto, per una capitalizzazione complessiva di circa 33,8 miliardi di euro.

Il dato è in evidente accelerazione rispetto al 2017 (sette società per 6,6 miliardi di euro di capitalizzazione), benché in gran parte attribuibile a una singola operazione (Luxottica). Peraltro si evidenzia un progressivo coinvolgimento nelle strategie di *going private* di emittenti di dimensione sempre più grande (la capitalizzazione mediana delle società coinvolte è pari a 412 milioni di euro nel 2018 e di 66 milioni di euro nel 2017).

Per quanto riguarda il tasso di adesione delle singole offerte, si riscontra una sensibile crescita del valore mediano, nel 2018 pari al 76,8 per cento (50,6 per cento nel 2017; Tav. 16).

Tav. 16 Tassi di adesione alle Opa

offerente 'formale'	emittente	tipologia Opa		adesione ¹	premio un anno ¹
2i Towers	Ei Towers	Opa	volontaria	97,4	15,4
Vittoria Capital	Vittoria Ass.ni	Opas	volontaria	94,2	15,7
Rlg Italia Holding	Yoox Net A-Porter Group	Opa	volontaria	93,8	43,2
Fenice	Zephyro	Opa	obbligatoria	84,6	36,8
EssilorLuxottica	Luxottica	Ops	obbligatoria	81,6	6,3
Orizzonti Holding	Fullsix	Opas	obbligatoria	80,5	-36,0
Co. Stamp Srl	Modelleria Brambilla	Opa	obbligatoria	76,8	-21,6
Quarantacinque	Cad It	Opa	volontaria	60,7	23,8
Progetto Co-Val	Mittel	Opa	obbligatoria	68,9	4,8
Pluto Italia (Playtech)	Snaitech	Opa	obbligatoria	59,0	35,4
A2A e Lario Reti Holding	Acsm-Agam	Opa	obbligatoria	54,1	11,7
Trinity Investments (Attestor)	Banca Intermobiliare	Opa	obbligatoria	6,7	-31,3

Fonte: Consob. Sono esclusi gli obblighi di acquisto e le offerte su strumenti diversi da azioni. ¹ In percentuale rispetto al quantitativo oggetto di offerta.

Tali risultati appaiono riflettere decisioni di (dis)investimento certamente influenzate anche dalla flessione delle quotazioni registrata nel corso dell'anno. Una dinamica di prezzi decrescenti, soprattutto quando associati a titoli sottili, durante la procedura di offerta, rende più conveniente aderire anche in presenza di premi, calcolati al momento dell'annuncio dell'offerta, non particolarmente elevati (si vedano, ad esempio, i casi quali Mittel, Fullsix, Modellerie Brambilla).

Tra le altre fattispecie rilevanti, nel corso del 2018 si segnala il caso del *delisting* del titolo Boero Bartolomeo, realizzato non attraverso la promozione di un'offerta pubblica di acquisto ai sensi dell'art. 102 del Tuf (stante il ridotto controvalore complessivo della offerta, inferiore a quello necessario ai fini della configurabilità di un'offerta al pubblico di acquisto), ma attraverso la promozione di un'offerta al pubblico di acquisto volontaria ai sensi dell'art. 1336 del c.c., avente caratteristiche analoghe a quelle dell'offerta obbligatoria.

Orientamenti in tema di Opa/Ops - Quesiti e Comunicazioni

Nel corso del 2018 tre 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.

Nel caso della società Biancamano Spa, la Consob ha preso atto che l'operazione di ristrutturazione dell'indebitamento e di rafforzamento patrimoniale di tale società è stata effettuata in esecuzione di un accordo di ristrutturazione ex art. 182-*bis*, primo comma, del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267 ('Legge fallimentare'), funzionale al salvataggio della società in stato di crisi.

Con provvedimento motivato 20287 del 7 febbraio 2018, adottato ai sensi dell'art. 106, comma 6 del Tuf, inerente a un'operazione di ricapitalizzazione avente ad oggetto il risanamento del gruppo societario facente capo alla società quotata Pierrel Spa, la Consob ha ritenuto che il superamento da parte di Fin Posillipo Spa (considerata individualmente e/o congiuntamente con Bootes Srl, ai sensi degli articoli 101-*bis*, comma 4-*bis*, e 109 del Tuf) nel capitale di Pierrel della soglia prevista dall'articolo 106, comma 3, lett. *b*), del Tuf (cosiddetta soglia d'Opa da consolidamento), non comportasse il sorgere di un obbligo di Opa. Ciò in quanto la fattispecie era riconducibile all'ipotesi di esenzione per '*operazioni dirette al salvataggio di società in crisi*' di cui all'articolo 106, comma 5, lett. *a*), del Tuf, e con la medesima *ratio* del caso di esenzione previsto dall'articolo 49, comma 1, lett. *b*), n. 2, del Regolamento Emittenti.

Con provvedimento motivato 20692 del 14 novembre 2018, la Consob ha disposto che l'acquisto da parte di Arkiholding Srl della partecipazione pari al 39,76 per cento del capitale di Eukedos Spa, nonché la contestuale adesione al patto parasociale già sottoscritto da Arkigest Srl e Toscofina di Carlo Iuculano e C. Sas, non comportasse obbligo di offerta sulle rimanenti azioni emesse da Eukedos Spa in capo ai soggetti coinvolti.

Nel corso del 2018, la Consob si è inoltre pronunciata in risposta a un quesito concernente l'applicabilità del diritto di acquisto di cui all'art. 111 del Tuf al caso di superamento da parte di un socio della soglia del 95 per cento del capitale sociale di una società quotata a seguito di acquisti di titoli effettuati ai blocchi, altresì rilevanti ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 108, comma 2 del Tuf.

3 La vigilanza sulle operazioni con parti correlate

Anche nel 2018 la vigilanza sulle operazioni con parti correlate ha costituito il fulcro dell'attività di controllo svolta per scongiurare fenomeni espropriativi, al fine di tutelare gli azionisti e gli altri *stakeholder*.

Come nel precedente biennio, in ottica preventiva, nel 2018 la Consob ha svolto valutazioni sulla mappatura di soggetti/entità quali parti correlate in società interessate da modifiche della struttura societaria a seguito di aumenti di capitale particolarmente diluitivi.

In tale contesto, è stato attivato un costante dialogo con gli emittenti volto a stimolare la valutazione in chiave sostanzialistica dei rapporti intercorrenti tra i nuovi azionisti e le società. Nel caso di un emittente bancario, la qualifica di parte correlata è stata estesa a tutti gli azionisti/entità con partecipazione superiore al 5 per cento e alle loro controllate, seguendo l'esempio di altri emittenti bancari che, già in passato, in ragione di assetti azionari molto frazionati, hanno ritenuto opportuno considerare parti correlate gli azionisti con partecipazioni superiori al 2 per cento del capitale sociale.

Sempre in ottica di vigilanza preventiva, in sede di esame del prospetto di ammissione a quotazione, si è prestata particolare attenzione al possesso del requisito di indipendenza in capo agli amministratori qualificatisi come tali e ai sindaci, nonché alla conformità delle procedure interne sulle operazioni con parti correlate rispetto al Regolamento Consob.

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. Tale interlocuzione ha visto un più frequente coinvolgimento degli amministratori indipendenti, in considerazione del ruolo di monitoraggio e garanzia a essi attribuito non solo come membri del Comitato operazioni con parti correlate, ma più in generale nell'ambito del *board* e tramite la partecipazione ai Comitati endoconsiliari previsti dal Codice di Autodisciplina.

In una sola occasione è stato avviato un procedimento sanzionatorio per omessa pubblicazione del documento informativo in relazione a una operazione di maggiore rilevanza con parte correlata costituita da un accordo commerciale tra l'emittente e una società correlata.

Con riferimento al più generale tema delle operazioni in potenziale conflitto di interessi, la Consob ha proseguito nell'attività di vigilanza avviata nel 2017 su un'operazione in potenziale conflitto di interessi che, pur non essendo qualificabile come con parti correlate, risultava comunque influenzata da interessi in potenziale conflitto con quello della società; in particolare è stato monitorato l'*iter* di approvazione dell'operazione ed è stato chiesto di integrare il quadro informativo fornito al mercato.

Nel 2018 sono stati pubblicati complessivamente 62 documenti informativi per operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate. Si è trattato in prevalenza di trasferimento di *asset*, quali rami d'azienda, partecipazioni e immobili, o di operazioni di finanziamento che hanno coinvolto la società quotata e i suoi soci di riferimento (Tav. 17).

Tav. 17 Documenti informativi su operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate pubblicati nel 2018 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	--	7	2	9
finanziamento	--	19	3	22
operazioni sul capitale	--	7	--	7
trasferimento di <i>asset</i>	2	18	4	24
<i>totale</i>	<i>2</i>	<i>51</i>	<i>9</i>	<i>62</i>

Fonte: Consob.

Inoltre, la Consob ha ricevuto nel 2018 comunicazioni in merito alla conclusione di 21 operazioni di maggiore rilevanza che, in quanto ordinarie e concluse a condizioni equivalenti a quelle di mercato o standard, hanno beneficiato dell'esclusione dall'applicazione degli obblighi di pubblicazione di un documento informativo.

Tali operazioni sono state compiute in prevalenza da società a elevata capitalizzazione del settore finanziario. Quanto all'oggetto, in nove casi su dieci le operazioni hanno riguardato l'attività operativa *core* della società che le ha poste in essere, cioè la fornitura di beni/servizi tipici per le imprese non industriali e i finanziamenti per quelle bancarie; quanto alla controparte, si è trattato sempre dei soci di riferimento o di società a questi riferibili.

4 La vigilanza sul governo societario e sugli organi di controllo interno

Nel corso del 2018 si è accentuato il fenomeno della presentazione di liste concorrenti volte alla nomina della maggioranza dei componenti del consiglio di amministrazione. In alcune società si è assistito alla promozione di contrapposte sollecitazioni di deleghe di voto (*proxy fight*), presentate in merito alla revoca e/o nomina del consiglio di amministrazione.

In particolare, nella stagione assembleare 2018 si è assistito a un acceso confronto tra due soci di Telecom Spa, a seguito dell'ingresso nell'azionariato di un fondo statunitense (Elliott) e della richiesta di quest'ultimo di integrare, ai sensi dell'art. 126-*bis* del Tuf, l'ordine del giorno dell'assemblea ordinaria del 24 aprile

2018, per deliberare su revoca e sostituzione di sei consiglieri nominati dal socio Vivendi, che nel settembre 2017 era stato qualificato dalla Consob come socio di controllo della società. A seguito delle dimissioni della maggioranza dei consiglieri, è decaduto l'intero consiglio e in una successiva assemblea sono state presentate due liste concorrenti da parte dei predetti soci volte a nominare la maggioranza degli amministratori.

La lista più votata è risultata quella presentata dal fondo Elliott che ha quindi nominato la maggioranza dei consiglieri (ossia dieci), mentre cinque consiglieri (tra cui l'amministratore delegato) sono stati tratti dalla lista presentata dal socio Vivendi. A seguito della predetta assemblea, l'assetto di *governance* dell'emittente è dunque nuovamente mutato, essendo venute meno «*le ragioni per considerare Vivendi soggetto esercente attività di direzione e coordinamento su TIM*» (secondo la presa d'atto del Cda di TIM del 16 maggio 2018). Negli ultimi mesi dell'anno, la Consob ha monitorato il processo di revoca dell'amministrazione delegato e di nomina del nuovo amministratore delegato.

Inoltre, a fronte di sempre più accentuate criticità di *governance*, monitorate anche dalla Banca d'Italia e dalla BCE, la Consob ha svolto una continuativa attività di vigilanza su un emittente bancario (Banca Carige Spa), mediante audizioni di esponenti apicali e frequenti richieste di informazioni. In alcuni casi sono state effettuate richieste di divulgare al pubblico informazioni attinenti ad aspetti di *governance*, quali le motivazioni sottostanti le azioni di responsabilità intentate verso precedenti amministratori.

La vigilanza ha riguardato il funzionamento degli organi sociali e le motivazioni sottostanti le dimissioni di numerosi consiglieri, fino al venir meno della maggioranza dei consiglieri di nomina assembleare che ha comportato, in base alle previsioni statutarie, la decadenza dell'intero consiglio di amministrazione prima della sua naturale scadenza. In vista dell'assemblea di rinnovo del Cda tenutasi nel mese di settembre 2018 sono state presentate quattro liste, due delle quali (una riferibile all'azionista di maggioranza relativa con una partecipazione del 27 per cento e l'altra a un azionista con una partecipazione del 5 per cento) in aperta contesa per il rinnovo della maggioranza degli amministratori. In tale occasione è stata svolta un'intensa attività di vigilanza per verificare il rispetto della normativa sul voto di lista e il corretto svolgimento delle sollecitazioni di deleghe promosse da uno dei quattro presentatori delle liste e per esaminare i dati relativi alla partecipazione assembleare e alle votazioni sulle delibere all'ordine del giorno.

In un altro caso (Retelit Spa), la contesa per la nomina dell'organo amministrativo e di controllo ha riguardato, da un lato, due azionisti (SVM e Axxion) congiuntamente titolari del 9,99 per cento del capitale della società (e in forza di un patto parasociale stipulato anche con un terzo azionista, avente efficacia sino all'assemblea di rinnovo degli organi sociali, del 24,36 per cento del capitale sociale) che hanno presentato una lista in continuità con la precedente gestione e, dall'altro, un socio (Fiber 4.0) titolare dell'8,97

per cento del capitale sociale (e in forza di un patto parasociale stipulato anche con altri azionisti, avente efficacia per la data dell'assemblea, del 19,24 per cento del capitale sociale) che ha presentato una lista di rinnovamento.

In tale contesto l'attività di vigilanza della Consob ha riguardato principalmente la correttezza e la trasparenza dell'informativa fornita in occasione delle sollecitazioni di deleghe oltre che il regolare svolgimento dell'assemblea.

Significative aree di miglioramento permangono con riferimento alla valutazione dell'indipendenza degli amministratori che ne hanno dichiarato il possesso e dei sindaci. In tale ambito, la vigilanza preventiva è stata svolta tanto nei confronti degli emittenti quanto dei soggetti interessati, affinché questi ultimi fossero consapevoli del fatto che una accurata comunicazione agli organi competenti di ogni relazione professionale o patrimoniale esistente o intercorsa con la società e/o l'azionista di controllo è preliminare a una corretta ed efficiente valutazione dell'indipendenza.

In particolare, nel caso di un emittente bancario (MPS Spa), nell'ambito degli specifici approfondimenti svolti al fine di verificare la sussistenza del requisito di indipendenza in capo ai componenti degli organi sociali che ne avevano dichiarato il possesso, è stata anche valutata la rilevanza che ulteriori circostanze – quale il coinvolgimento diretto e indiretto di componenti in contenziosi giudiziari nei quali è parte l'emittente – possono avere sulla ricorrenza di potenziali conflitti di interessi in capo ai medesimi componenti nonché l'adeguatezza delle misure adottate dall'emittente per gestire tali conflitti, anche tenendo conto di quanto raccomandato in materia sia dalla BCE (al riguardo, si veda la 'Guida alla verifica dei requisiti di professionalità e onorabilità', maggio 2018) sia dall'EBA e dall'ESMA congiuntamente ('Orientamenti sulla valutazione dell'idoneità dei membri dell'organo di gestione e del personale che riveste ruoli chiave', marzo 2018).

La stagione assembleare 2018 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. Inoltre gli investitori hanno dimostrato crescente interesse all'approccio degli emittenti sulle tematiche sociali e ambientali.

Come di consueto, il personale della Consob 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*.

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.

La continua interlocuzione della Consob con gli organi di controllo li ha resi più consapevoli degli obblighi di vigilanza che sono chiamati ad assolvere e della loro estensione e complessità e ha inoltre rappresentato un importante strumento di vigilanza preventiva.

Nel 2018 gli organi di controllo hanno effettuato otto segnalazioni di irregolarità, riscontrate a seguito di propri accertamenti, relative al sistema di controllo interno e alla struttura organizzativa, a operazioni con parti correlate, a operazioni in conflitto di interesse e ad altre rilevanti operazioni societarie, al possesso del requisito di indipendenza in capo ad amministratori nonché a fatti penalmente rilevanti.

La Consob ha verificato che la composizione degli organi sociali quale risultante dal rinnovo assembleare e dalle variazioni nel continuo dovute a dimissioni di amministratori o sindaci fosse in linea con la normativa sulle quote di genere.

Anche nel 2018 non si sono verificate violazioni dei criteri di riparto di genere tali da determinare l'adozione di provvedimenti di diffida da parte della Consob. Si sono avuti alcuni disallineamenti transitori nella composizione degli organi tempestivamente superati con gli ordinari processi societari di sostituzione dei membri del genere meno rappresentato.

La prima applicazione sulle informazioni di carattere non finanziario

La prima applicazione delle nuove norme in materia di informazione non finanziaria, introdotte dal d.lgs. 254/2016 (si veda il successivo Capitolo VI 'L'attività regolamentare'), ha evidenziato come per diverse società la sostenibilità, lungi dall'essere esclusivamente una materia di *compliance* sulle tematiche sociali e ambientali, sia stata correttamente valutata quale parte integrante dei sistemi di controllo e di gestione dei rischi e quale scelta strategica dell'emittente per accrescere la propria competitività, creare valore nel medio lungo periodo e attrarre in misura sempre maggiore gli investitori istituzionali.

Nel settembre 2018, dando seguito alle previsioni del Regolamento di attuazione del d.lgs. 254/2016, la Consob ha reso noto sul proprio sito l'elenco dei soggetti che hanno pubblicato la dichiarazione non finanziaria (DNF) in via obbligatoria o volontaria, e la hanno trasmessa alla Consob nel periodo dal 1° gennaio al 31 agosto 2018.

L'elenco comprende 200 società, delle quali 150 emittenti azioni quotate, 48 banche e assicurazioni di grandi dimensioni non quotate ed emittenti con valori mobiliari quotati diversi dalle azioni, e due soggetti adempienti in via volontaria. Tale elenco è stato successivamente integrato con l'inserimento di ulteriori dieci soggetti che hanno pubblicato la DNF successivamente al 31 agosto 2018 o l'hanno trasmessa alla Consob in una data successiva.

Nell'ottobre 2018, la Consob con delibera 20644 ha individuato i parametri per l'individuazione dell'insieme delle DNF pubblicate nel 2018 da sottoporre a vigilanza.

In particolare, ai sensi dell'art. 6 del Regolamento Consob in materia di DNF, la Consob effettua il controllo sulle DNF su base campionaria. L'insieme delle società da sottoporre a vigilanza è individuato annualmente sulla base di parametri, stabiliti con apposita delibera, che tengano conto tra l'altro dei seguenti elementi: i) le segnalazioni pervenute dall'organo di controllo o dal revisore incaricato di effettuare la revisione legale del bilancio; ii) i casi in cui il revisore designato esprima un'attestazione con rilievi, un'attestazione negativa o rilasci una dichiarazione di impossibilità di esprimere un'attestazione; iii) le informazioni significative ricevute da altre pubbliche amministrazioni o soggetti interessati; iv) gli elementi acquisiti in relazione agli emittenti assoggettati al controllo sull'informativa finanziaria ai sensi dell'articolo 89-*quater* del Regolamento Emittenti che possano essere rilevanti per l'informativa non finanziaria.

Affinché un soggetto, anche in assenza dei predetti elementi, possa essere selezionato per il controllo, la delibera deve stabilire i criteri per integrare il campione sulla base di un meccanismo di selezione casuale e della rotazione.

Considerato, che le fattispecie di cui ai punti da i) a iii) non si sono verificate in concreto, la Consob ha ritenuto, per il primo anno di applicazione della disciplina, di individuare un insieme di soggetti rappresentativo delle diverse tipologie di emittenti che hanno proceduto alla pubblicazione della DNF ai sensi del decreto, al fine di acquisire una adeguata comprensione del fenomeno.

Nello specifico, considerando che le informazioni contenute nelle DNF possono assumere rilevanza anche ai fini del controllo sull'informativa finanziaria, è stato individuato un gruppo di emittenti con azioni quotate assoggettati al controllo sull'informativa finanziaria ai sensi dell'articolo 89-*quater* del Regolamento Emittenti, tenuto conto del settore di appartenenza, del numero di società che hanno pubblicato la DNF per ciascun settore e delle società che, per assetti produttivi e organizzativi prescelti, presentano DNF di maggior interesse per la vigilanza sinergica sull'informazione non finanziaria e finanziaria.

Inoltre, è stato selezionato un ulteriore insieme di soggetti, anche appartenenti a categorie diverse da quella di emittente con azioni quotate (banche e assicurazioni di grandi dimensioni non quotate ed emittenti con valori mobiliari quotati diversi dalle azioni o soggetti adempienti in via volontaria), considerando altresì il settore di attività nonché l'eventuale pubblicazione in passato di bilanci o rapporti di sostenibilità in via volontaria. Infine, un ultimo gruppo di soggetti è stato selezionato mediante estrazione casuale.

Sempre in adempimento degli obblighi previsti dal d.lgs. 254/2016, nel 2018, sono state emesse dai revisori le prime attestazioni sulle DNF pubblicate.

Al fine di monitorare le modalità di prima applicazione del decreto nonché del Regolamento di attuazione approvato dalla Consob con delibera 20267 del 18 gennaio 2018, è stata effettuata un'analisi sulle DNF pubblicate dalla quale è emerso che le società di revisione, nella totalità dei casi, hanno rilasciato, ai sensi dell'art. 5 del Regolamento, attestazioni nella forma di *'limited assurance'* in merito alla redazione delle DNF in conformità a quanto richiesto dagli articoli 3 e 4 del decreto e dallo standard di rendicontazione di riferimento.

Il 1° gennaio 2019 è entrata in vigore la modifica dell'art. 3, comma 1 del d.lgs. 254/2016 (effettuata dall'art. 1, comma 1073, della legge 30 dicembre 2018, n. 145 - Legge di bilancio 2019), con la quale si precisa che la dichiarazione non finanziaria nel descrivere «*i principali rischi connessi ai suddetti temi e che derivano dalle attività dell'impresa, dai suoi prodotti, servizi o rapporti commerciali, incluse, ove rilevanti, le catene di fornitura e subappalto*», deve indicare anche «*le modalità di gestione degli stessi [rischi] generati o subiti*». Ai sensi della norma sopra citata, il 28 febbraio 2019 la Consob ha richiamato l'attenzione dei destinatari della disciplina sulla necessità di fornire, unitamente all'informativa sui suddetti principali rischi, anche informazioni sulle modalità di gestione dei rischi medesimi, nelle DNF che saranno pubblicate nel corso del 2019.

5 La vigilanza sulle società di revisione

A fine 2018 i soggetti abilitati all'attività di revisione legale dei conti incaricati da enti di interesse pubblico (EIP) e da enti sottoposti a regime intermedio (ESRI) che, ai sensi della normativa vigente, ricadono sotto la vigilanza della Consob, sono complessivamente 46 (36 nel 2017), di cui 26 società di revisione, 18 revisori persone fisiche e le due Federazioni delle Cooperative del Trentino Alto Adige (sei revisori legali). Il numero di EIP ed ESRI risulta pari a circa 1.450.

Il mercato della revisione si conferma fortemente concentrato: circa l'88 per cento degli incarichi di revisione legale dei conti annuali e consolidati degli emittenti con azioni quotate è stato conferito a quattro società di revisione di grandi dimensioni (KPMG, PricewaterhouseCoopers, Ernst & Young e Deloitte & Touche; le cosiddette *big four*), dato in linea con il 2017 (89 per cento; Tav. 18).

Nel corso del 2018 le società di revisione legale e i revisori legali hanno trasmesso alla Consob le informazioni richieste dall'art. 14 del Regolamento (UE) n. 537/2014, relative al fatturato generato per l'attività svolta su EIP a livello di gruppo nel periodo 1° luglio 2017 - 30 giugno 2018.

Dall'analisi dei dati emerge che i ricavi da revisione legale rappresentano circa il 60 per cento dei ricavi totali da EIP. Per le società piccole e per i revisori legali la percentuale di ricavi *audit* è più rilevante e pari al 72 per cento.

Nel corso del 2018 le società di revisione legale e i revisori legali hanno inoltre trasmesso alla Consob le informazioni richieste dall'art. 16,

paragrafo 3, comma 3, del Regolamento (UE) n. 537/2014, per individuare i revisori legali e le società di revisione per i quali nell'anno solare 2018 il fatturato da revisione di EIP è stato inferiore al 15 per cento del fatturato totale da revisione di EIP a livello nazionale.

Dall'analisi dei dati emerge che nessuno dei revisori ha superato tale limite, ad eccezione delle quattro società di revisione *big four*.

Tav. 18 Distribuzione degli incarichi di revisione sui bilanci delle società quotate

	società di revisione legale							
	<i>big four</i>		società medie		società piccole		totale	
	numero incarichi	quota di mercato ¹	numero incarichi	quota di mercato ¹	numero incarichi	quota di mercato ¹	numero incarichi	quota di mercato ¹
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
2018	202	88	18	8	9	4	229	100

Fonte: Consob. ¹ Valori percentuali.

Nel 2018 si è complessivamente registrata una contrazione di oltre il 15 per cento dei casi di interruzione anticipata degli incarichi di revisione legale sui conti di EIP ed ESRI, passati dai 105 nel 2017 a 89. Tale diminuzione è stata principalmente determinata da un significativo calo (del 18 per cento) dei casi di risoluzione consensuale (Tav. 19).

Il decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 39, consente, 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 (su iniziativa del revisore legale) o la risoluzione consensuale del contratto di revisione.

In particolare, la principale giusta causa di revoca continua a essere rappresentata dalla perdita dello status di EIP da parte di società di cartolarizzazione conseguente al rimborso anticipato dei propri titoli ABS quotati realizzata con i proventi della cessione a terzi dei sottostanti crediti cartolarizzati.

I casi di risoluzione consensuale (passati da 67 a 55) sono legati principalmente al cambio del soggetto controllante o del revisore di gruppo, confermandosi la tendenza alla scelta di un revisore unico nell'ambito dei gruppi. I due casi di dimissioni volontarie hanno riguardato l'insorgere di sopravvenute situazioni in grado di compromettere l'indipendenza del revisore legale o di influire negativamente e in modo decisivo sulla sua idoneità a svolgere l'incarico di revisione.

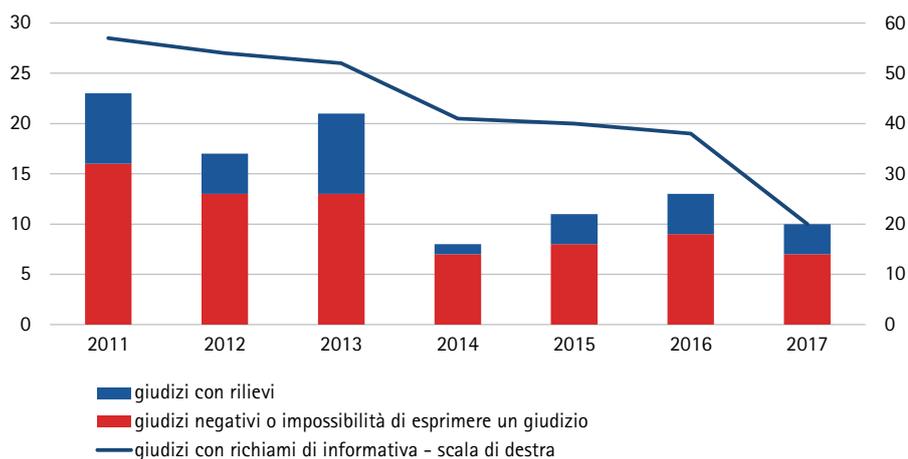
Tav. 19 Tipologie di cessazione anticipata dell'incarico di revisione legale dei conti

	revoca	risoluzione consensuale	dimissioni
2013	37	45	3
2014	32	16	6
2015	24	62	2
2016	27	37	7
2017	36	67	2
2018	32	55	2
<i>di cui</i>			
<i>cambio del soggetto controllante</i>	4	26	--
<i>cambio del revisore del gruppo</i>	1	11	--
<i>perdita/acquisizione dello status di ente di interesse pubblico</i>	26	12	--
<i>situazione sopravvenuta idonea a compromettere l'indipendenza</i>	--	2	1
<i>sopravvenuta insussistenza dell'obbligo di revisione legale per intervenuta carenza dei requisiti ex lege</i>	1	1	--
<i>sopravvenuta inidoneità a svolgere l'incarico per insufficienza mezzi propri</i>	--	--	1
<i>altro</i>	--	3	--
<i>cambio del soggetto controllante</i>	4	26	--

Fonte: Consob.

Per quanto attiene ai giudizi espressi dalle società di revisione sui bilanci d'esercizio e consolidati degli emittenti quotati italiani per l'esercizio 2017, si evince una riduzione dei casi di impossibilità a esprimere un giudizio e di giudizi con rilievi (Fig. 4).

Fig. 4 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. I «giudizi con rilievi» riguardano significative non conformità o disaccordi sui criteri contabili, limitazioni al procedimento di revisione e incertezze significative. I «giudizi negativi» riguardano situazioni in cui gli effetti dei rilievi sono così rilevanti da compromettere l'attendibilità e la capacità informativa del bilancio. L'«impossibilità di esprimere un giudizio» si verifica per grave limitazione delle informazioni, tale da non consentire l'espressione di un giudizio, ovvero in presenza di significative situazioni di incertezza, che possono incidere sull'attendibilità del bilancio o sulla continuità aziendale. I «richiami di informativa» includono la segnalazione di significative incertezze connesse alla continuità aziendale (di cui al principio di revisione n. 700).

In particolare, i casi di impossibilità a esprimere un giudizio hanno riguardato sette società (nove nell'esercizio precedente), mentre i giudizi con rilievi sono stati espressi per tre emittenti quotati (quattro sui bilanci 2016). Per sette emittenti (16 nel 2016, ricompresi tra i richiami di informativa) le società di revisione hanno segnalato significative incertezze connesse alla continuità aziendale nell'apposito paragrafo previsto dal nuovo format della relazione di revisione introdotto dal principio di revisione n. 700. I richiami di informativa hanno riguardato 13 emittenti quotati (22 nel 2016), di cui sei relativi ad aspetti concernenti la continuità aziendale per i quali non sono state rilevate incertezze significative. Come accaduto negli ultimi quattro esercizi, le società di revisione non hanno espresso giudizi negativi sui bilanci 2017.

Il 2018 è stato l'anno di prima applicazione del nuovo schema di *audit report*. Le relazioni di revisione risultano quindi strutturate sulla base dei nuovi principi di revisione ISA (Italia) 700 per tutti gli incarichi di revisione legale e ISA (Italia) 701 'Comunicazione degli aspetti chiave della revisione contabile nella relazione del revisore indipendente' (Riquadro 3).

Controlli di qualità e attività di enforcement

Nel corso del 2018 è giunto a conclusione il primo controllo di qualità svolto nell'ambito di una *joint inspection* con l'Autorità di vigilanza statunitense sui revisori (Public Company Accounting Oversight Board - PCAOB) su una società di revisione di grandi dimensioni, alla quale è stato trasmesso il report finale contenente gli esiti dei controlli svolti e le raccomandazioni da adottare entro termini stabiliti. Il controllo è stato svolto utilizzando la metodologia adottata anche dagli altri Stati membri, la 'Common Audit Inspection Methodology' (CAIM), elaborata nell'ambito del Committee of European Auditing Oversight Bodies (CEAOB).

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 rispetto al Principio di revisione ISA (Italia) 220 e al Principio internazionale sul controllo della qualità (ISQC Italia) 1. Le verifiche hanno avuto altresì ad oggetto l'esame di un campione di incarichi di *audit*.

In esito agli accertamenti svolti, è stata rilevata la necessità di una maggiore considerazione, da parte di coloro che nell'ambito della società di revisione svolgono un ruolo di *leadership* nel processo di valutazione e remunerazione dei *partner*, degli aspetti connessi alla qualità del lavoro svolto. È stato altresì raccomandato un rafforzamento dei presidi di controllo interno sulle modalità di svolgimento degli incarichi di revisione relativi al settore bancario, in considerazione dei significativi profili di rischio che caratterizzano il settore.

Riquadro 3

Il nuovo schema di *audit report*

Le relazioni di revisione emesse nel corso del 2018 risultano strutturate sulla base dei nuovi principi di revisione ISA (Italia) 700 per tutti gli incarichi di revisione legale e ISA (Italia) 701 'Comunicazione degli aspetti chiave della revisione contabile nella relazione del revisore indipendente', che rappresenta un'importante novità apportata all'*audit reporting* con riferimento alle sole revisioni di bilanci di EIP.

Sulla base di tale principio, infatti, la relazione di revisione si arricchisce di importanti contenuti informativi volti a una migliore comprensione del lavoro svolto dai revisori e delle conclusioni da loro raggiunte in relazione allo specifico incarico di revisione. In particolare, gli aspetti di revisione che hanno richiesto un'attenzione significativa durante lo svolgimento dell'incarico (*key audit matters*) risultano ora evidenziati in un'apposita sezione della relazione di revisione che comprende anche uno specifico riferimento all'eventuale relativa informativa di bilancio e indica il modo in cui gli stessi sono stati affrontati nell'ambito del processo di revisione.

Nel corso del 2018, al fine di monitorare la fase di prima applicazione di tale principio da parte delle società di revisione, è stata svolta un'analisi su un ampio campione di relazioni di revisione emesse su emittenti quotati al fine di raccogliere indicazioni sulle modalità di rappresentazione degli aspetti chiave della revisione identificati e delle procedure di revisione poste in essere a fronte degli stessi.

Dall'analisi è emerso che il maggior numero di aspetti chiave della revisione si riferisce alle aree di bilancio relative all'avviamento e alle immobilizzazioni immateriali a motivo della significatività dei valori coinvolti e della complessità e incertezza delle stime che caratterizzano lo svolgimento dei *test di impairment* e che comportano un elevato grado di discrezionalità nel giudizio da parte degli amministratori.

Nel corso del 2018, al fine di facilitare la comprensione delle modalità operative degli *audit committees*, il CEAOB ha elaborato un questionario volto a uniformare e a rendere più agevole il processo di raccolta delle informazioni presso gli stessi *audit committees* (Riquadro 4).

Nel 2018 si sono conclusi i controlli di qualità su due società di revisione di piccole dimensioni alle quali è stato trasmesso il report finale contenente gli esiti e le raccomandazioni da adottare entro termini stabiliti.

Le verifiche hanno tenuto conto delle contenute dimensioni delle due società di revisione esaminate e hanno evidenziato talune carenze su aspetti connessi alla documentazione del lavoro di revisione dell'*independent review*. Gli interventi raccomandati hanno riguardato l'istituzione di specifici punti di controllo sulle

Riquadro 4

La *survey* per il monitoraggio della performance degli *audit committees* degli enti di interesse pubblico

Nel corso del 2018 il CEAOB, nell'ambito dei compiti relativi al coordinamento europeo delle attività di monitoraggio sugli sviluppi del mercato dei servizi della revisione legale, si è occupato del monitoraggio dello svolgimento dei compiti e dei risultati conseguiti dai comitati per il controllo interno e la revisione contabile (*audit committees*) degli enti di interesse pubblico (EIP), il cui ruolo è stato rafforzato dalla recente *audit reform* europea.

Al fine di facilitare la comprensione delle modalità operative degli *audit committees*, e per uniformare e agevolare il processo di raccolta delle informazioni presso gli stessi *audit committees*, il CEAOB – con il lavoro del sottogruppo *Market Monitoring* cui anche la Consob partecipa – ha elaborato un apposito questionario. Nel corso del mese di gennaio 2019 la Consob ha inviato il questionario – tradotto in lingua italiana e adattato ove necessario – a un campione di oltre 100 *audit committees* di EIP (selezionati tra le tre categorie di EIP di emittenti quotati, banche e assicurazioni) per lo svolgimento di una *survey* i cui risultati saranno utilizzati dalla Consob, in forma anonima e aggregata, per predisporre la relazione sugli sviluppi del mercato della revisione legale per gli EIP, ai sensi dell'articolo 27.2 del Regolamento (UE) n. 537/2014, da trasmettere alla Commissione europea entro il mese di giugno ai fini della redazione del report aggregato a livello europeo da parte della stessa Commissione europea.

La Consob ha colto l'occasione dell'iniziativa europea per organizzare un evento il 1° febbraio 2019 aperto a tutti gli *audit committees* di EIP (circa 900 soggetti) nel corso del quale è stato presentato il questionario, pubblicato anche nel sito internet dell'istituto, come un utile strumento di autovalutazione per tutti gli *audit committees* (anche quelli non selezionati nell'ambito della *survey*). Nel corso dell'incontro è stato sottolineato il ruolo cruciale per l'affidabilità dell'informativa finanziaria riconosciuto all'*audit committee* dalle autorità competenti e dalle istituzioni sia europee sia internazionali: l'*audit committee* costituisce, infatti, un presidio importante per il monitoraggio, nel continuo e dall'interno delle società, della qualità dell'informativa finanziaria e per la pronta rilevazione delle eventuali problematiche da affrontare, ricorrendo anche al confronto con i revisori. Si è inteso in tal modo favorire il colloquio diretto del *regulator* con tali organi e sensibilizzarli sui temi dell'indipendenza e di eventuali conflitti d'interesse che possano riguardare i revisori e la revisione legale, evidenziando il ruolo proattivo che l'*audit committee* deve svolgere nei confronti degli amministratori, anche con raccomandazioni e proposte volte a garantire l'integrità del processo di informativa finanziaria.

Al termine della *survey* sono stati raccolti 100 questionari, pari al 93 per cento di quelli inviati. I risultati della *survey* saranno presentati agli *audit committees* nel corso di un apposito evento.

procedure attinenti all'assegnazione dei *team* agli incarichi, le verifiche in materia di indipendenza e le attività di formazione del personale. È stata inoltre rappresentata la necessità di porre maggiore attenzione su taluni aspetti del lavoro di revisione attinenti alla valutazione dei rischi di frode, alle verifiche sulla valutazione di crediti e partecipazioni, nonché alla continuità aziendale.

Negli ultimi mesi del 2018 è stata avviata una ulteriore *joint inspection* con il PCAOB su un'altra società di revisione di grandi dimensioni, la cui conclusione è prevista nel corso del 2019. Sono state inoltre avviate, mediante apposite richieste di informazioni, verifiche sulle procedure di controllo di qualità su due società di revisione di medie dimensioni.

La vigilanza sui revisori legali ha inoltre riguardato l'attività di *enforcement* che, in esito agli accertamenti svolti sulle modalità di esecuzione degli incarichi di revisione legale su casi specifici, ha prodotto l'avvio di un procedimento sanzionatorio conclusosi nel dicembre 2018 con l'emanazione di un provvedimento nei confronti di una società di revisione per irregolarità accertate in relazione ai lavori svolti su una banca.

Sempre nel 2018 si sono poi conclusi altri due procedimenti sanzionatori avviati nel corso dell'anno precedente in esito ai quali sono stati emanati provvedimenti nei confronti di due società di revisione per lavori svolti, anche in tali casi, su bilanci bancari.

In particolare sono state accertate violazioni di diversi principi di revisione in relazione ad esempio alla valutazione dei rischi e alla pianificazione dell'*audit*, ai *test of controls*, alle verifiche di dettaglio su poste significative e sull'informativa di bilancio.

Su richiesta del PCAOB, formulata nell'ambito degli accordi di cooperazione internazionale stipulati con l'Autorità statunitense di vigilanza sui revisori, la Consob ha inoltre fornito a quest'ultima il necessario supporto per lo svolgimento di attività di *investigation* su società di revisione italiane registrate presso la stessa Autorità.

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 29 richieste di informazioni e/o audizioni (19 nel corso del 2017), esercitando i poteri assegnati dagli artt. 20 e 22 del d.lgs. 39/2010 e dell'art. 26 del Regolamento (UE) n. 537/2014.

Nel corso del 2018 si è concluso il processo di elaborazione del 'Codice etico dei revisori legali', da parte del Tavolo tecnico congiunto, cui partecipano i rappresentanti della professione, la Consob e il MEF. Il Codice contiene i Principi di deontologia professionale, riservatezza e segreto professionale (Riquadro 5).

Riquadro 5

Principi di deontologia professionale, riservatezza e segreto professionale – Codice etico dei revisori legali

Nel corso del 2018 il Tavolo tecnico congiunto, cui partecipano i rappresentanti della professione, la Consob e il MEF, ha concluso il processo di elaborazione del 'Codice etico dei revisori legali', che contiene i Principi di deontologia professionale, riservatezza e segreto professionale. Il Codice – emanato con Determina del Ragioniere Generale dello Stato del 20 novembre 2018 ai sensi degli articoli 9, primo comma, e 9-bis, secondo comma, del d.lgs. 39/2010 – è applicabile a decorrere dagli incarichi di revisione legale relativi agli esercizi aventi inizio nel 2019.

La base di riferimento del Codice etico dei revisori legali è rappresentata dalle indicazioni del *Code of Ethics for Professional Accountants* (Codice etico IESBA), che rappresenta un'autorevole guida per gli operatori del settore della revisione in materia di etica e indipendenza. A tale Codice sono stati tuttavia apportati specifici adattamenti, al fine di rendere la disciplina in esso contenuta coerente con il complessivo quadro normativo italiano.

Sebbene, per omogeneità con la terminologia utilizzata nel *Code of Ethics* IESBA, anche il Codice etico dei revisori legali abbia mantenuto il riferimento ai servizi di 'assurance' (che rappresentano un insieme più ampio rispetto alla revisione legale), i principi ivi contenuti trovano applicazione obbligatoria esclusivamente nello svolgimento di incarichi di revisione legale del bilancio conferiti ai sensi del d.lgs. 39/2010.

Il Codice etico, nella prima parte, definisce i principi deontologici fondamentali per i soggetti abilitati alla revisione e fornisce il quadro di natura concettuale che deve essere applicato nell'identificazione dei rischi di mancata osservanza di tali principi, nella valutazione della loro significatività e nell'individuazione delle misure di salvaguardia necessarie per eliminarli o per ridurli entro un livello accettabile; nella seconda parte descrive le modalità di applicazione del quadro concettuale in determinate situazioni e fornisce esempi di misure di salvaguardia che possono essere adeguate a fronteggiare i rischi di mancata osservanza dei principi.

Nel corso del 2019 i lavori del Tavolo tecnico proseguiranno nell'elaborazione dei principi di indipendenza e obiettività ai sensi dell'art. 10, comma 12, del d.lgs. 39/2010 sulla base delle indicazioni contenute nella nuova versione del *Code of Ethics* pubblicata dallo IESBA il 9 aprile 2018.

La vigilanza su offerta al pubblico e informativa societaria

III

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

Nel corso del 2018 sono stati approvati 29 prospetti, di cui 15 di ammissione alle negoziazioni e 11 relativi ad aumenti di capitale in opzione di società quotate; la Commissione ha inoltre emesso due giudizi di equivalenza (Tav. 20).

Tav. 20 Vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di strumenti azionari
(numero prospetti informativi)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ammissione alle negoziazioni di titoli azionari¹	2	5	10	16	13	15	15
<i>di cui tramite offerta al pubblico</i>	2	3	9	13	6	2	--
aumenti di capitale in opzione ai soci²	7	11	17	9	4	7	11
altre offerte³	1	1	--	--	--	--	1
offerte di titoli non quotati di emittenti italiani⁴	24	10	19	15	6	2	2
giudizi di equivalenza	7	6	2	4	5	3	2
<i>totale</i>	<i>41</i>	<i>33</i>	<i>48</i>	<i>44</i>	<i>28⁵</i>	<i>26</i>	<i>31</i>

Fonte: Consob. I dati non includono: i casi in cui, nel corso dell'istruttoria di approvazione del prospetto, è maturata la decisione di rinunciare all'obiettivo dell'ammissione a quotazione; i casi in cui l'offerta agli investitori istituzionali non si è conclusa favorevolmente rendendo impossibile l'accesso al mercato; i casi in cui l'esito positivo di una concorrente operazione di M&A ha determinato la decisione per la società di abbandonare il processo di quotazione. ¹ I dati riguardano le operazioni per le quali è stata concessa nel corso dell'anno l'approvazione del prospetto di ammissione alle negoziazioni. ² Aumenti di capitale di società quotate (inclusi quelli con abbinati *warrant* e obbligazioni convertibili). ³ 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. ⁴ 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. ⁵ 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.

Dieci dei 15 casi di ammissione alle negoziazioni di titoli azionari hanno riguardato operazioni di prima ammissione nel mercato regolamentato di azioni ordinarie delle società. In particolare, sei operazioni si riferiscono a passaggi dal sistema multilaterale di negoziazione (AIM Italia) al mercato regolamentato (MTA), al fine di beneficiare di una maggiore liquidità sui titoli quotati e di più elevata visibilità sui mercati nazionali e internazionali. Le restanti quattro operazioni, realizzate da società che operano a livello internazionale e in settori con elevato potenziale di crescita (*high tech* o *health care*), hanno previsto lo svolgimento di un'offerta

riservata esclusivamente agli investitori istituzionali, che ha consentito di conseguire il requisito del flottante minimo richiesto dal regolamento di Borsa Italiana ai fini dell'ammissione. Nessuna delle citate operazioni è stata accompagnata da offerta al pubblico indistinto, confermando la tendenza osservata sul mercato negli ultimi anni.

I casi di ammissione alle negoziazioni di nuove azioni di emittenti già quotati si riferiscono in particolare a operazioni di aumento di capitale (anche in opzione ai soci) finalizzate al finanziamento di progetti di investimento industriale e di integrazione aziendale o di crescita per linee esterne (in aumento rispetto al 2017). Sono poi proseguite operazioni di ricapitalizzazione di emittenti in situazione di grave tensione finanziaria nell'ambito di progetti di ristrutturazione del debito e di risanamento aziendale (oltre alle offerte di obbligazioni *corporate* finalizzate al rifinanziamento del debito esistente di cui alla Tav. 21).

Rispetto al 2017, risultano meno numerose le operazioni di ricapitalizzazione di banche quotate (due degli 11 aumenti di capitale in opzione), seppur molto significative per caratteristiche e controvalore. Per quanto riguarda le banche non quotate, si sono registrate due operazioni di rafforzamento patrimoniale, di cui una volta all'espansione della base sociale e l'altra offerta in opzione ai soci ai fini del ripristino dei requisiti di vigilanza prudenziale.

Nel 2018 il Regolamento Emittenti è stato adeguato alle nuove disposizioni del Tuf che distinguono fra una prima fase di ammissione alla quotazione e una seconda fase di ammissione alle negoziazioni (Riquadro 6).

Nel gennaio 2019, inoltre, a seguito dell'entrata in vigore delle modifiche al Regolamento Emittenti in materia di emittenti strumenti finanziari diffusi presso il pubblico in misura rilevante, la Consob ha aggiornato l'elenco censendo 56 società sulla base delle comunicazioni ricevute dagli emittenti (Riquadro 7).

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

Nell'ambito dell'attività di vigilanza circa la completezza, coerenza e comprensibilità dell'informativa resa nei prospetti riguardanti strumenti finanziari comunitari *non-equity*, nel corso del 2018 sono stati rilasciati 57 provvedimenti di approvazione di documenti relativi a prestiti obbligazionari, di cui 23 prospetti base, due prospetti informativi e 32 tra documenti di registrazione e supplementi (Tav. 21).

Nella maggior parte dei casi (55 su 57), i prestiti obbligazionari che insistevano su tali documenti sono stati emessi da emittenti bancari, sia italiani sia esteri, i quali abitualmente operano mediante uno o più prospetti base ciascuno riguardante uno o più programmi di emissione.

Tav. 21 Vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di strumenti *non-equity*
(numero documenti)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
prestiti obbligazionari	535	517	313	272	146	86	57
<i>di cui: prospetti base</i>	286	196	148	117	58	30	23
<i>prospetti informativi</i>	7	3	8	8	3	1	2
<i>documenti di registrazione e supplementi</i>	242	327	157	147	85	55	32
covered warrant e certificates	52	104	58	33	46	43	24
ammissione a quotazione di warrant	--	--	1	1	--	4	6
Oicr¹	415	478	537	424	412	417	431
<i>totale</i>	1.002	1.009	909	730	604	550	518

Fonte: Consob. ¹ 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.

Nel corso dell'anno, inoltre, sono stati approvati 24 prospetti relativi a *certificates* (un prospetto informativo, nove prospetti base, tre documenti di registrazione e 11 supplementi) e sei relativi ad ammissione a quotazione di *warrant*.

A seguito della trasformazione del SeDeX, a novembre 2017, in un sistema multilaterale di negoziazione, non si è resa più necessaria l'approvazione del prospetto per l'ammissione alle negoziazioni dei *covered warrant*, tipicamente oggetto di diretta ammissione alle negoziazioni presso la *trading venue* prescelta senza preventiva offerta al pubblico.

Infine, la Consob ha approvato due prospetti di Oicr su un totale di 431, riferendosi i restanti 429 a Oicr di tipo aperto non soggetti a preventiva approvazione da parte dell'Autorità.

Con riguardo ai prodotti finanziari *non-equity* collocati da istituti di credito, nel corso del 2018 si è confermata la progressiva riduzione sia dei volumi (circa 9,3 miliardi di euro a fronte di 10,3 miliardi di euro nel 2017), sia del numero di titoli offerti (457, a valere su prospetti domestici relativi anche all'anno precedente, a fronte di quasi 740 nel 2017; Fig. 5).

La riduzione dei controvalori collocati interessa non solo 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, ma anche le offerte rientranti nel regime semplificato di cui all'art. 34-ter, comma 4 del Regolamento Emittenti, per le quali i relativi prospetti non sono oggetto né di approvazione né di deposito presso l'Istituto.

Riquadro 6

Ammissione a quotazione e ammissione alle negoziazioni

Nel 2018 il Regolamento Emittenti è stato adeguato alle nuove disposizioni del Tuf che distinguono fra una prima fase di ammissione alla quotazione e una seconda fase di ammissione alle negoziazioni. Tale distinzione è stata altresì recepita da Borsa Italiana nel proprio regolamento con decorrenza 2 maggio 2018.

L'introduzione di tale distinzione nel processo di ammissione al mercato regolamentato ha consentito di risolvere difficoltà applicative della disciplina sugli abusi di mercato e dei relativi obblighi informativi, che decorrono dal momento in cui una società presenta la richiesta di ammissione alle negoziazioni, come previsto dal Tuf, in attuazione del Regolamento (UE) n. 596/2014 (Market Abuse Regulation – MAR). Pertanto, per effetto dell'articolazione del processo di ammissione nelle due predette fasi, l'applicazione della disciplina sugli abusi di mercato e i relativi obblighi (pubblicazione di informazioni privilegiate o di informativa *price-sensitive*) sono posticipati al momento in cui una società presenta la domanda di ammissione alle negoziazioni.

Alla luce delle citate modifiche, le società che hanno deciso di intraprendere il percorso dell'ammissione al mercato regolamentato hanno potuto annunciare formalmente il relativo progetto in un momento successivo rispetto alla domanda di ammissione a quotazione, sopportando di conseguenza minori oneri amministrativi. Inoltre, il differimento degli obblighi informativi a un momento più vicino all'effettivo inizio delle negoziazioni ha consentito alle società di condurre parallelamente, nel rispetto della necessaria riservatezza, il processo di ammissione a quotazione ed eventuali trattative private di ricerca di partner in grado di sostenere lo sviluppo della società (cosiddetto *dual track*). Talune società, comunque, hanno scelto di diffondere l'informazione relativa al processo di ammissione antecedentemente alla domanda di ammissione alle negoziazioni, ove ritenuta confacente con la propria strategia di accesso al mercato.

Riquadro 7

La qualifica di emittenti strumenti finanziari diffusi

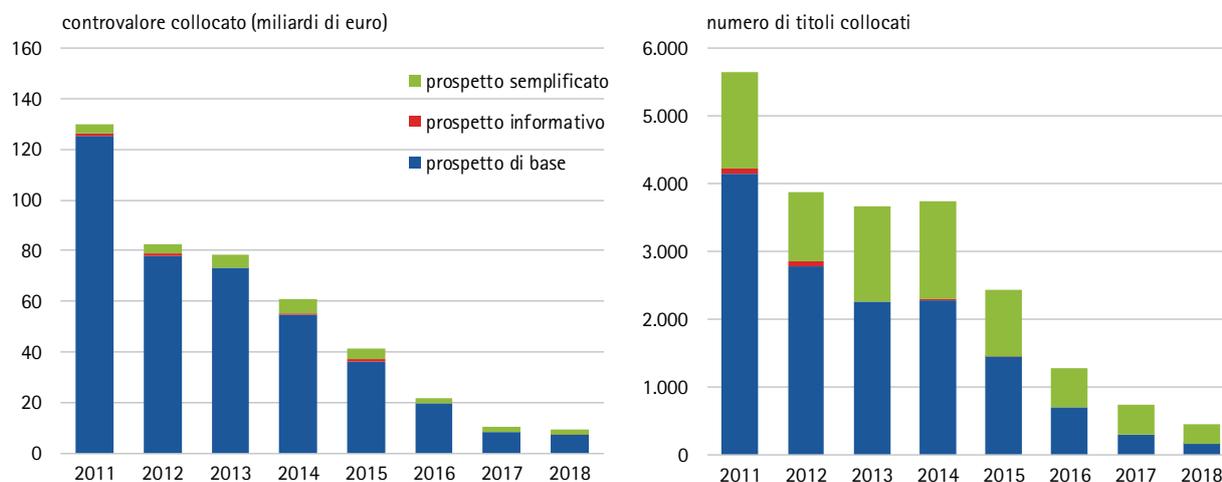
Con delibera 20621 del 10 ottobre 2018 sono state approvate dalla Commissione talune modifiche al Regolamento Emittenti concernenti, tra l'altro, la disciplina applicabile agli emittenti strumenti finanziari diffusi presso il pubblico in misura rilevante. Tali modifiche sono divenute efficaci a partire dal 23 novembre 2018.

Le modifiche regolamentari hanno riguardato la modalità di pubblicazione dell'elenco degli emittenti strumenti finanziari diffusi, i criteri per l'individuazione di tali emittenti, nonché l'adempimento degli obblighi informativi connessi.

In particolare, le modifiche attengono alle seguenti aree: i) il miglioramento della formulazione delle norme e chiarimenti in merito ai criteri definitivi della qualifica di emittente diffuso, in considerazione del fatto che nella prassi applicativa erano stati riscontrati taluni profili di incertezza in merito alla qualificazione di detti emittenti; ii) la qualificazione di emittente titoli diffusi di particolari tipologie di società, quali quelle – *inter alia* – ammesse a una procedura concorsuale, la cui qualifica di emittente diffuso è basata su interpretazioni non agevolmente predeterminabili da parte delle società interessate, al fine di una corretta segnalazione del proprio *status* ai sensi della disciplina in esame; iii) le modalità di aggiornamento dell'elenco degli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante, prevedendosi un aggiornamento in via continua (e non più annuale) con la pubblicazione, sul sito internet della Consob, della notizia dell'acquisto (o della perdita) della qualifica di emittente diffuso pervenuta all'Autorità, con beneficio per la tempestiva informazione del pubblico; iv) le modalità di adempimento degli obblighi informativi previsti dal Regolamento Emittenti, tenuto conto del decreto legislativo 10 agosto 2018, n. 107, di attuazione della Market Abuse Regulation (MAR), che ha modificato l'articolo 116 del Tuf, recante la delega regolamentare alla Consob per la disciplina degli emittenti diffusi.

A seguito dell'entrata in vigore delle citate modifiche, nel mese di gennaio 2019 la Commissione ha pubblicato informazioni aggiornate relativamente agli emittenti strumenti finanziari diffusi; tali informazioni saranno modificate nel continuo sulla base di quanto dichiarato e trasmesso alla Consob dalle stesse società.

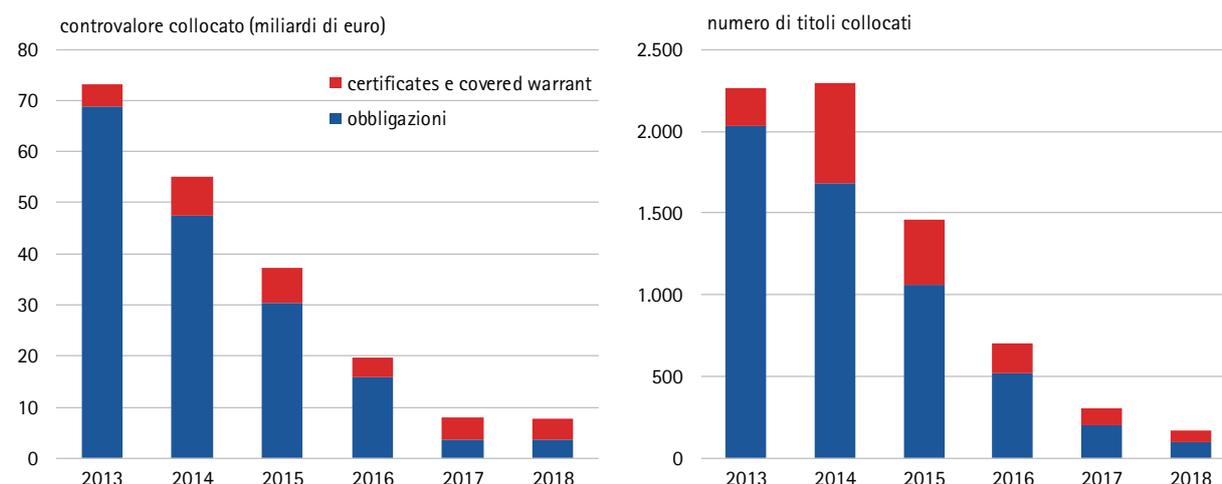
Fig. 5 Offerte di obbligazioni, *certificates* e *covered warrants* di banche per tipologia di documento
(prospetti domestici)



Fonte: Consob.

Nell'ambito delle offerte sottoposte al regime ordinario, la riduzione del controvalore collocato ha riguardato solo gli strumenti finanziari derivati cartolarizzati quali i *certificates*, i cui volumi si sono portati a circa 3,9 miliardi di euro (-13 per cento circa rispetto all'anno precedente; Fig. 6). Nello stesso periodo, il controvalore collocato del comparto obbligazionario è rimasto sostanzialmente stabile attorno a 3,7 miliardi di euro, a fronte di un numero totale di titoli collocati pressoché dimezzato.

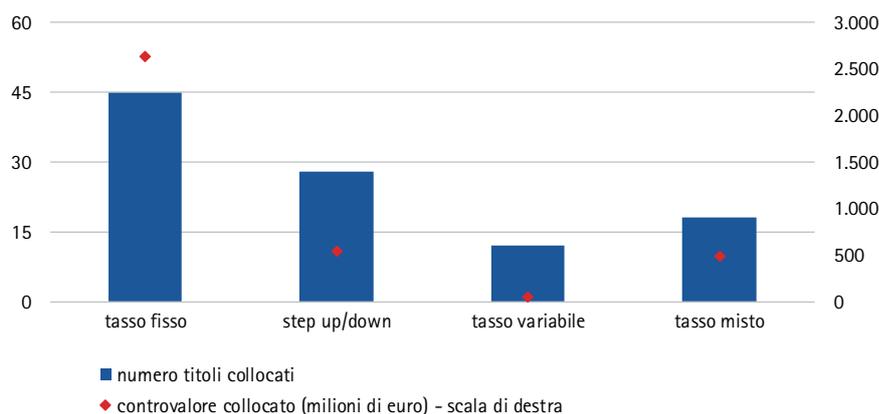
Fig. 6 Offerte di obbligazioni, *certificates* e *covered warrant* di banche per tipologia di strumento
(prospetti domestici sottoposti al regime ordinario)



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, prevalgono le emissioni a tasso fisso (poco più di due terzi del totale in termini di volumi collocati, il 45 per cento in termini numerici). Come nel 2017, non si registrano offerte al pubblico aventi ad oggetto obbligazioni subordinate (Fig. 7).

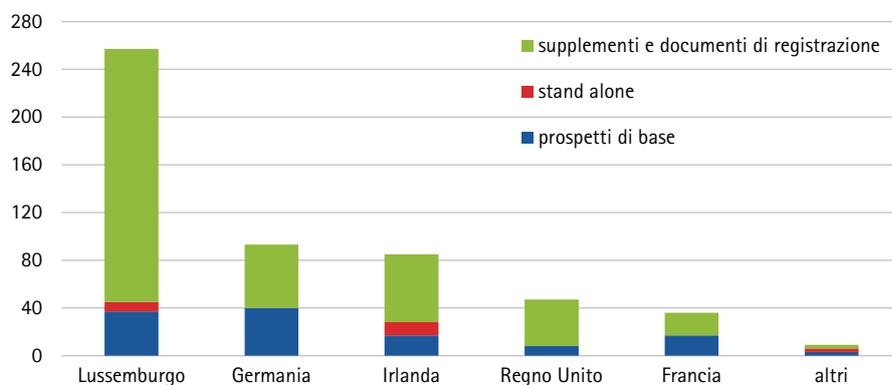
Fig. 7 Offerte al pubblico di obbligazioni bancarie a valere su prospetti approvati dalla Consob per tipologia di struttura finanziaria



Fonte: Consob.

Nel corso del 2018 la Consob ha verificato la completezza documentale e la regolarità del certificato di approvazione di 527 documenti approvati da autorità dell'Unione europea (493 nel 2017) e da queste notificati alla Consob, ai sensi della Direttiva 2003/71/CE (Direttiva Prospetto). Tali documenti sono costituiti da 122 prospetti di base, 22 prospetti informativi (*stand alone*) e 383 supplementi (Fig. 8).

Fig. 8 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 2018, quattro soggetti (sette nel 2017) sono stati autorizzati a procedere, nei limiti di quanto previamente comunicato, con cinque emissioni di Titoli di Risparmio dell'Economia Meridionale (dieci nel 2017).

Al 4 marzo 2019 il controvalore collocato è pari a 33,7 milioni di euro (74 milioni nel 2017). In merito alla ripartizione territoriale si segnala che tre emittenti hanno sede in Campania e uno in Sicilia.

La vigilanza sui Key Information Documents

Nel corso del 2018 sono stati notificati alla Consob circa 387 mila *Key Information Documents* (KIDs); di tali notifiche 27 mila sono riferite a nuovi prodotti o prodotti emessi prima del 1° gennaio 2018 e ancora commercializzati nel corso dell'anno, le restanti sono riferite ad aggiornamenti dei KIDs relativi a prodotti già notificati (*updates*; Tav. 22).

Circa il 97 per cento dei KIDs notificati si riferiscono a *securities* (prevalentemente *covered warrant* e *certificates*, ma anche obbligazioni, derivati cartolarizzati e *asset backed securities*), mentre le tipologie *derivatives* (principalmente, *option* e *forward*) e *insurance based investment products* incidono complessivamente per il 15 per cento circa del totale dei prodotti.

Tav. 22 Tipologie di prodotto finanziario per i quali sono state ricevute le notifiche dei KIDs predisposti ai sensi del Regolamento PRIIPs

tipologia di prodotto finanziario ¹	nuovi prodotti		updates		totale notifiche	
	numero	peso	numero	peso	numero	peso
<i>securities</i>	22.842	83,8	353.059	98,2	375.901	97,2
<i>derivatives</i>	2.318	8,5	4.194	1,2	6.512	1,7
<i>lbip</i>	1.909	7,0	2.171	0,6	4.080	1,1
<i>Cis</i>	153	0,6	64	..	217	0,1
<i>deposits</i>	25	0,1	46	..	71	..
<i>totale</i>	<i>27.247</i>	<i>100,0</i>	<i>359.534</i>	<i>100,0</i>	<i>386.781</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Consob. ¹Le classificazioni relative alla tipologia di prodotto finanziario sono indicate nelle Istruzioni operative per la notifica del KID dei PRIIPs del 22 dicembre 2017. Nello specifico: per *securities* si intendono obbligazioni, derivati cartolarizzati e *asset backed securities*; per *derivatives* si intendono gli strumenti derivati, sia Etd sia Otc; per *lbip* si intendono gli *insurance based investment products*; per *Cis* si intendono i *collective investment schemes*; per *deposits* si intendono i depositi strutturati.

Le notifiche sono pervenute da 354 soggetti (*manufacturers*), italiani ed esteri, di cui banche per oltre il 70 per cento dei casi.

Nell'ambito dell'attività di vigilanza, una specifica attenzione è stata dedicata ai *contracts for difference*, in quanto prodotti finanziari connotati da elevata complessità e rischiosità, oggetto anche di misure restrittive da parte dell'ESMA.

Nel complesso, nel corso del 2018 sono state trasmesse agli ideatori 30 richieste di dati e notizie ex art. 4-*sexies* del Tuf e, in taluni casi, per le indagini ci si è avvalsi anche della cooperazione delle autorità competenti di altri Stati membri e dell'IVASS per i prodotti d'investimento assicurativi.

Le correzioni e/o gli aggiornamenti dei KIDs da parte degli ideatori hanno riguardato principalmente le sezioni dei documenti concernenti la descrizione generale del prodotto e il legame con il sottostante, nonché quelle contenenti gli scenari di performance e la rappresentazione dei costi. In tutti i casi, i *manufacturers* hanno provveduto a pubblicare sul proprio sito internet i KIDs aggiornati dei prodotti ideati e/o commercializzati.

3 La vigilanza sull'informazione societaria

Nell'ambito dell'attività di vigilanza sull'informativa societaria e sugli assetti proprietari, la Consob nel corso del 2018 ha formulato 414 richieste di informazioni ai sensi dell'art. 115 del Tuf e 19 richieste di pubblicazione di dati e notizie ai sensi dell'art. 114 del Tuf, mentre in cinque casi la Commissione ha deliberato sull'esonero degli emittenti dalla comunicazione di dati e notizie ex art. 114, comma 6, del Tuf (Tav. 23).

Tav. 23 Vigilanza sull'informativa societaria e sugli assetti proprietari

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
richieste di informazioni ex art. 115 Tuf ¹	570	691	633	502	448	539	414
richieste di pubblicazione di dati e notizie ex art. 114 Tuf ²	128	171	106	89	65	28	19
esoneri dalla comunicazione di dati e notizie ex art. 114, comma 6, Tuf	1	17	5	--	--	--	5
ritardi nella comunicazione di dati e notizie ex art. 114, comma 3, Tuf	6	13	--	3	--	--	--
richieste di pubblicazione immediata di raccomandazioni in presenza di <i>rumours</i> ex art. 69- <i>novies</i> Regolamento Emittenti	--	9	29	14	11	4	7
ritardo di diffusione di informazioni privilegiate, ex art. 17, comma 4 e comma 5 del Regolamento MAR	--	--	--	--	70	264	362
lettere di richiamo	--	2	10	6	3	3	5
impugnative di bilancio	1	1	1	--	--	1	--
procedimenti di non conformità ex art. 154- <i>ter</i> , comma 7, Tuf	10	5	5	2	1	1	3
segnalazioni all'Autorità Giudiziaria	8	13	18	8	22	10	5

Fonte: Consob. ¹ 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. ² Il dato del 2012 comprende anche una richiesta di integrazione di documenti informativi relativi a operazioni con parti correlate.

È stata altresì richiesta ai soggetti abilitati, ai sensi dell'art. 69-*novies*, comma 2, del Regolamento Emittenti, la pubblicazione di sette raccomandazioni di investimento. L'Istituto ha inoltre inviato cinque lettere di richiamo e ha avviato tre procedimenti di non conformità ex art. 154-*ter*, comma 7, del Tuf.

Nel corso dell'anno la Commissione ha ricevuto, inoltre, 362 comunicazioni di ritardo nella diffusione di informazioni privilegiate da parte di emittenti con azioni negoziate sull'MTA e sull'AIM, ai sensi dell'art. 17, comma 4, del Regolamento (UE) n. 596/2014 in materia di abusi di mercato.

La normativa attribuisce, infatti, all'emittente la facoltà di ritardare, sotto la propria responsabilità, la diffusione di un'informazione privilegiata al fine di evitare un probabile danno ai propri legittimi interessi e a condizione che il differimento non sia fuorviante per gli investitori e che la riservatezza dell'informazione sia garantita. In questi casi il mantenimento della confidenzialità, con gli opportuni presidi (tra cui, procedure interne ed elenchi delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate), è cruciale per evitare fughe di notizie di cui l'emittente rimane comunque responsabile. Alla comunicazione dell'emittente segue la verifica da parte della Consob dei presupposti per avvalersi del ritardo.

Le informazioni oggetto di ritardo hanno riguardato prevalentemente operazioni straordinarie (58 per cento dei casi), seguite da approvazione di dati contabili/finanziari, piani industriali o di incentivazione, variazioni della *governance*, offerta/rimborso di titoli obbligazionari. In 25 casi, a seguito di approfondimenti, la Consob ha chiesto all'emittente di integrare la comunicazione con informazioni supplementari.

Le comunicazioni di ritardo nella diffusione di informazioni privilegiate sono uno strumento prezioso per gli accertamenti su eventuali abusi di mercato, le cui modalità operative sono state riviste nel corso del 2018: a partire dal 28 settembre 2018, data di entrata in vigore del d.lgs. 107/2018, è intervenuta, infatti, una semplificazione degli obblighi in materia di comunicazioni di ritardo; il legislatore italiano ha disposto che una descrizione delle condizioni che legittimano il ritardo debba essere presentata solo su richiesta dell'autorità competente.

In cinque 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.

3.1 L'informazione contabile

La vigilanza sull'informativa finanziaria e contabile delle società quotate è svolta su un campione di società, come previsto dagli articoli 118-*bis* del Tuf e 89-*quater* del Regolamento Emittenti, in linea con gli orientamenti ESMA in materia di *enforcement*, volti a garantire un approccio uniforme nell'attività di vigilanza delle autorità nazionali (*ESMA Guidelines on enforcement of financial information*).

L'ESMA identifica annualmente gli aspetti prioritari da considerare nella redazione dei bilanci delle società quotate. Con il documento *European common enforcement priorities for 2017 IFRS financial statements* del 27 ottobre 2017 (ECEP), in particolare, ha indicato alcune priorità di vigilanza per i bilanci 2017. Tali priorità hanno influenzato la determinazione dei

parametri sottostanti la selezione *risk based* del campione di vigilanza, come richiesto dal comma 3 dell'art. 89-*quater* del Regolamento Emittenti.

L'ESMA ha ritenuto necessario che fossero fornite dagli emittenti informazioni esaustive circa gli impatti quantitativi derivanti dall'applicazione di nuovi principi contabili emanati dallo IASB, quali, in particolare, l'IFRS 15 'Revenue from Contracts with Customers', l'IFRS 9 'Financial Instruments' – in vigore a partire dal 1° gennaio 2018 – e l'IFRS 16 'Leases' – in vigore a partire dal 1° gennaio 2019 o applicabile anticipatamente su base volontaria. In proposito, l'ESMA ha posto l'attenzione sulla necessità di fornire nel bilancio 2017 informazioni *entity specific* rilevanti per valutare il possibile impatto che l'applicazione dei nuovi principi avrà sul bilancio, così come richiesto dal paragrafo 30 dello IAS 8. Secondo l'ESMA, tali informazioni dovrebbero essere sufficientemente dettagliate e avere ad oggetto l'*accounting policy* che si intende adottare (anche nel periodo transitorio) e l'ammontare e la natura dell'impatto atteso.

Un'altra priorità di vigilanza identificata dall'ESMA è l'applicazione dell'IFRS 3 'Business Combination', con particolare riguardo al trattamento dei seguenti aspetti: rilevazione e misurazione di attività immateriali, acquisto a prezzi favorevoli, operazioni *under common control*, periodo di valutazione e correzione degli importi provvisori, *disclosure* del *fair value*, passività potenziali. Sul punto, l'ESMA ha richiamato l'attenzione dei redattori affinché sia rispettata la necessaria coerenza tra le ipotesi utilizzate per misurare le attività immateriali al *fair value* ai fini dell'allocazione del prezzo di acquisto (cosiddetta *purchase price allocation* o PPA) in una *business combination* e quelle applicate per eventuali test di *impairment* ai sensi dello IAS 36.

Tra le priorità di vigilanza per i bilanci 2017, infine, l'ESMA ha indicato: l'applicazione dello IAS 7 'Statement of Cash Flows' con particolare riguardo alle informazioni concernenti le disponibilità liquide equivalenti; la pubblicazione di informazioni di carattere non finanziario e sulla diversità; le modalità di rappresentazione degli indicatori alternativi delle performance.

Nel corso del 2018 si è data attuazione alla disciplina in tema di dichiarazioni non finanziarie e sulla diversità (DNF), introdotta dal d.lgs. 254/2016 e dalla Direttiva 2014/95/UE, attraverso la pubblicazione del Regolamento Consob 20267 del 19 gennaio 2018. L'art. 6 di tale Regolamento stabilisce, in analogia con quanto previsto dall'art. 89-*quater* del Regolamento Emittenti per l'informativa finanziaria, che la vigilanza sulle dichiarazioni non finanziarie sia svolta su una selezione di società effettuata annualmente sulla base di una serie di parametri che devono essere fissati dalla Consob mediante apposita delibera. Il 25 ottobre 2018, la delibera Consob 20644 ha fissato tali parametri per le dichiarazioni relative all'esercizio 2017, le prime a essere sottoposte a vigilanza.

L'art. 6 del Regolamento, fra i diversi parametri utilizzabili per la selezione delle società da sottoporre a vigilanza, prevede anche di tener conto degli elementi acquisiti in relazione agli emittenti assoggettati al controllo sull'informativa

finanziaria ai sensi dell'art. 89-*quater*. Sulla base di tale previsione, e anche alla luce delle indicazioni provenienti dall'ESMA, si è selezionato un campione di società che hanno prodotto la DNF fra quelle individuate ai fini dell'art. 89-*quater*, avuto riguardo al settore industriale di appartenenza, al numero di emittenti che hanno pubblicato la DNF per ciascun settore e alle società che, per assetti produttivi e organizzativi prescelti, presentano DNF di maggior interesse per la vigilanza sinergica su informazione non finanziaria e finanziaria.

Ciò consentirà di svolgere anche controlli di coerenza con quanto riportato nelle informazioni finanziarie o appreso nell'ambito dell'attività di vigilanza ex art. 89-*quater*, con riferimento, fra l'altro, ai seguenti profili: i) analisi di materialità volte a identificare le aree rilevanti di rendicontazione; ii) rischi rappresentati, anche tenuto conto delle informazioni riportate in bilancio ai sensi dei principi contabili IAS 37 sulle passività potenziali e IFRS 7 sui rischi finanziari; iii) strategie di lungo periodo eventualmente rappresentate, anche tenuto conto delle assunzioni e delle ipotesi sottostanti i piani industriali utilizzati a supporto delle stime di bilancio (quali, ad esempio, le verifiche sull'*impairment test*).

L'ESMA attribuisce particolare rilevanza al miglioramento delle informazioni societarie diverse da quelle disciplinate dai principi contabili internazionali e, al fine di promuovere una solida, efficiente e omogenea supervisione europea, ha istituito in seno al *Corporate Reporting Standing Committee* (CRSC) il sottogruppo permanente *Narrative Reporting Working Group* (NRWG). Obiettivo del NRWG è la convergenza delle modalità con cui le autorità nazionali dovranno effettuare la *review* e la vigilanza sul rispetto delle previsioni normative relative al cosiddetto *narrative reporting*, ossia alla reportistica concernente le informazioni non finanziarie e agli indicatori alternativi di performance finanziarie (cosiddetti APM). Tra gli obiettivi del gruppo di lavoro vi sono la definizione di *supervisory briefing* e di Q&A destinate agli operatori e l'esame e la condivisione di interventi di vigilanza concernenti il *narrative reporting* (in merito alle attività del CRSC si rimanda al successivo Capitolo IX 'Le attività di supporto e la cooperazione internazionale').

Anche nel corso del 2018 la Commissione ha ritenuto 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 2018 risultano sottoposte a obblighi di informazione mensili 22 società quotate (23 a fine 2017), mentre 18 emittenti sono sottoposti a obblighi di informazione trimestrali (20 a fine 2017).

Nel corso dell'anno tre emittenti sono stati assoggettati a obblighi mensili, in sostituzione di precedenti obblighi trimestrali, mentre per due società gli obblighi sono stati mutati da mensili in trimestrali. Per tre emittenti, gli obblighi di informativa supplementare sono venuti meno in ragione del provvedimento di revoca

dalla quotazione delle azioni da parte di Borsa Italiana. Due società sono state, infine, oggetto del provvedimento di revoca degli obblighi di informativa trimestrale.

3.2 Il settore bancario e assicurativo

L'attività di vigilanza della Consob sull'informativa contabile degli emittenti bancari è risultata molto intensa, in ragione sia dell'applicazione di importanti novità regolamentari sia degli impatti negativi che il deprezzamento dei titoli di Stato nei portafogli degli istituti di credito italiani ha provocato, in particolare, sui livelli di capitale e sul costo della raccolta.

Con riferimento al primo punto, si rammenta che il 1° gennaio 2018 è entrato in vigore il nuovo principio contabile internazionale sugli strumenti finanziari IFRS 9, in sostituzione del precedente principio IAS 39, che ha dettato le regole di classificazione e misurazione degli strumenti finanziari sin dall'introduzione, nel 2005, dell'obbligo di redazione dei bilanci in conformità ai principi contabili internazionali.

In coerenza con le priorità indicate dall'ESMA (nel citato *European common enforcement priorities*), la Consob ha analizzato gli effetti della transizione dallo IAS 39 all'IFRS 9, rilevanti specialmente per il mondo bancario italiano, anche nell'ambito di un dialogo con la Banca d'Italia e l'associazione dei revisori contabili (Assirevi).

In particolare, la Commissione ha dedicato significativa attenzione alle modalità di determinazione degli aumenti significativi del rischio di credito e al modello di stima delle perdite attese sui crediti (*expected credit losses*, ECL), tema già all'esame della *Financial Institutions Task Force* (FITF), istituita presso il *Corporate Reporting Standing Committee* (CRSC) dell'ESMA.

Specifico rilievo è stata data all'inclusione degli scenari di vendita di portafogli di crediti deteriorati (*non-performing loans*, NPL) nella valutazione delle perdite attese, a loro volta collegate alle strategie di *derisking* poste in atto dalle banche italiane, su pressione dei *regulators* bancari europei, per ridurre il livello di NPL in bilancio.

La Consob ha inoltre valutato con attenzione il contenuto di alcune importanti novità regolamentari e il loro potenziale effetto sul mercato di NPL in Italia.

Si fa riferimento alla proposta del *calendar provisioning* della Commissione europea, nonché all'Addendum alle linee-guida sui NPL pubblicate nel 2017 dalla BCE e alle richieste di copertura sugli stock di NPL contenute nelle ultime *supervisory review and evaluation process decisions* (SREP).

Con riferimento all'aumentata volatilità del mercato, legata soprattutto all'ampliamento dello spread tra i rendimenti dei titoli di Stato italiani e quelli dei titoli tedeschi, in considerazione degli impatti negativi di tale aumento sulla situazione patrimoniale delle banche, la Consob ha richiamato l'attenzione degli emittenti bancari quotati sulle informazioni in

merito all'esposizione al rischio sovrano da includere nelle relazioni finanziarie redatte in base ai principi contabili internazionali IAS/IFRS (in ordine a quanto indicato dall'ESMA nel documento n. 226 pubblicato il 28 luglio 2011).

In tale documento l'ESMA ha inoltre incoraggiato gli emittenti a fornire informazioni aggiuntive che possano essere significative per la comprensione, da parte degli investitori, della rilevanza delle esposizioni al debito sovrano.

Nel mese di novembre 2018 l'EBA ha pubblicato i risultati dello *stress test* sulle maggiori banche europee. In vista della pubblicazione dei risultati degli *stress test*, e dei successivi esiti dei processi SREP condotti dalle autorità prudenziali per l'anno 2018, la Consob ha richiamato l'attenzione delle banche quotate al rispetto delle regole di trasparenza concernenti l'informativa finanziaria da fornire al pubblico sulle risultanze dei predetti esercizi.

Con riguardo agli SREP, la Commissione ha avviato e concluso, nel mese di gennaio 2019, una consultazione con il mercato finanziario, finalizzata a valutare l'opportunità di pubblicare una Raccomandazione sul tema delle informazioni che le banche devono diffondere al mercato ad esito del processo. Per quanto concerne l'informativa finanziaria periodica, la Raccomandazione in consultazione propone che le banche valutino gli esiti del processo SREP alla luce dei principi contabili internazionali e degli orientamenti forniti da EBA e BCE-SSM in materia di trasparenza sui requisiti SREP.

Per quanto riguarda le compagnie di assicurazione, a partire da maggio 2018 le tensioni sul debito sovrano domestico e l'incremento dello spread *Btp-Bund* hanno determinato un calo del valore di mercato complessivo degli attivi degli emittenti quotati operanti nel settore assicurativo (costituiti per quasi un terzo da titoli di Stato italiani) e una flessione degli indici di solvibilità, scesi mediamente dal 223 per cento a fine 2017 al 177 per cento a fine giugno 2018.

Secondo le regole prudenziali stabilite dalla nuova normativa Solvency II, la posizione patrimoniale delle imprese assicurative viene calcolata sulla base di un bilancio (il bilancio di solvibilità), le cui poste sono valutate ai prezzi di mercato e pertanto esposte alla volatilità dei mercati finanziari.

Nel corso dell'anno, si sono svolti gli esercizi di *stress test* 2018 avviati dall'Autorità europea per le assicurazioni e la previdenza (EIOPA) – in collaborazione con il Comitato europeo per il rischio sistemico (ESRB) e in raccordo con le competenti autorità di vigilanza nazionali – su un campione di 42 gruppi assicurativi europei.

Con riferimento al mercato italiano, tali esercizi hanno riguardato Assicurazioni Generali, Intesa Sanpaolo Vita, Poste Vita e Unipol Gruppo, selezionati nel predetto campione. I risultati dello *stress test*, pubblicati in forma aggregata in

data 14 dicembre 2018, indicano una adeguata capitalizzazione del mercato assicurativo europeo e italiano.

Circa l'evoluzione della normativa contabile di riferimento, l'attenzione degli operatori si è concentrata nel 2018 sul nuovo principio contabile internazionale IFRS 17, pubblicato nel mese di maggio 2017, che sostituirà l'attuale standard IFRS 4 con una disciplina completamente nuova in materia di contratti assicurativi.

Nel mese di novembre 2018, a valle di significative discussioni sul nuovo principio IFRS 17, emerse anche nell'ambito del processo di *endorsement* da parte della Commissione europea, lo IASB ha proposto di ritardare l'entrata in vigore al 2022, al fine di tenere conto delle criticità segnalate dall'industria assicurativa. È stata altresì proposta l'estensione al 2022 della cosiddetta *temporary exemption*, ovvero la possibilità di differire l'applicazione dell'IFRS 9, entrato in vigore il 1° gennaio 2018, fino all'entrata in vigore dell'IFRS 17.

La vigilanza sugli intermediari IV

1 I soggetti autorizzati alla prestazione di servizi di investimento

A fine 2018 il numero di banche abilitate alla prestazione di servizi di investimento è pari a 449 (Tav. 24). Il dato, in calo del 5 per cento rispetto al 2017, è in linea con la tendenza registrata negli ultimi anni e riflette anche i processi di concentrazione e consolidamento che hanno interessato gli istituti bancari a seguito di razionalizzazioni e gestioni di crisi.

Tav. 24 Intermediari per servizi di investimento autorizzati

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<i>totale soggetti autorizzati</i>	<i>744</i>	<i>723</i>	<i>692</i>	<i>663</i>	<i>603</i>	<i>543</i>	<i>516</i>
Banche							
<i>numero soggetti autorizzati</i>	<i>643</i>	<i>629</i>	<i>605</i>	<i>583</i>	<i>528</i>	<i>473</i>	<i>449</i>
consulenza	617	602	583	560	510	456	419
negoziiazione per conto proprio	467	461	445	421	382	338	309
negoziiazione per conto terzi	466	461	447	425	386	339	307
collocamento con preventiva sottoscrizione ¹	208	201	195	184	173	152	135
collocamento senza preventiva sottoscrizione ¹	616	603	587	565	511	453	419
gestione su base individuale	170	169	166	158	154	143	131
ricezione e trasmissione di ordini e mediazione	624	614	593	572	518	463	432
gestione di MTF	1	1	1	2	2	2	2
<i>numero medio di servizi per soggetto</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>	<i>4,8</i>
Sim							
<i>numero soggetti autorizzati</i>	<i>101</i>	<i>94</i>	<i>87</i>	<i>80</i>	<i>75</i>	<i>70</i>	<i>67</i>
consulenza	92	84	77	70	64	61	57
negoziiazione per conto proprio	14	15	16	15	14	14	13
negoziiazione per conto terzi	20	22	23	22	20	19	62
collocamento con preventiva sottoscrizione ¹	5	5	5	4	5	5	5
collocamento senza preventiva sottoscrizione ¹	46	44	45	42	40	39	40
gestione su base individuale	44	43	39	38	38	37	32
ricezione e trasmissione di ordini e mediazione	50	48	46	43	39	36	35
gestione di MTF	3	3	3	3	3	3	3
<i>numero medio di servizi per soggetto</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>	<i>3,7</i>

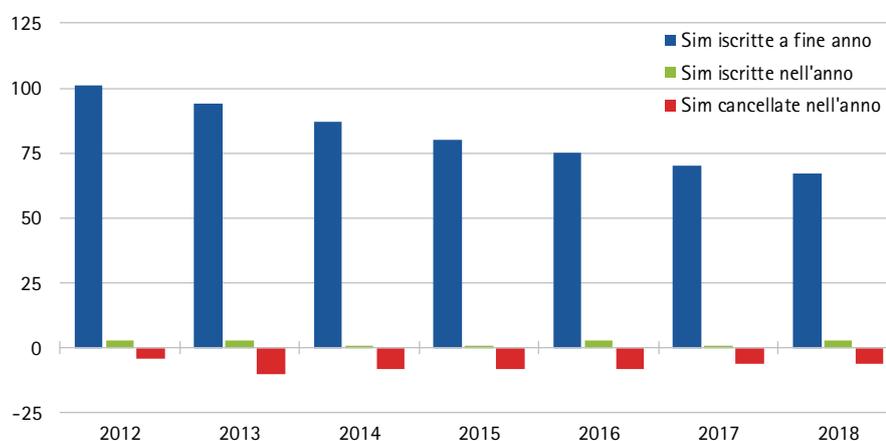
Fonte: Consob e Banca d'Italia. ¹ Include il collocamento con acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente.

Oltre il 31 per cento della clientela complessiva è riferibile alle prime tre banche e circa il 57 per cento alle prime dieci.

Il medesimo calo caratterizza anche il numero delle Sim e delle società fiduciarie autorizzate alla prestazione di servizi di investimento (Fig. 9).

In particolare, a fine 2018 si contano 67 Sim (70 nel 2017), a fronte di tre iscrizioni all'Albo e sei cancellazioni su istanza di parte (tre relative a Sim e tre a società fiduciarie), mentre risulta iscritta all'albo speciale una società fiduciaria (quattro a fine 2017).

Fig. 9 Albo delle Sim e delle società fiduciarie



Fonte: Consob.

Alla fine del 2018, sulla base delle notifiche ricevute dalle rispettive autorità dei paesi d'origine dell'Unione europea, risultavano iscritte al relativo elenco 70 imprese di investimento comunitarie autorizzate a operare in Italia mediante stabilimento di succursale (66 a fine 2017). Nel corso dell'anno vi sono state 15 iscrizioni e 11 cancellazioni.

La Gran Bretagna è il paese di origine dal quale proviene la maggior parte delle imprese di investimento UE autorizzate a operare in Italia mediante succursale (48); seguono Germania (cinque), Francia (quattro), Spagna (quattro), Lussemburgo (tre), Irlanda (due), Olanda (due), Cipro (una) e Repubblica Ceca (una).

Nel dettaglio, delle predette imprese di investimento comunitarie 14 sono autorizzate alla negoziazione per conto proprio; 37 all'esecuzione di ordini per conto dei clienti; 11 all'assunzione a fermo e/o collocamento sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente; 20 al collocamento senza impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente; 27 alla gestione di portafogli; 61 alla ricezione e trasmissione di ordini; 48 alla consulenza in materia di investimenti; una alla gestione di sistemi multilaterali di negoziazione.

Il Fondo nazionale di garanzia, sistema di indennizzo per i crediti degli investitori nei confronti degli intermediari, ad oggi è intervenuto per 39 casi di insolvenza (relativi a 22 Sim, dieci agenti di cambio, cinque Sgr e due banche; Tav. 25).

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. 25 Interventi del Fondo nazionale di garanzia
(situazione al 31 dicembre 2018; valori monetari in migliaia di euro)

	insolvenze ¹				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	1	--	--	--	1
2018	--	--	--	--	--
<i>totale insolvenze</i>	<i>22</i>	<i>10</i>	<i>5</i>	<i>2</i>	<i>39</i>
<i>di cui con avvenuto deposito dello stato passivo</i>	<i>22</i>	<i>10</i>	<i>5</i>	<i>2</i>	<i>39</i>
numero creditori ammessi	2.773	1.008	1	--	3.782
importo crediti ammessi ²	24.500	41.396	3.751	--	69.647
interventi del Fondo ³	9.466	11.408	--	--	20.874

Fonte: elaborazioni su dati del Fondo nazionale di garanzia. ¹ Insolvenze il cui stato passivo è stato depositato a far tempo dal 1° febbraio 1998. ² Valori al netto dei riparti parziali effettuati dagli organi delle procedure concorsuali. ³ Indennizzi deliberati, pagati o impegnati a fronte delle istanze pervenute.

2 La vigilanza su banche e Sim

Nel corso del 2018, nell'ambito dell'attività di vigilanza *risk based* su correttezza e trasparenza degli intermediari, sono state inviate richieste di dati e notizie a 87 banche e a 109 Sim (di cui 69 imprese di investimento comunitarie con succursale in Italia). In 14 casi la Consob ha convocato gli esponenti aziendali degli operatori oggetto di verifica (13 banche e una Sim; Tav. 26). È stata inoltre inviata una lettera contenente un richiamo di attenzione a 440 banche e a una Sim.

Il richiamo indirizzato alle banche si riferiva, in particolare, ai rischi connessi all'ampliarsi del conflitto di interessi che si configura nel caso di transazioni che hanno ad oggetto strumenti finanziari emessi dall'intermediario o dal suo gruppo di appartenenza (Riquadro 8).

Tav. 26 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 art. 8, c. 1, del Tuf ¹	101	68
	convocazione esponenti aziendali ex art. 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 art. 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 art. 8, c. 1, del Tuf	129	46
	convocazione esponenti aziendali ex art. 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 art. 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 art. 8, c. 1, del Tuf	77	37
	convocazione esponenti aziendali ex art. 7, c. 1, lett. a) del Tuf	14	--
	<i>totale</i>	<i>91</i>	<i>37</i>
2018	richieste di dati e notizie ex art. 8, c. 1, del Tuf	87	109
	convocazione esponenti aziendali ex art. 7, c. 1, lett. a) del Tuf	13	1
	richiamo di attenzione	440	1
	<i>totale</i>	<i>540</i>	<i>111</i>

Fonte: Consob. ¹ 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).

Nel corso dell'anno si sono svolte, inoltre, 78 riunioni con esponenti aziendali di banche e 13 incontri con associazioni di categoria e altre autorità che hanno avuto ad oggetto, tra l'altro, le modalità di prestazione dei servizi di investimento da parte degli intermediari alla luce del nuovo quadro normativo delineato da MiFID II.

Le principali aree d'attenzione hanno riguardato le misure di *product governance*, la valutazione di adeguatezza e appropriatezza, l'*execution only*, la consulenza in materia di investimenti, i requisiti di conoscenza ed esperienza del personale, gli incentivi, i conflitti di interessi, la *best execution*, le pratiche di vendita abbinata e la trasparenza informativa nei confronti della clientela su costi e oneri dei prodotti e dei servizi di investimento.

All'attività istruttoria ha fatto seguito l'invio alla Banca d'Italia di sette richieste di collaborazione per l'estensione delle verifiche ispettive in corso su quattro banche e tre Sim (ai sensi dell'art. 10, comma 2, del Tuf (trasposto dal d.lgs. 129/2017 nell'art. 6-ter, comma 5, del Tuf) e l'avvio di quattro procedimenti sanzionatori nei confronti di banche, che hanno coinvolto 48 esponenti aziendali (per i provvedimenti conclusi e le sanzioni deliberate si veda il successivo Capitolo V 'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori').

Riquadro 8

Richiamo di attenzione alle banche sulla disciplina dei servizi di investimento

Nel novembre 2018, in considerazione delle risultanze del processo di *stress test* e del *supervisory review and evaluation process* (SREP) per l'anno 2018 e degli effetti della attivazione del *minimum requirement for own funds and eligible liabilities* (MREL), è stata richiamata l'attenzione degli intermediari sulla rigorosa applicazione della disciplina dei servizi di investimento in fase di distribuzione di prodotti finanziari di propria emissione o del gruppo di appartenenza (*captive*).

Il richiamo di attenzione ha inteso evidenziare la centralità di taluni presidi diretti a garantire la miglior tutela degli interessi della clientela.

In primo luogo, è stata sottolineata la necessità di garantire una sostanziale ed effettiva individuazione, prevenzione e/o gestione dei conflitti di interesse (art. 21, comma 1-bis del Tuf), anche astenendosi dal porre in essere operazioni di *self-placement* quando la banca non sia in grado di assicurare la tutela degli interessi della clientela nella distribuzione di titoli di propria emissione.

In secondo luogo, come richiesto dalla nuova disciplina in materia di *product governance*, nel richiamo è stata rammentata l'importanza di definire la gamma dei prodotti, sia dal lato produttore sia dal lato distributore, in coerenza con le caratteristiche e i bisogni della clientela *target* potenziale ed effettiva.

Alla luce di quanto previsto dalle linee-guida ESMA in materia di adeguatezza, infine, è stata richiamata l'attenzione sulla necessità di valutare opportunamente i livelli di concentrazione dei portafogli della clientela.

A tre intermediari destinatari di contestazioni è stato richiesto, inoltre, di porre in atto interventi correttivi per rimuovere le criticità accertate (inclusa, nel caso di due banche, la convocazione del consiglio di amministrazione).

In coordinamento con la Banca d'Italia e l'Ivass, la Consob ha condotto la consueta verifica dell'eventuale sussistenza di cariche incrociate nelle Sim, in violazione del cosiddetto divieto di *interlocking* introdotto dal decreto legge 6 dicembre 2011, n. 201, convertito nella legge 22 dicembre 2011, n. 214.

Il 21 dicembre 2018 Consob, Banca d'Italia e Ivass hanno aggiornato i criteri, emanati nel 2012, per l'applicazione del divieto di *interlocking*. Per effetto dell'aggiornamento, che tiene conto delle modifiche intervenute con la Legge annuale sulla concorrenza e il mercato (legge 4 agosto 2017, n. 124), il divieto di *interlocking* opera quando almeno due delle imprese (o gruppi di imprese) in cui il soggetto detiene cariche presentano individualmente un fatturato totale – realizzato a livello

nazionale dall'impresa o dal gruppo di appartenenza – superiore a 30 milioni di euro (in precedenza, la soglia era fissata a 47 milioni di euro ed era riferita ad almeno una delle imprese).

3 La vigilanza sulle società di gestione del risparmio

La vigilanza sulle società di gestione del risparmio si è fondata come di consueto su acquisizione di informazioni, per il tramite di richieste di dati e notizie, incontri con esponenti aziendali e accertamenti ispettivi.

In particolare, sono state inviate 35 richieste di dati e notizie e si sono tenuti 46 incontri con esponenti aziendali. Sono state trasmesse alla Banca d'Italia tre 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 per tre Sgr. La Banca d'Italia, alla luce dei potenziali profili di interesse per l'Istituto, ha trasmesso alla Consob il fascicolo ispettivo di una Sgr per le valutazioni di sua competenza.

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, inoltre, sono state inviate sei lettere di contestazione a una Sgr e a cinque esponenti aziendali della stessa.

Nel 2018 si è conclusa una complessa attività di vigilanza, anche di tipo ispettivo, nei confronti di una Sgr-rete che l'anno precedente era stata posta in amministrazione straordinaria dalla Banca d'Italia, su proposta della Consob. La verifica si inquadra nell'ambito della vigilanza sulle Sgr che distribuiscono direttamente propri prodotti e servizi, anche per il tramite di consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede.

La Commissione sta monitorando con attenzione il fenomeno delle Sgr-rete, sebbene allo stato attuale questo coinvolga un numero limitato di soggetti e non configuri un mutamento strutturale dei modelli di servizio adottati dagli intermediari gestori italiani.

Nel corso del 2018 la Consob e la Banca d'Italia hanno razionalizzato e semplificato gli obblighi informativi a carico degli intermediari gestori previsti dalla delibera Consob 17297 del 28 aprile 2010, integrando le informazioni in tema di attività di commercializzazione di Oicr propri o di terzi (Riquadro 9).

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 a valere sui fondi gestiti, anche in termini di aderenza di tali scelte alla politica di investimento rappresentata nella documentazione di offerta.

Riquadro 9

Le modifiche agli obblighi informativi dei gestori

Le principali modifiche previste dalla delibera 20197 del 22 novembre 2017 hanno riguardato, in primo luogo, l'eliminazione delle segnalazioni strutturate a carico di Sgr/Sicav che rappresentavano una duplicazione rispetto a quelle acquisite dalla Banca d'Italia. Tra queste si menzionano: i) la segnalazione dei dati aggregati sulla composizione dei portafogli gestiti e sulle variazioni intervenute nello svolgimento del servizio di gestione di portafogli; ii) le informazioni concernenti le deleghe gestionali rilasciate (ricevute) a (da) terzi nello svolgimento del servizio di gestione di portafogli.

In secondo luogo, la delibera ha previsto l'eliminazione delle segnalazioni i cui contenuti sono disponibili in altri database dell'Istituto, tra cui, in particolare, quelle relative all'elenco dei collocatori per i gestori esteri che commercializzano in Italia Oicr esteri.

In terzo luogo, sono stati razionalizzati gli obblighi previsti per i gestori di Oicr di *private equity*, nell'ottica di alleggerire gli oneri amministrativi a carico dei gestori di minori dimensioni (che costituiscono una quota significativa dell'industria nazionale del *private equity* e del *venture capital*), anche in considerazione della valenza strategica che essi assumono nello sviluppo di canali di finanziamento alternativi a quello bancario per le PMI.

È stato inoltre modificato l'obbligo di segnalazione della commercializzazione di Oicr propri e di terzi (attività sempre più diffusa). È stata completata, infine, la definizione di istruzioni operative e domande frequenti (FAQ) volte ad agevolare l'adempimento dei nuovi obblighi segnaletici da parte dei gestori (disponibili sul sito internet dell'Istituto).

Sulla base dei controlli svolti, in taluni casi è stato richiesto di migliorare la descrizione della politica di investimento nella documentazione d'offerta con particolare riferimento ai seguenti profili: i) l'investimento in Oicr del gruppo di appartenenza del gestore; ii) l'elevata concentrazione del portafoglio; iii) l'investimento in strumenti finanziari caratterizzati da profili di potenziale complessità.

Nel corso del 2018 è proseguita l'analisi relativa alla coerenza delle scelte gestorie dei *market funds* (ossia fondi gestiti sulla base di parametri di riferimento di mercato '*benchmark*') rispetto al contenuto della documentazione di offerta, in conformità a quanto previsto dallo schema 1, Allegato 1B del Regolamento Emittenti (che distingue tra scostamento '*contenuto*', '*significativo*' e '*rilevante*').

Le verifiche, condotte sulle dieci Sgr più rappresentative del mercato domestico dei *market funds* si sono concentrate sulle condotte gestorie che di fatto non presentavano uno scostamento importante rispetto al *benchmark*, nonostante

l'indicazione contraria riportata nella documentazione di offerta. In questi casi, è stata richiesta una revisione del grado di scostamento dichiarato nel Prospetto (da 'rilevante' a 'significativo', ovvero da 'significativo' a 'contenuto').

Nel corso del 2018 il comparto dei fondi immobiliari ha registrato una diminuzione del numero delle Sgr attive nella gestione dei fondi chiusi (da 59 a 56) e un aumento del numero dei fondi immobiliari (da 494 a 501).

Tutti i fondi lanciati nel 2018 sono di tipo riservato e pertanto non sono destinati a investitori *retail*, ad eccezione delle categorie previste dal decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze n. 30 del 5 marzo 2015.

A fine 2018 il patrimonio netto in gestione era pari a circa 51 miliardi di euro, in crescita rispetto all'anno precedente. I dati segnalano, inoltre, un progressivo miglioramento della posizione debitoria media dei fondi immobiliari (Tav. 27).

Nell'ambito della vigilanza sulle Sgr di fondi immobiliari, in ragione dell'approssimarsi delle relative scadenze, è stata dedicata particolare attenzione a quelli che gestiscono fondi destinati al pubblico *retail*.

In tale ambito la vigilanza mira, come di consueto, alla verifica della coerenza tra l'attività di dismissione dei patrimoni immobiliari e le scadenze previste dei fondi e al controllo della corretta applicazione della disciplina in materia di conflitto di interessi.

Tav. 27 Fondi immobiliari chiusi di diritto italiano¹
(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
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	59	494	49,5	73,2	32,3	86,3	5,6	4,8	3,4
2018 ²	56	501	51,5	75,1	31,5	85,9	5,7	5,0	3,5

Fonte: elaborazioni su dati di rendiconto. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² I valori si riferiscono al 30 giugno 2018 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.

Nel 2018 la Consob ha inviato 22 pareri alla Banca d'Italia.

Di questi, 11 hanno riguardato iscrizioni all'Albo di Sgr, Sicaf e gestori EuVECA, due la cancellazione di una Sgr dall'Albo, due l'estensione dell'operatività delle Sgr, tre l'assoggettamento volontario al regime dei Gefia 'sopra-soglia', due l'autorizzazione alla gestione di Eltif da parte delle Sgr e i restanti due operazioni straordinarie (fusioni, scissioni, trasformazioni).

Nel corso dell'anno la Commissione, come di consueto, ha analizzato la documentazione di offerta degli Oicvm destinati a investitori *retail*, anche per valutare la coerenza tra le informazioni chiave contenute nei Key Investor Information Documents (KIID) e quelle, maggiormente dettagliate, rappresentate nel prospetto informativo.

È stata altresì monitorata l'attività pubblicitaria sugli Oicr offerti al pubblico in Italia e, in particolare, l'aderenza dei contenuti dei messaggi pubblicitari, veicolati ai potenziali investitori attraverso la documentazione di *marketing*, alle caratteristiche dei prodotti oggetto degli annunci.

È stata esaminata, inoltre, la 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 (complessivamente, 37 istruttorie) e di quattro Fia non riservati, ex art. 44 del Tuf.

Le verifiche hanno avuto ad oggetto, in particolare, completezza, comprensibilità e coerenza della documentazione di offerta, che deve soddisfare gli obblighi informativi nei confronti degli investitori previsti dalla Direttiva 2011/61/UE (Alternative Investment Fund Managers Directive - AIFMD)

Alla luce del nuovo contesto normativo delineato dalla MiFID II, le istruttorie di trasparenza riferite ai Fia non riservati sono state integrate da controlli di correttezza sul rispetto degli obblighi in materia di *product governance*.

Nell'ottica di una vigilanza proattiva e in considerazione delle specifiche esigenze di tutela della clientela al dettaglio destinataria dell'offerta, le valutazioni della Consob sulle determinazioni dei soggetti vigilati in materia di *product governance* sono state anticipate alla fase istruttoria rispetto a quella più propriamente distributiva e di futura commercializzazione. Inoltre, al fine di snellire e rendere più efficienti le istanze di commercializzazione, prima della fase di presentazione della formale istanza (*pre-filing*) gli uffici di vigilanza si sono confrontati con i gestori che intendevano, direttamente o tramite distributori terzi, commercializzare Fia nei confronti di investitori *retail*.

Ai sensi dell'art. 93 della Direttiva 2009/65/CE, inoltre, sono state controllate 622 notifiche trasmesse da autorità estere per la commercializzazione in Italia di quote o azioni di Oicvm europei. Sono state altresì verificate 443 notifiche relative alla commercializzazione in Italia di quote o azioni di Fia da parte di gestori di diritto estero (ai sensi dell'art. 32 della Direttiva 2011/61/UE), 23 notifiche per la commercializzazione in Italia di fondi europei di *venture capital* con denominazione EuVECA (ai sensi del Regolamento (UE) n. 345/2013) e due notifiche per la commercializzazione in Italia di fondi di investimento europei a lungo termine con denominazione Eltif (ai sensi del Regolamento (UE) 2015/760).

Nel corso del 2018 l'Istituto ha svolto la consueta analisi della struttura dei consigli di amministrazione delle Sgr e dei requisiti di indipendenza degli amministratori. In particolare, è stata analizzata la composizione dei consigli di amministrazione delle maggiori 13 Sgr di matrice bancaria e assicurativa che gestiscono almeno un fondo *retail* di diritto italiano e che, con un patrimonio complessivo di circa 368 miliardi di euro, rappresentano circa il 94 per cento del totale del patrimonio detenuto dai fondi aperti gestiti da società di diritto italiano (Tav. 28).

Tav. 28 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: presidente	amm. delegato		di cui: presidente		di cui: 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
	totale	24	5	12	49	3	56	9	129
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
	totale	22	4	12	45	3	43	8	110
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
	totale	14	--	14	48	5	46	10	108
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
	totale	14	--	14	47	5	43	10	104
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
	totale	13	--	13	48	5	42	11	103
2018	cariche ricoperte nella capogruppo	1	--	1	5	1	4	1	10
	cariche in altre società del gruppo	5	--	5	4	3	19	5	28
	senza cariche nelle società del gruppo	6	--	6	38	2	16	3	60
	totale	12	--	12	47	6	39	9	98

Fonte: prospetti informativi. Dati relativi alle prime 13 Sgr di matrice bancaria o assicurativa per patrimonio gestito nel 2018. 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.

Rispetto al 2017 il numero complessivo dei consiglieri è diminuito di cinque unità, portandosi a 98. In particolare, si è ridotto il numero di consiglieri non qualificabili né come esecutivi né come indipendenti (da 42 a 39), mentre è rimasto sostanzialmente stabile il numero dei consiglieri esecutivi (da 13 a 12). Sono calati, inoltre, gli incroci tra i consiglieri delle Sgr e quelli delle relative capogruppo e/o di altre società del gruppo (da 43 a 38). Il dato relativo alla presenza di amministratori indipendenti è calato di una unità, portandosi a 47 a fine 2018. È aumentato il numero degli amministratori che, pur qualificati come indipendenti, ricoprono cariche in altre società del gruppo: si tratta di nove soggetti (sette nel 2017), di cui cinque siedono anche nel consiglio della capogruppo e i restanti quattro nei consigli di altre società del gruppo.

4 La vigilanza sui consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede

Nel corso del 2018 i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede iscritti all'Albo sono diminuiti portandosi a 55.311 unità (da 55.897 nell'anno precedente). Nel medesimo periodo anche il numero di consulenti attivi è diminuito da 36.359 a 35.099 unità.

Nelle more dell'avvio del nuovo impianto normativo delineato dalla Legge di stabilità per il 2016 (per ulteriori dettagli si veda il successivo paragrafo), nel 2018 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 di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei Consulenti Finanziari (OCF), dell'Autorità Giudiziaria e della Polizia Giudiziaria, nonché da verifiche ispettive condotte presso gli intermediari.

Come sempre, in linea con l'approccio *risk based* adottato dalla Consob, l'attività di vigilanza sui consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede si è fondata su criteri oggettivi di selezione preventiva dei soggetti da monitorare, quali le segnalazioni e gli esposti relativi alla violazione della normativa di settore, complessivamente pari, nel 2018, a 239 (365 nel 2017; Tav. 29).

Nel corso dell'anno sono state effettuate 77 richieste di dati e notizie agli intermediari relative a consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede (126 nel 2017).

Nel periodo di parziale operatività dell'OCF, le richieste di dati e notizie formalizzate dalla Consob agli intermediari hanno riguardato soltanto i casi di maggiore rilevanza e, come tali, suscettibili di provvedimenti cautelari.

Tav. 29 L'attività di vigilanza su consulenti finanziari e intermediari-rete
(numero di iniziative)

tipologia	riferimento	2017	2018
segnalazioni ed esposti		365	239
richieste dati, notizie e documenti (vigilanza informativa)		126	77
	<i>di cui</i>		
	<i>ex art. 8, c. 1, Tuf</i>	26	13
	<i>ex art. 31, c. 7, Tuf</i>	100	64
contestazioni con avvio di procedimenti sanzionatori		52	47
non avvio di procedimenti sanzionatori		231	63
comunicazioni di avvio di procedimenti cautelari	<i>ex art. 55, c. 2, Tuf</i>	29	11
sospensioni cautelari a 60 giorni	<i>ex art. 55, c. 1, Tuf</i>	20	24
sospensioni cautelari a 1 anno	<i>ex art. 55, c. 2, Tuf</i>	34	18
segnalazioni all'Autorità Giudiziaria		55	42

Fonte: Consob.

Fino al 1° luglio 2018 (data oltre la quale la competenza è passata all'OCF) sono stati avviati 47 procedimenti amministrativo-sanzionatori (52 nel 2017).

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 finanziario abilitato all'offerta fuori sede 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 2018 sono stati avviati 11 procedimenti, a fronte dei 29 avviati nel 2017 (per i procedimenti conclusi e le sanzioni deliberate si veda il successivo Capitolo V 'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori').

Con riferimento agli intermediari-rete, anche nel 2018 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.

In particolare, nel corso dell'anno si sono svolti incontri con i soggetti vigilati al fine di richiamare l'attenzione sulla disciplina di riferimento (principalmente sulle norme della MiFID II).

5 La vigilanza sull'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei Consulenti Finanziari (OCF)

Come già anticipato, il 2018 ha visto l'attuazione della riforma in materia di vigilanza dei consulenti finanziari, delineata dall'art. 9, comma 1, lett. o), della Legge di delegazione europea 2014 e dall'art. 1, comma 36, della Legge di stabilità per il 2016, e recepita dal Regolamento Intermediari approvato con delibera 20307 del 15 febbraio 2018. La riforma ha previsto, tra l'altro, il trasferimento all'OCF delle funzioni di controllo sui consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, prima attribuite alla Commissione (Riquadro 10) e, nella fase successiva all'avvio della piena operatività dell'Organismo, l'esercizio dell'attività di vigilanza sull'Organismo stesso da parte della Consob.

A partire dal 2 luglio 2018 la Commissione ha dunque monitorato l'attività dell'OCF tramite l'acquisizione di dati e informazioni, in relazione sia ai procedimenti istruttori concernenti i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede sia alle istruttorie per le iscrizioni all'Albo dei consulenti finanziari autonomi e delle società di consulenza finanziaria.

Con riguardo alla tenuta e gestione dell'Albo unico dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, non si sono verificate situazioni di criticità e, nel corso dell'anno, è stato ricevuto un solo reclamo avverso il provvedimento adottato dall'Organismo, ritenuto manifestamente infondato.

6 La vigilanza sui portali di *equity crowdfunding*

Al 31 dicembre 2018 nella sezione ordinaria del registro dei gestori di portali per l'*equity crowdfunding* erano iscritti 30 soggetti (20 a fine 2017), mentre nella sezione speciale dedicata alle banche e alle imprese di investimento ne risultavano due (dato stabile rispetto al 2017).

Nel corso dell'anno sono intervenute dieci iscrizioni e nessuna cancellazione dalla sezione ordinaria, relativamente a soggetti diversi da banche e imprese di investimento.

Nel corso dell'anno, sono state effettuate nove richieste di dati e notizie, ai sensi dell'art. 50-*quinquies*, comma 6, del Tuf, nei confronti di altrettanti gestori di portali; si sono svolti, inoltre, 26 incontri con gestori di portali o con soggetti che hanno chiesto chiarimenti per intraprendere iniziative di gestione di portali di *equity crowdfunding*.

Riquadro 10

L'iter di trasferimento delle funzioni dalla Consob all'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei Consulenti Finanziari (OCF)

In data 28 giugno 2018 la Consob e l'OCF hanno sottoscritto un protocollo d'intesa volto a disciplinare modalità operative e tempi di trasferimento delle funzioni dalla Consob all'Organismo. In pari data, la delibera 20503 ha avviato la parziale operatività dell'OCF a decorrere dal 2 luglio 2018 limitatamente ai seguenti profili: i) esercizio dell'attività istruttoria concernente le iscrizioni, con esonero dalla prova valutativa, all'Albo dei consulenti finanziari autonomi e delle società di consulenza finanziaria; ii) esercizio dei poteri di vigilanza di cui all'articolo 31, comma 7, del Tuf, per lo svolgimento dell'attività istruttoria concernente l'avvio del procedimento cautelare a un anno di cui all'art. 7-*septies*, comma 2 del Tuf nonché del procedimento sanzionatorio di cui all'articolo 196 del Tuf, nei confronti dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede. Di conseguenza la Consob ha trasferito all'OCF i procedimenti istruttori in corso alla data del 2 luglio 2018, contenenti fattispecie potenzialmente idonee a determinare l'avvio di procedimenti sanzionatori e cautelari a un anno nei confronti dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede che, alla medesima data, non avessero ancora dato vita a contestazioni e/o comunicazioni di avvio di procedimento cautelare a un anno.

Successivamente, e fino al 30 novembre 2018, l'Istituto ha trasmesso periodicamente all'OCF le segnalazioni ricevute da intermediari o soggetti terzi relative ai consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, previa verifica dell'eventuale sussistenza dei presupposti per l'adozione di un provvedimento cautelare per il periodo di 60 giorni, per i quali è rimasta competente la Consob fino alla data del 30 novembre 2018.

Alla luce del parziale trasferimento di funzioni dal 2 luglio al 30 novembre 2018 la Commissione: i) è rimasta destinataria delle segnalazioni degli intermediari e degli esposti di soggetti terzi; ii) non ha più avviato procedimenti sanzionatori e procedimenti cautelari a un anno; iii) ha completato i procedimenti già avviati prima del 2 luglio 2018 e ha continuato ad adottare i provvedimenti di sospensione cautelare di 60 giorni.

La Consob, infine, ha sottoscritto con l'OCF un secondo Protocollo d'intesa che ha disciplinato alcuni aspetti delle nuove funzioni di vigilanza dell'Organismo il 10 agosto 2018, e con delibera 20704 del 15 novembre 2018 ha stabilito l'avvio dell'operatività dell'OCF, a partire dal 1° dicembre 2018.

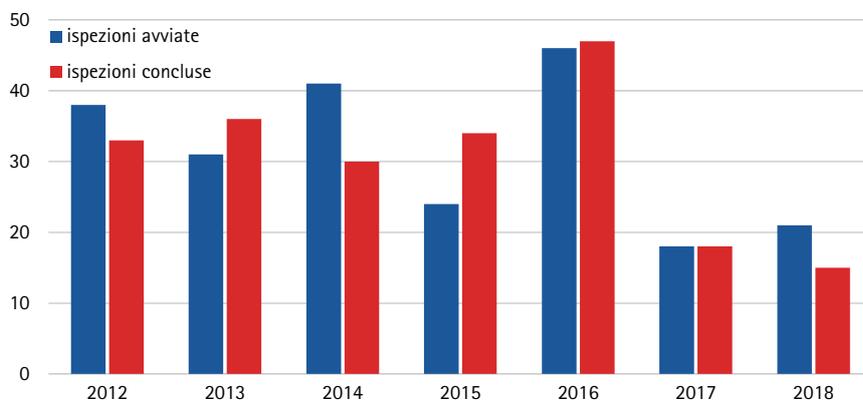
L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori

1 Gli accertamenti ispettivi

Nel 2018 sono state avviate 21 verifiche ispettive e ne sono state concluse 15, di cui sette iniziate nel 2017; alla fine dell'anno risultavano pertanto ancora in corso 13 accertamenti (Fig. 10).

Sulla base dei vigenti protocolli di intesa, la Consob si è avvalsa, nella fase di accesso, della collaborazione del Nucleo Speciale di Polizia Valutaria della Guardia di Finanza in sette casi, mentre ha ricevuto dalla Banca d'Italia la richiesta di eseguire cinque ispezioni.

Fig. 10 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.

Dei 21 accertamenti ispettivi avviati nel 2018, sei hanno riguardato le regole di comportamento e trasparenza degli intermediari, cinque la disciplina in tema di informazione societaria e uno la disciplina relativa all'*equity crowdfunding*. In due casi, le verifiche hanno avuto ad oggetto società di revisione, con riguardo rispettivamente alle modalità di svolgimento degli incarichi e al sistema di controllo della qualità; in tale ultimo caso si è trattato di un'ispezione su una società di revisione italiana condotta congiuntamente con un'autorità estera (US Public

Company Accounting Oversight Board, PCAOB; per ulteriori dettagli si veda il Capitolo II 'La vigilanza su emittenti e società di revisione'). Due accertamenti, inoltre, hanno riguardato l'applicazione dei presidi antiriciclaggio da parte di intermediari e sono stati avviati su richiesta della Banca d'Italia. Delle rimanenti cinque ispezioni, infine, due sono state dirette a verificare l'osservanza della normativa in tema di abusi di mercato e di infrastrutture di mercato (Regolamento (UE) n. 648/2012 - EMIR), mentre tre sono state volte ad accertare profili di competenza istituzionale della Banca d'Italia in materia di intermediari, su richiesta di quest'ultima (Tav. 30).

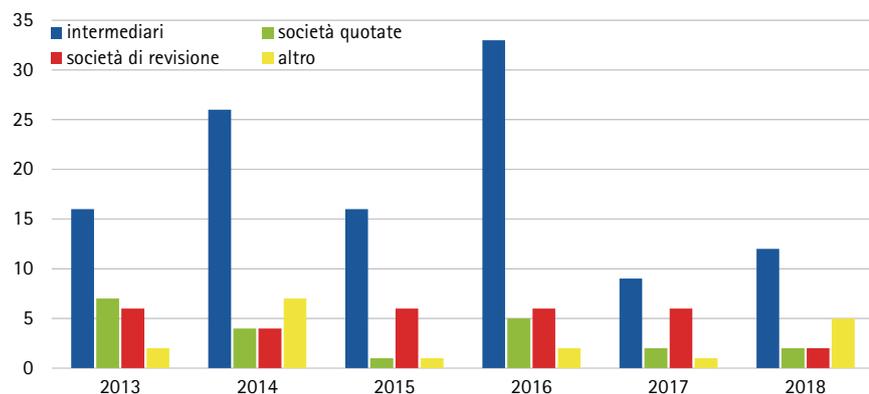
Tav. 30 Aree di indagine delle verifiche ispettive avviate

	intermediari e prodotti		emittenti e società di revisione			mercati	altro		
	servizi investimento	fondi immobiliari	informazione societaria	assetto proprietari / Opa	incarichi di revisione / sistema di qualità	abusi di mercato / EMIR ¹	crowdfunding	antiriciclaggio	altre aree ²
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
2018	5	1	5	--	2	2	1	2	3

Fonte: Consob. ¹ Dal 2018 sono inclusi gli accertamenti sulle infrastrutture di mercato. ² Il dato si riferisce ad aree di interesse della Banca d'Italia diverse dall'antiriciclaggio.

I soggetti sottoposti a verifica sono 12 intermediari, due società di revisione, due società quotate, due partecipanti al capitale di società quotate, due controllate da società quotate e un gestore di portale *online* di *equity crowdfunding* (Fig. 11).

Fig. 11 Soggetti sottoposti ad accertamenti ispettivi

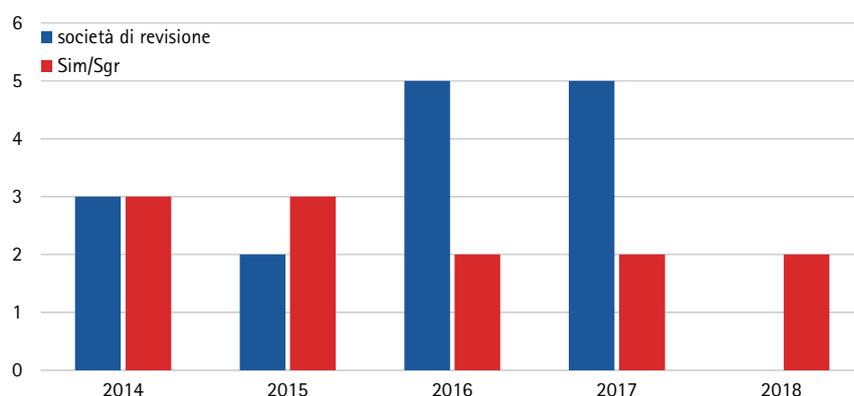


Fonte: Consob. La categoria 'società quotate' non include gli intermediari quotati, riportati nella categoria 'intermediari'.

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 antiriciclaggio, su richiesta della Banca d'Italia, nei confronti di due Sgr (Fig. 12).

Fig. 12 Soggetti sottoposti a verifiche ispettive in materia di antiriciclaggio



Fonte: Consob.

Facendo seguito all'emanazione del d.lgs. 25 maggio 2017, n. 90, di recepimento della Direttiva (EU) 2015/849 (cosiddetta IV Direttiva Antiriciclaggio), la Consob è stata impegnata, sul fronte regolamentare, nella predisposizione delle disposizioni di attuazione in materia di prevenzione e contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo rivolte ai revisori legali e alle società di revisione con incarichi su enti di interesse pubblico e a regime intermedio, di cui la Consob è autorità di vigilanza di settore.

In particolare, sono state avviate pubbliche consultazioni sia sulle disposizioni di attuazione in materia di organizzazione, procedure e controlli interni, poi adottate con delibera 20465 del 31 maggio 2018, sia sulle disposizioni in materia di adeguata verifica della clientela e di obblighi di conservazione dei dati.

I lavori volti a completare il quadro delle disposizioni di attuazione di competenza della Consob sono stati ultimati il 4 settembre 2018 con l'adozione, con la delibera 20570, di un Regolamento 'unico' in materia di antiriciclaggio, nel quale sono confluite, al fine di assicurare unitarietà alla disciplina, tutte le norme regolamentari di settore rivolte ai revisori e alle società di revisione legale (si veda anche il successivo Capitolo VI 'L'attività regolamentare').

Inoltre, sempre in attuazione del citato d.lgs. 90/2017, è stata emanata la comunicazione 186002 del 4 giugno 2018, volta a individuare i criteri e le

metodologie per l'analisi e la valutazione dei rischi di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo cui i revisori legali e le società di revisione sono esposti nell'esercizio della loro attività. L'adozione dei predetti criteri e metodologie, su cui saranno basati gli esercizi di autovalutazione periodica che i revisori sono chiamati a predisporre ai sensi delle nuove disposizioni regolamentari, consentirà di arricchire i dati e le informazioni disponibili alla Consob al fine di potenziare l'approccio di vigilanza basato sul rischio.

In ragione dei profili di novità derivanti dal recepimento della disciplina comunitaria e dal contesto normativo di transizione verso un nuovo quadro regolamentare, nel 2018 non sono state avviate verifiche ispettive in materia di antiriciclaggio sulle società di revisione legale.

In un'ottica di vigilanza proattiva, nel 2018 si sono svolti incontri con l'associazione di categoria delle società di revisione, al fine di richiamare l'attenzione sulla disciplina di riferimento, anche nella prospettiva degli sviluppi normativi in corso di definizione.

Nei confronti di una società di revisione legale, oggetto di accertamenti ispettivi nel corso del 2017, è stato avviato un procedimento sanzionatorio per violazioni delle disposizioni di settore in materia di organizzazione, procedure interne e adeguata verifica della clientela (per i provvedimenti sanzionatori conclusi si rimanda al successivo paragrafo sui provvedimenti sanzionatori).

Nell'ambito dei rapporti di collaborazione con la Banca d'Italia e l'Unità di Informazione Finanziaria, regolati da appositi protocolli di intesa, sono state trasmesse a dette Autorità evidenze per gli approfondimenti di rispettiva competenza in ordine a fattispecie potenzialmente rilevanti in un'ottica di contrasto al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo.

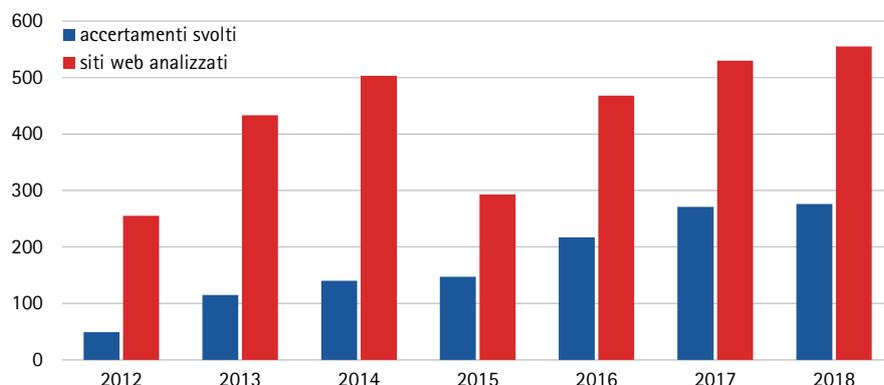
Infine, la Consob ha attivamente partecipato ai lavori del Comitato di sicurezza finanziaria (CSF) – istituito con il decreto legge 12 ottobre 2001, n. 369, convertito nella legge 14 dicembre 2001, n. 431 – volti al coordinamento dell'apparato nazionale di contrasto al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo. Nell'ambito di tale collaborazione la Consob ha, tra l'altro, fornito il proprio contributo ai lavori in corso presso il Comitato ai fini dell'aggiornamento, ai sensi dell'art. 14 del d.lgs. 231/2007, dell'analisi nazionale dei rischi di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo.

3 Gli accertamenti e i provvedimenti per abusivismo

3.1 Gli accertamenti

Nel corso dell'anno sono stati svolti 276 accertamenti relativi a fenomeni abusivi realizzati via internet (anche negli anni precedenti il 2018) e rientranti nelle competenze della Consob, che hanno comportato analisi e approfondimenti relativi a 555 siti web (Fig. 13).

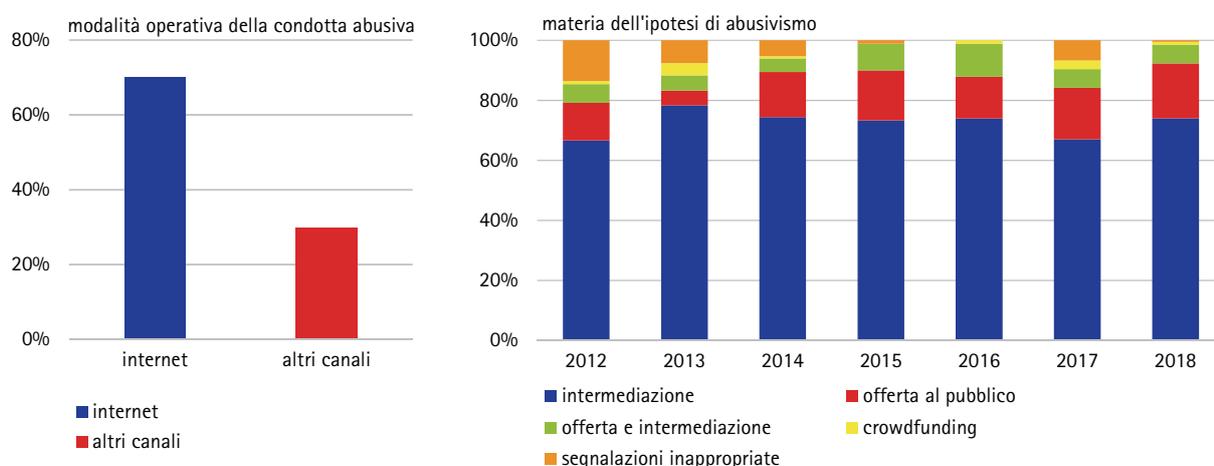
Fig. 13 Accertamenti su siti internet in materia di abusivismo



Fonte: Consob.

Come di consueto, la maggior parte delle istruttorie avviate si riferisce a ipotesi di intermediazione finanziaria abusiva realizzate tramite web (siti internet, mail e *social network*) o tramite telefono (*cold calling*) (Fig. 14).

Fig. 14 Ipotesi di abusivismo



Fonte: Consob.

A titolo esemplificativo, si segnala che un numero crescente di soggetti non autorizzati alla prestazioni di servizi di investimento sta proponendo agli investitori servizi di *trading*, spesso in opzioni binarie o sul *forex*, basati sull'utilizzo di *software* (conosciuti come *forex-robot*, *robo advisor*, *expert advisor* e/o *trading system*) che elaborano 'decisioni di investimento' e che possono eseguire automaticamente gli ordini sulle piattaforme di negoziazione *online* senza che l'investitore abbia l'effettiva percezione di ciò che sta realmente accadendo al suo investimento.

Gli operatori abusivi ricorrono a tecniche 'camaleontiche' sia per sfuggire a un'agevole identificazione, modificando frequentemente la denominazione del sito

web sul quale svolgono l'attività illecita, sia per irretire gli investitori utilizzando una denominazione del sito simile a quella di soggetti autorizzati (cosiddetti siti clone). Tale modalità operativa richiede interventi continui e tempestivi. Le società che operano abusivamente, inoltre, spesso dichiarano di avere sede in paesi extracomunitari, dove non è sempre possibile la completa verifica dei dati, oppure in paesi europei ma con denominazioni che frequentemente non corrispondono a società effettivamente registrate. Per tale motivo la Consob svolge un'intensa attività di cooperazione con le omologhe autorità estere, anche attraverso richieste di cooperazione e scambio di informazioni.

Nella grande maggioranza dei casi l'operatività dei soggetti abusivi cela vere e proprie truffe, che la Consob segnala regolarmente all'Autorità Giudiziaria.

Per quanto riguarda l'oggetto dell'attività abusiva, in 22 casi le condotte abusive si riferivano a criptovalute. In tali circostanze, l'Istituto è intervenuto adottando le misure di *enforcement* più adatte alle caratteristiche dell'operatività rilevata.

In particolare, si è configurata 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. Si è configurata, invece, 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 *crypto-asset*.

Con particolare riferimento alle fattispecie di abusivismo per violazione delle disposizioni in materia di offerta al pubblico di prodotti finanziari, sono sempre più frequenti le proposte di investimenti finanziari atipici, tra cui quelle aventi ad oggetto 'beni diversi', contratti tra loro collegati, non meglio precisati 'programmi di investimento' o quelle relative a sedicenti criptovalute per cui, a fronte del versamento di importi, anche di modesta entità, richiesti agli investitori, sono promessi mirabolanti rendimenti fuori mercato.

In proposito, la Consob è intervenuta tra l'altro nei confronti di una società che ha offerto agli investitori tramite un sito internet la possibilità di aderire a una cosiddetta *initial coin offering* (ICO) con l'acquisto di *token* che incorporavano diritti a percepire, dopo l'effettuazione di operazioni di *mining*, rendimenti calcolati in percentuale in base al capitale investito.

In un altro caso, si è trattato dell'offerta agli investitori italiani, tramite *social media*, di contratti che prevedevano il versamento di capitale (sotto forma di criptovaluta) per l'acquisto di aree di foresta pluviale in America Centrale, con un rendimento annuo fisso correlato al capitale investito, il cui importo variava in base ai 'metri quadrati' acquistati. Sebbene presentati come atti di compravendita, tali contratti non comportavano il trasferimento della piena proprietà sulle aree di foresta, dovendosi quindi ritenere la causa degli stessi di natura finanziaria.

In un ulteriore caso, l'offerta, realizzata tramite un sito internet, ha riguardato contratti aventi ad oggetto l'acquisto di pacchetti di *token* che prevedevano il versamento di importi di denaro prestabiliti a fronte del quale l'investitore riceveva rendimenti mensili prefissati al momento dell'investimento. L'investitore aveva come unica alternativa alla ricezione del capitale versato maggiorato degli interessi il reimpiego dello stesso nell'acquisto di altri pacchetti di *token*.

Anche le fattispecie di abusivismo per violazione delle disposizioni in materia di appello al pubblico risparmio celano spesso attività truffaldine a danno degli investitori, che formano oggetto di segnalazione all'Autorità Giudiziaria e si caratterizzano non di rado anche per la sussistenza di meccanismi remunerativi di tipo affiliativo-piramidale.

3.2 I provvedimenti

Nel 2018 la Commissione ha adottato 271 iniziative di contrasto all'abusivismo, dato in crescita del 62 per cento circa rispetto all'anno precedente (Tav. 31).

Tav. 31 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		violazione delle disposizioni in materia di intermediari		segnalazione all'Autorità Giudiziaria	totale
	sospensione cautelare ¹	divieto	comunicazione a tutela dei risparmiatori	ordine di cessazione		
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
2018	12	16	9	98	136	271

Fonte: Consob. ¹ Il dato del 2014 include una iniziativa che ha successivamente generato un provvedimento di divieto nel corso del 2015.

In particolare, la Consob ha pubblicato nove comunicazioni a tutela dei risparmiatori (*warning*) e 98 ordini di cessazione riferiti a soggetti che hanno operato 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 28 provvedimenti cautelari e interdittivi, sostanzialmente in linea con il dato degli anni 2016 (26) e 2017 (25).

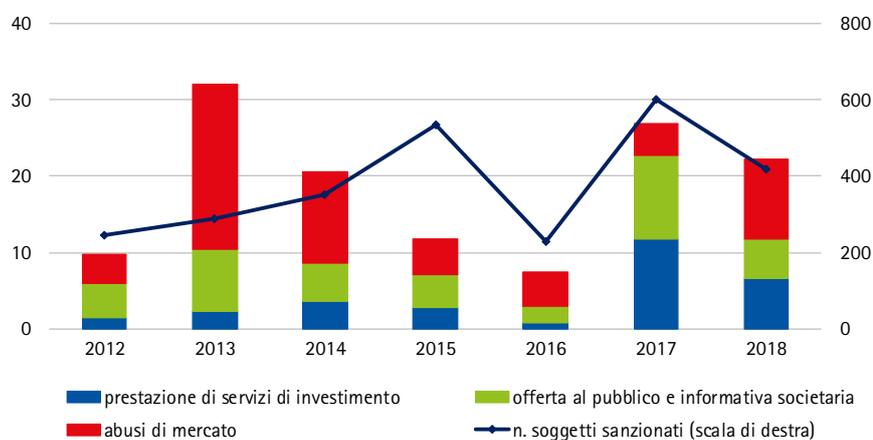
Sono state effettuate inoltre 136 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria (88 nel 2017) sia per ipotesi di prestazione abusiva di servizi e attività di investimento sia per ipotesi di sussistenza di profili di illiceità penale connessi al presunto svolgimento di condotte tese a carpire la buona fede dei risparmiatori.

4 I provvedimenti sanzionatori

Nel 2018 sono stati portati a compimento 172 procedimenti sanzionatori (156 nel 2017), di cui 162 (151 nel 2017) conclusi con l'applicazione di sanzioni nei confronti di 445 soggetti (compresi quelli sanzionati per prestazione non autorizzata di servizi e offerta abusiva o per violazioni della disciplina in materia di *internal dealing*, *short selling* e *crowdfunding*) e i restanti dieci con l'archiviazione.

L'importo complessivo delle sanzioni amministrative pecuniarie applicate è stato pari a circa 23,1 milioni di euro nel 2018 (27,8 milioni nel 2017). Nel corso dell'anno si è registrato un notevole aumento delle sanzioni interdittive accessorie, pari a complessivi 879 mesi (209 mesi nel 2017) e del controvalore dei beni oggetto di confisca, pari a circa 9,7 milioni di euro (1,9 milioni nel 2017; Fig. 15).

Fig. 15 Sanzioni pecuniarie irrogate dalla Consob
(milioni di euro)



Fonte: Consob. I dati includono i provvedimenti cautelari nei confronti dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede sino al 30 novembre 2018, data in cui le relative competenze sono state trasferite in capo all'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei Consulenti Finanziari a seguito della delibera Consob 20704 del 15 novembre 2018. Il numero di soggetti sanzionati e le sanzioni pecuniarie irrogate non includono i casi di offerta abusiva, *internal dealing*, *short selling*, *transaction reporting* e *crowdfunding*.

Otto procedimenti si sono estinti anticipatamente, stante il ricorso dei soggetti interessati alla facoltà del pagamento in misura ridotta per un importo complessivo pari a 170 mila euro.

Merita rilevare che rispetto all'anno precedente hanno trovato maggiore applicazione le nuove disposizioni introdotte dal decreto legislativo 72/2015 – che recepisce la Direttiva 2013/36/UE (CRD IV) – applicabili ai fatti illeciti posti in essere dopo l'8 marzo 2016. Nel 2018, infatti, degli 85 provvedimenti complessivamente adottati (relativi alla disciplina in materia di mercati, intermediari o emittenti) nei confronti di società e relativi esponenti aziendali, la nuova normativa ha trovato applicazione in 33 casi.

4.1 I provvedimenti in materia di abusi di mercato

Nel 2018 i provvedimenti sanzionatori per violazioni in materia di abusi di mercato sono stati in totale 11 (sei nel 2017), di cui sette concernenti fattispecie di abuso di informazioni privilegiate e quattro di manipolazione del mercato (Tav. 32).

A fronte di ciò, sono state complessivamente applicate sanzioni pecuniarie pari a 10,4 milioni di euro (4 milioni nel 2017) nei confronti di 51 persone fisiche e due persone giuridiche (tali enti sono stati sanzionati sia ai sensi del 187-*quinquies* del Tuf, per complessivi 920 mila euro, sia in qualità di responsabili in solido), oltre a quattro enti in qualità di responsabili in solido con gli autori delle violazioni.

Nei confronti delle persone fisiche è stata applicata anche la sanzione accessoria obbligatoria di cui all'art. 187-*quater*, del Tuf per complessivi 492 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 circa 9,6 milioni di euro.

In particolare, nell'ambito di un procedimento sanzionatorio avviato per violazioni in materia di *insider trading*, la Commissione ha sanzionato 21 persone fisiche per un importo totale pari a 4,2 milioni di euro. Tale provvedimento ha comportato anche la confisca per un importo pari a 4,8 milioni di euro nonché la sanzione accessoria per complessivi 45 mesi. Il procedimento sanzionatorio ha avuto ad oggetto gli acquisti posti in essere da un gruppo di investitori tra loro collegati che hanno condiviso una informazione di natura privilegiata relativa a un titolo azionario quotato sul Mercato Telematico Azionario di Borsa Italiana.

Tav. 32 Provvedimenti sanzionatori per violazioni di norme in materia di abusi di mercato
(valori monetari in milioni di euro)

	numero casi	numero soggetti sanzionati ¹	importo sanzioni	importo confische	numero soggetti interessati da pene accessorie	pene accessorie (mesi)
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	6	16	4,0	1,2	12	112
2018						
<i>insider trading</i>	7	33	6,9	9,4	33	365
manipolazione	4	20	3,5	0,2	18	127
<i>totale</i>	<i>11</i>	<i>53</i>	<i>10,4</i>	<i>9,6</i>	<i>51</i>	<i>492</i>

Fonte: Consob. L'*insider trading* è sanzionato ai sensi degli art. 187-bis, quater, quinquies e sexies del Tuf; la manipolazione è sanzionata ai sensi degli art. 187-ter, quater, quinquies e sexies del Tuf. ¹ 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 del 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 del 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 del Tuf (otto persone fisiche) e 187-quinquies del Tuf (tre persone giuridiche). Il dato del 2017 comprende i soggetti sanzionati ai sensi degli artt. 187-bis, 187-ter del Tuf (13 persone fisiche) e 187-quinquies del Tuf (tre persone giuridiche); non è incluso un soggetto nei confronti del quale la sanzione è stata applicata in qualità di responsabile in solido. Il dato del 2018 comprende i soggetti sanzionati ai sensi degli artt. 187-bis, 187-ter del Tuf (51 persone fisiche) e 187-quinquies (due persone giuridiche); non sono inclusi i soggetti nei confronti dei quali la sanzione è stata applicata in qualità di responsabile in solido.

4.2 I provvedimenti relativi a intermediari e consulenti finanziari

Nel corso del 2018, i provvedimenti sanzionatori adottati 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 sono stati in totale 13 (15 nel 2017; Tav. 33).

I provvedimenti hanno riguardato nove banche, due Sgr e due Sim. Le relative sanzioni pecuniarie, pari nel complesso a circa 6,6 milioni di euro, sono state comminate nei confronti di 175 esponenti aziendali (11,8 milioni di euro a 282 soggetti nel 2017). In un caso, nei confronti degli esponenti aziendali della società, sono state applicate anche le sanzioni amministrative accessorie dell'interdizione (da un minimo di 12 a un massimo di 30 mesi) per un ammontare complessivo di 273 mesi.

Tav. 33 Sanzioni pecuniarie irrogate nei confronti di intermediari mobiliari
(valori monetari in milioni di euro)

	numero intermediari coinvolti ¹				numero esponenti sanzionati				importo delle sanzioni			
	banche	Sim	Sgr	<i>totale</i>	banche	Sim	Sgr	<i>totale</i>	banche	Sim	Sgr	<i>totale</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>
2018	9	2	2	<i>13</i>	154	1	20	<i>175</i>	4,2	0,2	2,2	<i>6,6</i>

Fonte: Consob. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ¹ 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, nell'anno 2018 sono stati adottati complessivamente 78 provvedimenti sanzionatori (52 nel 2017), di cui 64 radiazioni dall'albo e 14 sospensioni a tempo determinato (da un minimo di un mese a un massimo di quattro mesi). Sono state altresì inoltrate 71 comunicazioni all'Autorità Giudiziaria inerenti ipotesi penalmente rilevanti emerse nel corso delle istruttorie svolte (a fronte delle 85 del 2017).

Per quanto attiene ai provvedimenti di natura cautelare nei confronti dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, nel corso del 2018 (e, precisamente, sino al 30 novembre 2018, data in cui le relative competenze sono state trasferite in capo all'OCF a seguito della delibera Consob 20704 del 15 novembre 2018; per ulteriori dettagli si veda il precedente Capitolo IV 'La vigilanza sugli intermediari') l'Istituto ha adottato 42 provvedimenti di sospensione cautelare dall'esercizio dell'attività (a fronte dei 54 adottati nell'anno precedente; Tav. 34).

Tav. 34 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 ¹	
2012	--	70	14	1	<i>85</i>	0,35	32	38
2013	--	44	18	1	<i>63</i>	0,27	20	27
2014	--	37	22	9	<i>68</i>	0,31	39	67
2015	--	83	39	--	<i>122</i>	0,42	30	76
2016	2	38	39	2	<i>81</i>	0,27	19	55
2017	1	28	23	--	<i>52</i>	0,29	54	85
2018	--	64	14	--	<i>78</i>	0,34	42	71

Fonte: Consob. ¹ Si riportano i dati relativi ai provvedimenti di natura cautelare nei confronti dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede sino al 30 novembre 2018, data in cui le relative competenze sono state trasferite in capo all'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei Consulenti Finanziari a seguito della delibera Consob 20704 del 15 novembre 2018.

Si tratta di 24 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 18 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 2018 sono stati adottati 21 provvedimenti sanzionatori che hanno comportato l'applicazione di sanzioni pecuniarie per complessivi 648 mila euro.

4.3 I provvedimenti relativi agli emittenti

Nel 2018 la Commissione ha assunto 33 provvedimenti sanzionatori concernenti violazioni in materia di emittenti e informativa al pubblico (48 nel 2017), oltre a tre provvedimenti in materia di *internal dealing*. Le relative sanzioni pecuniarie sono state pari complessivamente a 5,2 milioni di euro (11 milioni di euro nel 2017; Tav. 35).

Tav. 35 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 ¹							numero soggetti sanzionati							importo delle sanzioni ¹						
	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>
2012	5	4	18	17	5	5	54	12	10	18	25	4	14	83	0,9	0,4	0,8	1,3	0,1	0,9	4,4
2013	10	4	11	8	1	4	38	18	4	11	26	1	18	78	1,8	0,6	1,1	0,6	..	4,1	8,2
2014	6	--	12	9	5	8	40	53	--	13	9 ²	9	38	122	2,1	--	0,3	0,5	1,0	1,1	4,9
2015	5	--	24	4	3	12	48	22	--	24	4 ³	3	74	127	0,6	--	0,3	0,1	0,5	2,8	4,3
2016	3	--	10	1	6	4	24	4	--	10	1	6	12	33	0,2	--	0,3	..	1	0,5	2,1
2017	18	--	16	5	5	4	48	160	--	16	5	5	11	197	7,8	--	1,9	0,4	0,6	0,3	11,0
2018	21	1	1	1	6	3	33	50	1	1	4	6	8	70	3,3	...	0,2	0,3	1,1	0,3	5,2

Fonte: Consob. La mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ¹ 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.

Per quanto concerne le violazioni in materia di informativa societaria è stato adottato un provvedimento sanzionatorio e applicata una sanzione pecuniaria pari a 170 mila euro nei confronti di un ente.

Sono stati altresì adottati sei provvedimenti sanzionatori nei confronti di società di revisione, di cui due hanno riguardato la violazione delle disposizioni volte alla prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo e quattro hanno riguardato i lavori di revisione sul bilancio di esercizio e consolidato di tre istituti di credito e di una società. Nel complesso sono state applicate, nei confronti delle sei società di revisione, sanzioni pecuniarie per circa 1,1 milione di euro.

In materia di offerta al pubblico e connesse attività pubblicitarie, sono stati adottati 22 provvedimenti sanzionatori, che hanno comportato l'applicazione di sanzioni pecuniarie per un importo pari a circa 3,3 milioni di euro. Nei confronti di 24 esponenti aziendali è stata altresì applicata la sanzione accessoria dell'interdizione temporanea per un periodo complessivo di 114 mesi.

Tre provvedimenti sono stati adottati per violazione dei doveri di vigilanza gravanti sui membri degli organi di controllo di società quotate ex art. 149 del Tuf e hanno riguardato otto soggetti nei confronti dei quali sono state applicate sanzioni pecuniarie per complessivi 289 mila euro.

In materia di patti parasociali, è stato adottato, nei confronti di due enti, un provvedimento per violazione dell'art. 122, comma 1, del Tuf che ha comportato l'applicazione di una sanzione pecuniaria complessiva pari a 330 mila euro.

Nel 2018 sono stati inoltre adottati tre provvedimenti sanzionatori per violazioni in materia di *internal dealing*, che hanno comportato l'applicazione di sanzioni pari a 65 mila euro.

È stato altresì adottato per la prima volta un provvedimento sanzionatorio in materia di *crowdfunding* nei confronti di una società che svolge attività di gestione di un portale per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese, con l'applicazione di una sanzione pari a 12 mila euro. Infine, in materia di vendite allo scoperto, sono stati adottati due provvedimenti sanzionatori per violazione del Regolamento (UE) n. 236/2012 con applicazione di sanzioni pecuniarie pari a 185 mila euro; in un caso è stata disposta la confisca per un importo pari a circa 152 mila euro.

1 Il recepimento delle direttive europee e l'attività regolamentare

L'anno 2018 ha visto la Consob impegnata sia nel processo di produzione normativa a livello primario, nell'ambito della consueta attività di supporto al Ministero dell'Economia e delle Finanze, sia nella predisposizione della regolamentazione secondaria.

Nel 2018, ha avuto un ruolo centrale il completamento del processo di adeguamento dell'ordinamento nazionale, tramite il d.lgs. 10 agosto 2018, n. 107, alle disposizioni del Regolamento (UE) n. 596/2014, relativo agli abusi di mercato (Market Abuse Regulation - MAR), entrato in applicazione dal 3 luglio 2016.

Il decreto legislativo ha modificato le disposizioni concernenti il ruolo della Consob, rafforzandone i poteri di indagine ed estendendo l'applicazione della vigilanza informativa anche nei confronti degli emittenti i cui strumenti finanziari sono negoziati su un sistema multilaterale di negoziazione o su un sistema organizzato di negoziazione italiano, in linea con le estensioni del perimetro applicativo operate dal suddetto regolamento.

Il legislatore ha confermato il regime sanzionatorio 'a doppio binario' previsto dal Tuf in materia di abusi di mercato, pur consentendo all'Autorità Giudiziaria o alla Consob di tenere conto reciprocamente delle misure punitive già irrogate in relazione al medesimo fatto illecito. È stata altresì oggetto di revisione la disciplina della confisca amministrativa, circoscritta al prodotto o al profitto delle violazioni del Regolamento MAR anche diverse dall'abuso di informazioni privilegiate, comunicazione illecita o manipolazione. Infine, il decreto legislativo ha apportato le modifiche di coordinamento delle disposizioni del Tuf nelle aree in cui si è reso necessario.

Con l'adozione della delibera 19925 del 22 marzo 2017, la Consob aveva già adeguato al nuovo quadro normativo sugli abusi di mercato i propri regolamenti in materia di emittenti, mercati e operazioni con parti correlate. I regolamenti dunque risultano coerenti con le modifiche apportate al Tuf dal citato decreto legislativo.

La Consob ha fornito il proprio supporto tecnico anche in sede di emanazione del d.lgs. 21 maggio 2018, n. 68, di attuazione della Direttiva (UE) 2016/97, relativa alla distribuzione assicurativa.

Il decreto legislativo ha modificato il Tuf eliminando all'art. 1 la definizione di 'prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione' (ossia i prodotti di ramo III e V). Tale definizione non risultava più attuale, riferendosi a un sottoinsieme di prodotti rientranti nella nuova nozione europea di prodotti di investimento assicurativi (*insurance based investment products* - Ibip), già introdotta nell'ordinamento nazionale in fase di adeguamento al Regolamento PRIIPs. Sono state individuate le competenze di vigilanza e regolamentari della Consob in materia di distribuzione di tutti i prodotti di investimento assicurativi.

I profili connessi agli obblighi informativi e alle norme di comportamento da osservare nella distribuzione dei prodotti di investimento assicurativi hanno formato oggetto nel corso del 2018 di un approfondimento congiunto con l'Ivass, volto a garantire l'emanazione da parte delle due Autorità interessate di una disciplina secondaria uniforme, a prescindere dal canale distributivo utilizzato. L'attività di coordinamento tra le due Autorità ha portato, per quanto riguarda la Consob, all'adozione della delibera 20710 del 21 novembre 2018, con la quale è stato modificato il Regolamento Emittenti, eliminando la disciplina sull'offerta al pubblico concernente i prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione e quindi l'obbligo di pubblicare per tali prodotti un prospetto d'offerta redatto secondo gli Schemi 5, 6 e 7 (rispettivamente per *unit linked*, *index linked* e prodotti di capitalizzazione) dell'Allegato 1B al Regolamento Emittenti.

A seguito di tali modifiche, la documentazione precontrattuale da rendere disponibile all'investitore dal 1° gennaio 2019 è stata uniformata per tutti gli Ibip, trovando applicazione la normativa prevista nel nuovo art. 185 del d.lgs. 7 settembre 2005, n. 209 (Codice delle assicurazioni private - CAP) e la relativa disciplina di attuazione dettata dall'Ivass (Regolamento n. 41/2018). L'informativa si basa su due documenti: il KID, disciplinato dal Regolamento PRIIPs, che illustra gli elementi chiave del prodotto, e il Documento informativo precontrattuale aggiuntivo predisposto dall'Ivass.

La Consob ha contribuito alla predisposizione del d.lgs. 13 febbraio 2019, n. 19, recante le modifiche della normativa nazionale per l'adeguamento alle disposizioni del Regolamento (UE) 2016/1011, che disciplina gli indici usati come riferimento negli strumenti finanziari, nei contratti finanziari o per misurare la *performance* di fondi di investimento (cosiddetto Regolamento Benchmark), nonché del Regolamento (UE) 2015/2365, sulla trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli e del riutilizzo (Securities Financing Transactions Regulation - SFTR).

Il Regolamento Benchmark disciplina le attività di produzione di *benchmark* (o indici finanziari) e di contribuzione di dati di input per la determinazione di *benchmark*, nonché l'utilizzo di *benchmark* nel territorio

dell'Unione da parte di soggetti vigilati nello svolgimento delle proprie attività.

Il decreto ha individuato la Consob quale autorità nazionale competente a vigilare sugli amministratori di indici di riferimento nonché sui contributori di dati; in relazione alla vigilanza su questi ultimi, considerando la rilevanza di alcuni indici di riferimento per la stabilità finanziaria, la Consob è stata affiancata dalla Banca d'Italia ai fini della partecipazione ai collegi di autorità. La vigilanza sugli utilizzatori di indici di riferimento è stata ripartita tra Consob, Banca d'Italia, Covip e Ivass, ciascuna per il settore di propria competenza.

Il Regolamento SFTR intende realizzare un quadro giuridico armonizzato in tema di trasparenza nell'uso delle operazioni di finanziamento tramite titoli, in quanto operazioni che hanno luogo al di fuori del sistema bancario regolamentato, in settori in cui si svolge un'intermediazione creditizia analoga a quella bancaria (cosiddetto sistema bancario ombra), foriera di rischi e fenomeni di interconnessione fra mercati analoghi.

In via generale, l'SFTR introduce nel sistema finanziario tre fondamentali principi: l'obbligo per le controparti finanziarie e non finanziarie delle operazioni di finanziamento tramite titoli di trasmettere le informazioni relative a tali operazioni a un repertorio centrale di dati sulle negoziazioni; obblighi di trasparenza per i fondi di investimento verso gli investitori, nelle relazioni periodiche e nei documenti precontrattuali, in merito all'utilizzo delle operazioni di finanziamento tramite titoli e di *total return swap*; la trasparenza del riutilizzo di strumenti finanziari ricevuti nell'ambito di un contratto di garanzia.

Con riguardo all'adeguamento della normativa nazionale all'SFTR, il decreto è intervenuto sulle disposizioni introdotte ad esito degli adattamenti richiesti nell'ordinamento domestico dal Regolamento (UE) n. 648/2012 (EMIR). Con riguardo ai nuovi obblighi prescritti dall'SFTR, in linea con il riparto dei compiti istituzionali definito con l'implementazione di EMIR, Banca d'Italia, Consob, Ivass e Covip hanno competenza sui soggetti dalle stesse vigilati, mentre la Consob risulta l'autorità competente nei confronti delle controparti non finanziarie non sottoposte alla vigilanza di altra autorità.

Il decreto ha quindi recepito nel Tuf l'apparato sanzionatorio previsto dai due Regolamenti europei, prevedendo anche sanzioni amministrative alternative alla sanzione pecuniaria.

La Consob ha fornito, inoltre, il proprio supporto tecnico al MEF in sede di predisposizione dello schema di decreto per l'attuazione della Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2017, che modifica la Direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate (Shareholder Rights Directive).

La Direttiva è volta a favorire un più consapevole e stabile coinvolgimento degli azionisti nel governo societario e a semplificare l'esercizio dei relativi diritti. Al fine di perseguire tali obiettivi, viene conferito alle società il diritto di identificare i propri azionisti e vengono introdotti nuovi presidi normativi per assicurare che gli intermediari agevolino l'esercizio dei diritti da parte dell'azionista, ivi compreso il diritto di partecipare e votare nelle assemblee generali. Viene inoltre richiesta a investitori istituzionali e gestori di attivi maggiore trasparenza sulla propria politica di impegno nelle società partecipate e sulla politica di investimento. Vengono infine dettati presidi informativi e procedurali relativi alla politica di remunerazione degli amministratori e alle operazioni con parti correlate.

Nel corso del 2018 la Consob ha adottato le modifiche del Regolamento in materia di emittenti, al fine di esercitare la facoltà, prevista dal Regolamento (UE) 2017/1129, concernente l'individuazione della soglia, compresa tra un milione e otto milioni di euro, al di sotto della quale le offerte pubbliche di vendita o sottoscrizione sono esentate dall'obbligo di pubblicazione di un prospetto.

Il Regolamento (UE) 2017/1129 relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato (Regolamento Prospetto) è entrato in vigore il 20 luglio 2017. Le relative disposizioni entreranno in vigore dal 21 luglio 2019. Tuttavia, alcune disposizioni sono divenute applicabili a decorrere dalla sua entrata in vigore (come quelle relative all'esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto nel caso di ammissione a negoziazione), mentre quelle che conferiscono agli Stati membri la facoltà di esentare dalla pubblicazione di un prospetto le offerte di controvalore inferiore a una soglia predeterminata si applicano dal 21 luglio 2018.

Tra le varie opzioni di intervento sottoposte al mercato, sulla base delle deleghe regolamentari attribuite dal Tuf, si è ritenuto di prevedere l'innalzamento della soglia prevista dal Regolamento Emittenti per l'obbligo di prospetto da cinque a otto milioni di euro. Ciò in un'ottica di semplificazione del quadro normativo e di proporzionalità degli adempimenti per i soggetti interessati. Tale modifica ha consentito di sfruttare al massimo la flessibilità prevista dal Regolamento Prospetto, con un positivo impatto sulla riduzione dei costi di accesso al mercato dei capitali per le piccole e medie imprese, senza determinare una significativa riduzione del grado di tutela per gli azionisti oblati, tenuto conto sia del ridotto numero di offerte interessate dalla modifica sia dei nuovi strumenti di tutela degli investitori recentemente introdotti dalla normativa MiFID e attivabili anche in assenza della pubblicazione di un prospetto.

Con il medesimo intervento è stato codificato nel Regolamento Emittenti e nei relativi allegati il contenuto della comunicazione Consob 13028158 del 4 aprile 2013, prevedendo l'inclusione nella relazione redatta dal consiglio di amministrazione degli emittenti quotati in occasione della deliberazione dell'aumento di capitale, di una serie di informazioni relative agli effetti dell'operazione sul profilo economico-finanziario della società.

Con delibera 20267 del 18 gennaio 2018, la Consob ha adottato il Regolamento di attuazione del d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, relativo alla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario.

Il citato decreto legislativo, di recepimento della Direttiva 2014/95/UE che ha modificato la Direttiva 2013/34/UE (cosiddetta Direttiva Accounting), ha introdotto, per gli enti di interesse pubblico (EIP) di grandi dimensioni, l'obbligo di presentare una dichiarazione non finanziaria (DNF) 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 ha previsto 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 DNF; le eventuali ulteriori modalità di pubblicazione della DNF rispetto al registro delle imprese e le necessarie informazioni modificative o integrative richieste dalla Consob in caso di dichiarazione incompleta o non conforme; le modalità e i termini per il controllo sulle DNF; i principi di comportamento e le modalità di svolgimento dell'incarico di verifica della conformità delle informazioni da parte dei revisori.

Il Regolamento emanato dalla Consob prevede un regime diversificato di pubblicazione e trasmissione diretta della DNF, a seconda che la società che la redige sia o meno quotata in un mercato regolamentato o abbia strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante.

In particolare, al fine di contenere gli oneri gravanti sulle imprese, è previsto che le società quotate e gli emittenti strumenti finanziari diffusi 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 sul proprio sito internet al fine di garantire un più facile accesso a tutti gli *stakeholder* interessati.

Per quanto riguarda la verifica di conformità della DNF effettuata dal revisore legale, le imprese potranno scegliere fra due forme di attestazione (*limited assurance* e *reasonable assurance*), connotate da livelli crescenti di approfondimento. Con riguardo alle modalità e ai termini per il controllo effettuato dalla Consob, in analogia con quanto avviene per l'informativa finanziaria, è previsto che la vigilanza sulle dichiarazioni avvenga su base campionaria valorizzando le segnalazioni dei sindaci, dei revisori e degli altri *stakeholders*.

Nel mese di febbraio 2018 è stata completata l'attività di trasposizione nell'ordinamento domestico della Direttiva 2014/65/UE (MiFID II), e di adeguamento alle disposizioni del Regolamento (UE) n. 600/2014 (MiFIR), nell'area della prestazione dei servizi di investimento, con l'emanazione del nuovo Regolamento Intermediari (adottato con delibera 20307 del 15 febbraio 2018) e la contestuale abrogazione del precedente Regolamento, adottato con delibera 16190 del 29 ottobre 2007.

Il Regolamento, ad esito dell'ampia consultazione svolta con il mercato, contiene: le disposizioni per la tutela degli investitori, inclusi i requisiti di conoscenza e competenza richiesti al personale degli intermediari che fornisce informazioni o

consulenza ai clienti degli stessi (coerentemente con le *'Guidelines for the assessment of knowledge and competence'* pubblicate dall'ESMA a fine 2015); le procedure di autorizzazione delle Sim, l'ingresso in Italia delle imprese di investimento UE ed extra-UE e la disciplina di derivazione MiFID II applicabile ai gestori; la nuova disciplina dell'attività dei consulenti finanziari nonché, in attuazione di quanto disposto dalla Legge di stabilità per il 2016, dei nuovi poteri di vigilanza e sanzionatori in capo all'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari (OCF). Nell'ambito del processo di recepimento della suddetta normativa europea è stata altresì portata a compimento la radicale riforma in materia di consulenti finanziari che ha comportato il passaggio dalla Consob all'OCF delle funzioni di vigilanza e sanzionatorie sulle tre categorie di consulenti finanziari previste, ovvero consulenti abilitati all'offerta fuori sede, consulenti finanziari autonomi e società di consulenza finanziaria (per ulteriori dettagli si veda il precedente Capitolo IV 'La vigilanza sugli intermediari').

Tenendo anche conto della diretta applicabilità nell'ordinamento nazionale del Regolamento delegato (UE) 2017/565, sono state adeguate le disposizioni concernenti le regole di trasparenza e correttezza nella prestazione dei servizi di investimento e nell'offerta di depositi strutturati. Insieme all'adozione del nuovo Regolamento intermediari, è stata stipulata dalla Consob e dalla Banca d'Italia una integrazione al precedente protocollo d'intesa del 2007 (protocollo d'intesa del 15 febbraio 2018), per il coordinamento delle rispettive funzioni di regolamentazione e vigilanza in materia di gestione dei conflitti di interesse potenzialmente pregiudizievoli per i clienti.

Con la riforma dei Regolamenti in materia di intermediari, mercati ed *equity crowdfunding*, è stata contestualmente data attuazione alla disposizione di cui all'articolo 4-*undecies*, comma 4, del Tuf, recante la disciplina dei sistemi di segnalazione delle violazioni nel settore finanziario (*'whistleblowing'* interno).

Con il recepimento della Direttiva MiFID II è stata introdotta nel Tuf una disciplina unitaria dei sistemi di segnalazione delle violazioni nel settore finanziario. L'ambito di applicazione soggettivo 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), per la segnalazione delle violazioni per tutte le attività regolamentate da essi svolte. Le disposizioni regolamentari disciplinano gli aspetti di natura procedurale e organizzativa che i citati soggetti devono adottare per consentire al proprio personale di segnalare gli atti o fatti che possano costituire un illecito. È stata definita una disciplina regolamentare che individua requisiti minimi ed essenziali, lasciando agli operatori ampi margini di autonomia per scegliere – in linea con il principio di proporzionalità – le soluzioni tecniche e organizzative più idonee ed efficaci in base alle caratteristiche della propria struttura organizzativa e delle attività effettivamente svolte. Tale opzione è volta a stimolare

l'autoregolamentazione del settore da parte degli operatori, favorendo lo sviluppo delle *best practices* nell'impianto dei sistemi interni di segnalazione.

Con delibera 20570 del 4 settembre 2018, la Consob ha adottato il nuovo Regolamento recante le disposizioni di attuazione del d.lgs. 231/2007, per i revisori legali e le società di revisione con incarichi di revisione su enti di interesse pubblico o su enti sottoposti a regime intermedio, nella materia della prevenzione e del contrasto dell'uso del sistema economico e finanziario a scopo di riciclaggio e finanziamento del terrorismo.

Le disposizioni regolamentari adottate dalla Consob accorpano la disciplina degli obblighi di adeguata verifica della clientela in materia di antiriciclaggio e sostituiscono la delibera Consob 18802/2014, includendo anche disposizioni in tema di registrazione applicabili ai revisori, prima contenute nel Provvedimento della Banca d'Italia del 3 aprile 2013.

2 Ulteriori interventi regolamentari

Con delibera 20621 del 10 ottobre 2018, sono state emanate le disposizioni attuative della definizione di emittenti azioni quotate PMI, contenuta nel Tuf, ed è stata effettuata una revisione della disciplina applicabile agli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante.

La definizione di emittenti azioni quotate PMI di cui all'articolo 1, comma 1, lett. *w-quater.1*), del Tuf è stata originariamente introdotta dall'articolo 20 (Misure di semplificazione a favore della quotazione delle imprese e misure contabili) del decreto legge 24 giugno 2014, n. 91 (cosiddetto 'decreto competitività'), e successivamente è stata modificata dal d.lgs. 15 febbraio 2016, n. 25 (di recepimento della Direttiva Transparency). In particolare, il legislatore nazionale ha introdotto un regime normativo più flessibile (rispetto a quello che regola la generalità delle società quotate) per gli emittenti aventi 'un fatturato fino a 300 milioni di euro, ovvero una capitalizzazione inferiore ai 500 milioni di euro'.

Le modifiche al Regolamento Emittenti hanno riguardato i criteri di calcolo della capitalizzazione e del fatturato, gli adempimenti informativi cui sono tenuti gli emittenti in relazione all'acquisto ovvero alla perdita della qualifica di PMI, nonché le modalità di pubblicazione dell'elenco delle PMI.

Con riguardo alla disciplina degli emittenti strumenti finanziari diffusi, le modifiche hanno avuto ad oggetto i criteri di inclusione nella categoria di emittente diffuso, anche riferiti a particolari tipologie di società (quali quelle, *inter alia*, ammesse a una procedura concorsuale), nonché le modalità di aggiornamento dell'elenco degli emittenti strumenti finanziari diffusi, tenuto dalla Consob.

Con il medesimo intervento, inoltre, sono state riviste le modalità di adempimento degli obblighi informativi, anche alla luce delle novità introdotte dal

decreto MAR, che in sede di modifica dell'art. 116 del Tuf, ha previsto in capo agli emittenti diffusi un obbligo di informazione verso il pubblico dei «[...] fatti non di pubblico dominio concernenti direttamente detti emittenti e che, se resi pubblici, potrebbero avere un effetto significativo sul valore degli strumenti finanziari di propria emissione».

Sempre in tema di *market abuse*, in data 21 settembre 2018 la Consob ha pubblicato un documento di consultazione sulle proposte di modifica o cessazione delle tre prassi di mercato ammesse (AMP) – attualmente vigenti in via transitoria ai sensi dell'articolo 13, paragrafo 11, del regolamento MAR – in modo da renderle coerenti con il nuovo quadro regolamentare europeo e nazionale derivante dal MAR, dal relativo regolamento delegato (UE) 2016/908 e dal d.lgs. 107/2018.

Tra il 2009 e il 2012 la Consob aveva ammesso tre AMP, relative, rispettivamente, all'attività di sostegno della liquidità del mercato, all'acquisto di azioni proprie per la costituzione di un cosiddetto 'magazzino' titoli e al riacquisto di prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate.

In particolare, con riferimento alla prima prassi, la Consob ha proposto diverse modifiche che, oltre a renderla conforme al nuovo quadro normativo, hanno tenuto conto delle osservazioni contenute nei *'Points for convergence in relation to MAR accepted market practices on liquidity contracts'* pubblicati dall'ESMA e della necessità di venire incontro alle esigenze degli emittenti, specie PMI, come suggerito dalla recente proposta della Commissione europea del 24 maggio 2018 per la revisione di MAR. Le proposte di modifica seguono peraltro analoghi provvedimenti adottati da altre autorità europee. In Spagna e Portogallo le AMP relative ai contratti di liquidità sono state modificate nel corso del 2016 e 2017, mentre in Francia la nuova AMP si applica dal 1° gennaio 2019.

Con riguardo alle altre due prassi, la Consob ha invece proposto la possibilità di farle cessare, alla luce degli approfondimenti effettuati nell'ambito del *Market Integrity Standing Committee* (MISC), permanentemente costituito in seno all'ESMA e delegato, tra l'altro, a occuparsi dei temi relativi alle AMP, che ha espresso alcune preoccupazioni rispetto alla tutela dell'integrità dei mercati e alla coerenza con il nuovo quadro regolamentare europeo.

In data 13 agosto 2018 si è concluso l'iter di emanazione del nuovo provvedimento unico sul *post-trading* della Consob e della Banca d'Italia, recante la disciplina delle controparti centrali, dei depositari centrali e dell'attività di gestione accentrata, che ha sostituito il provvedimento del 22 febbraio 2008.

L'intervento normativo si è reso necessario ad esito dell'adozione del d.lgs. 12 agosto 2016, n. 176 di adeguamento della normativa nazionale al Regolamento (UE) n. 909/2014, relativo al miglioramento del regolamento titoli nell'Unione europea e ai depositari centrali di titoli (CSDR), e di completamento dell'adeguamento alle previsioni del Regolamento (UE) n. 648/2012 sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di

dati sulle negoziazioni (EMIR), che ha realizzato nel Tuf un riordino organico della disciplina del *post-trading*.

La Consob e la Banca d'Italia hanno infatti provveduto a conformare la fonte secondaria al mutato quadro legislativo di riferimento risultante dall'avvento dei menzionati atti europei e dalla conseguente revisione del Tuf, procedendo a un'integrale riscrittura dell'atto normativo. Nel nuovo testo regolamentare sono confluite le disposizioni del provvedimento del 2008 in linea con la disciplina dettata da EMIR, CSDR e dalla regolamentazione europea di secondo livello, o comunque non modificate dall'applicazione dei predetti atti normativi.

In via generale, nel nuovo provvedimento sono state riprodotte sia la disciplina della gestione accentrata contenuta nel previgente provvedimento, sebbene con alcuni adattamenti richiesti dalla normativa europea e dalle modifiche apportate al Tuf, sia le disposizioni attuative del d.lgs. 210/2001 (che implementa la Direttiva 98/26/CE concernente il carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli) in materia di definitività degli ordini di trasferimento titoli.

Inoltre sono state esercitate le rinnovate potestà regolamentari conferite alle Autorità, in particolare relative alla disciplina delle modalità di esercizio dei poteri di vigilanza informativa sulle controparti centrali e sui depositari centrali.

In continuità con il precedente regime, è stata riproposta la struttura del provvedimento 'unico', recante al suo interno disposizioni adottate in esercizio di competenze normative riservate a ciascuna delle due Autorità, ad esito del rilascio di intese reciproche, con il precipuo intento di fornire ai soggetti interessati una cornice normativa unitaria e semplificata in materia di *post-trading*.

1 L'attività di educazione finanziaria

Le conoscenze finanziarie dei cittadini italiani rimangono inadeguate, come conferma il Rapporto Consob sulle scelte di investimento delle famiglie per il 2018. Basse competenze finanziarie possono rendere risparmiatori e investitori vulnerabili rispetto alla complessità delle scelte che sono quotidianamente chiamati a compiere.

In dettaglio, poco più della metà del campione degli intervistati sembra conoscere concetti di base quali inflazione, *trade-off* rischio-rendimento e diversificazione di portafoglio, mentre meno del 20 per cento conosce nozioni avanzate come il rischio di titoli quotati e la relazione prezzo-interesse delle obbligazioni.

Tali dati sottolineano la necessità di intervenire in maniera strutturata per l'innalzamento della cultura e della qualità delle decisioni finanziarie dei risparmiatori. Le attività di educazione finanziaria realizzate nel 2018 confermano l'impegno assunto dalla Consob in questo ambito.

In linea con gli indirizzi strategici adottati dal Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria (di seguito Comitato nazionale), la Consob ha lavorato per costituire una infrastruttura di servizi stabile, sostenibile e replicabile. L'Istituto si è dedicato, in particolare, alla formazione dei formatori (quali i docenti delle scuole) e alla realizzazione di moduli didattici flessibili e adattabili alle esigenze dei destinatari. È stato inoltre potenziato l'approccio *evidence based*, che parte dalle analisi dei comportamenti e dalla ricerca interdisciplinare per la definizione di contenuti destinati a fasce differenziate della popolazione e strumenti didattici non tradizionali (quali lo spettacolo teatrale e i giochi interattivi). Secondo una logica quanto più possibile inclusiva, infine, l'Istituto è impegnato nel costante ampliamento e articolazione del perimetro delle attività formative e dei soggetti coinvolti, sia come promotori sia come destinatari.

Nel corso del 2018, in particolare, si sono tenute la seconda edizione della Settimana Mondiale dell'Investitore (WIW 2018), promossa dalla IOSCO e coordinata in Italia dalla Consob, e la prima edizione del Mese dell'Educazione Finanziaria, evento promosso dal Comitato nazionale, di cui la WIW è parte integrante.

Nel corso della Settimana sono state organizzate più di 80 iniziative che hanno coinvolto oltre 20 Università, più di 30 docenti e più di 50 città italiane. Gli eventi sono stati rivolti prevalentemente a studenti di scuole superiori e università nonché a particolari categorie di adulti (donne e piccoli imprenditori).

Nell'ambito del Mese dell'educazione finanziaria sono stati organizzati incontri di discussione e analisi presso numerosi atenei, è stata lanciata sul sito istituzionale la nuova versione del gioco di simulazione del percorso di investimento sviluppato con l'Università di Trento ed è stato lanciato il progetto sperimentale 'Finanza in palcoscenico' che, in linea con l'approccio dell'*edutainment*, coniuga formazione e intrattenimento.

Per la prima edizione della 'Finanza in palcoscenico', è stato affrontato il tema delle truffe finanziarie ispirate allo schema Ponzi per veicolare alcuni fondamentali messaggi educativi, attinenti all'inconsistenza di qualsiasi promessa di guadagno facile, alla relazione tra rischio e rendimento di un investimento finanziario e ai comportamenti imitativi e irrazionali che possono scatenare fenomeni come le bolle speculative. Il format dell'iniziativa prevede un monologo teatrale di circa 35 minuti, che nella prima edizione ripercorre la vita del truffatore Charles Ponzi, seguito da una discussione a cura di esponenti della Consob, che illustrano i meccanismi psicologici che possono indurre i risparmiatori a cadere vittima di una truffa e le precauzioni da prendere per evitarlo. L'iniziativa, destinata alle scuole o al pubblico indistinto, è stata portata a Lecce, Roma, Isernia e nel corso del 2019 verrà replicata in numerose altre città tra cui Milano e Salerno.

È stato attivato, infine, il Progetto-pilota per le scuole superiori in collaborazione con l'Ufficio Scolastico Regionale della regione Lombardia.

Obiettivo del Progetto 'Finanza: una storia da raccontare...: dal baratto al bitcoin', è stato quello di 'formare i formatori' (i docenti delle scuole aderenti) e costruire insieme a loro quattro moduli formativi. Ciascun modulo trae spunto dalla rappresentazione di situazioni storicamente verificate (quali, ad esempio, eventi finanziari patologici come bolle speculative e truffe) per sollecitare l'interesse e la curiosità degli studenti verso le connessioni tra economia, finanza, diritto e comportamenti individuali. Il Progetto si avvale di una prospettiva multidisciplinare che consente di studiare l'evento storico significativo richiamando trasversalmente i contenuti dei programmi didattici. La costruzione dei moduli si fonda, inoltre, su un approccio comportamentale, motivazionale ed *evidence based*, che intende agire non solo sulle conoscenze, ma anche su attitudini e abitudini dei discenti, nonché sulle percezioni soggettive alla base della spinta all'apprendimento, tenendo conto delle evidenze raccolte nell'ambito dell'attività di studi e ricerche sperimentali della Consob. All'iniziativa hanno aderito più di 40 Scuole dislocate in dieci province. Alla luce dei risultati ottenuti da questa prima applicazione, il modello formativo potrà essere revisionato ed esteso ad altre scuole sul territorio nazionale.

Il piano delle attività per il triennio 2019-2021 è funzionale a garantire continuità e opportuna estensione a quanto realizzato dall'Istituto negli ultimi anni e riprende le indicazioni di fondo del Programma operativo

del Comitato nazionale, attraverso il quale viene data attuazione alla Strategia nazionale per l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale.

Tale Programma è articolato secondo le quattro direttive principali della Strategia nazionale (promuovere iniziative su vasta scala, costruire un sistema di incentivi, puntare all'eccellenza degli interventi, lavorare insieme e in modo coordinato con altri soggetti pubblici e privati) e raggruppa le principali iniziative per destinatari di riferimento, quali l'intera popolazione, i giovani, gli adulti, alcuni gruppi vulnerabili (donne, anziani, migranti) e i piccoli imprenditori, con l'intento di migliorare le conoscenze e competenze finanziarie, assicurative e previdenziali di base.

Per quanto riguarda gli adulti, l'obiettivo è dare seguito alla collaborazione sul territorio con le Associazioni dei Consumatori nonché espandere le forme di cooperazione orientate a categorie specifiche di adulti (ad esempio, le donne) con attori già operanti su questi segmenti, quali la Global Thinking Foundation e il Museo del Risparmio. Le tematiche di riferimento per gli incontri con gli adulti potranno riguardare la pianificazione finanziaria, il percorso di investimento, le truffe finanziarie e gli strumenti di tutela a disposizione, quali l'applicativo di trasmissione *online* degli esposti e l'Arbitro per le controversie finanziarie.

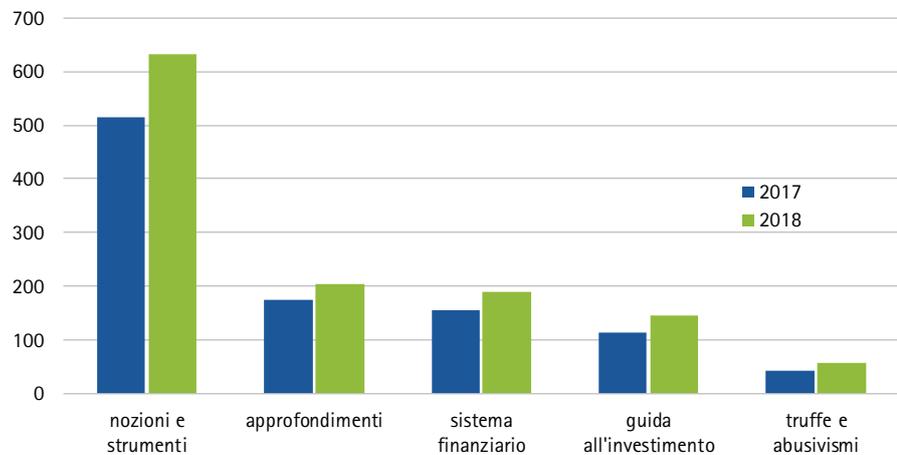
Per la categoria degli imprenditori (principalmente PMI), l'accordo siglato con Unioncamere in data 4 maggio 2017 consente di proseguire con l'organizzazione di alcuni incontri focalizzati su materie di loro interesse, in particolare con riferimento al tema del finanziamento delle PMI all'interno del progetto europeo della Capital Markets Union, alla disciplina dell'*equity crowdfunding*, alle caratteristiche del *lending crowdfunding* e di altri fenomeni attinenti al FinTech nonché all'Arbitro per le controversie finanziarie.

Per il prossimo futuro è previsto lo sviluppo di nuovi moduli e strumenti interattivi per l'educazione digitale e la revisione dei contenuti dell'area del sito Consob dedicata all'educazione finanziaria, che continuerà a costituire un punto di raccolta e consultazione di materiali informativi.

Nel corso del 2018, gli accessi all'area in questione sono stati più di 1,2 milioni, concentrati, in particolare, sulle pagine dedicate a 'Nozioni e strumenti' che ospitano i video, i test e gli strumenti interattivi, quali il *budget planner* e il citato gioco di simulazione. Il gioco 'App...rendimento', sviluppato in collaborazione con l'Università di Trento, consente di simulare un percorso di investimento e di comprendere quali errori cognitivi e comportamentali (le cosiddette trappole) possono influenzare le scelte degli investitori pregiudicandone gli esiti (Fig. 16).

La Consob contribuisce al dibattito in corso a livello internazionale sui temi dell'educazione finanziaria, partecipando attivamente all'International Network on Financial Education (INFE) dell'OCSE e al *Committee n. 8 on Retail Investors* della IOSCO (IOSCO C8). È inoltre 'Ambassador Member' dell'International Federation of Finance Museums (IFFM; per ulteriori dettagli si veda il successivo Capitolo IX 'Le attività di supporto e la cooperazione internazionale').

Fig. 16 Accessi alle pagine dell'area di *investor education*
(migliaia di accessi)



Fonte: Consob.

2 La gestione degli esposti

Nel corso del 2018 il numero degli esposti ricevuti dalla Consob è stato pari a 2.866, a fronte dei 2.287 ricevuti nell'anno precedente (+25,3 per cento; Tav. 36).

Tav. 36 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
2018	2.866		2.510	88

Fonte: Consob. Il dato potrebbe includere una quota residuale di esposti la cui procedibilità è tuttora oggetto di approfondimento.

Attraverso il canale web, in particolare, sono pervenuti 427 esposti (pari al 15 per cento delle segnalazioni complessive). Il dato, seppure in sensibile crescita rispetto all'anno precedente (182, pari all'8 per cento del totale), rivela il perdurare di un scarso utilizzo dello strumento da parte dei risparmiatori.

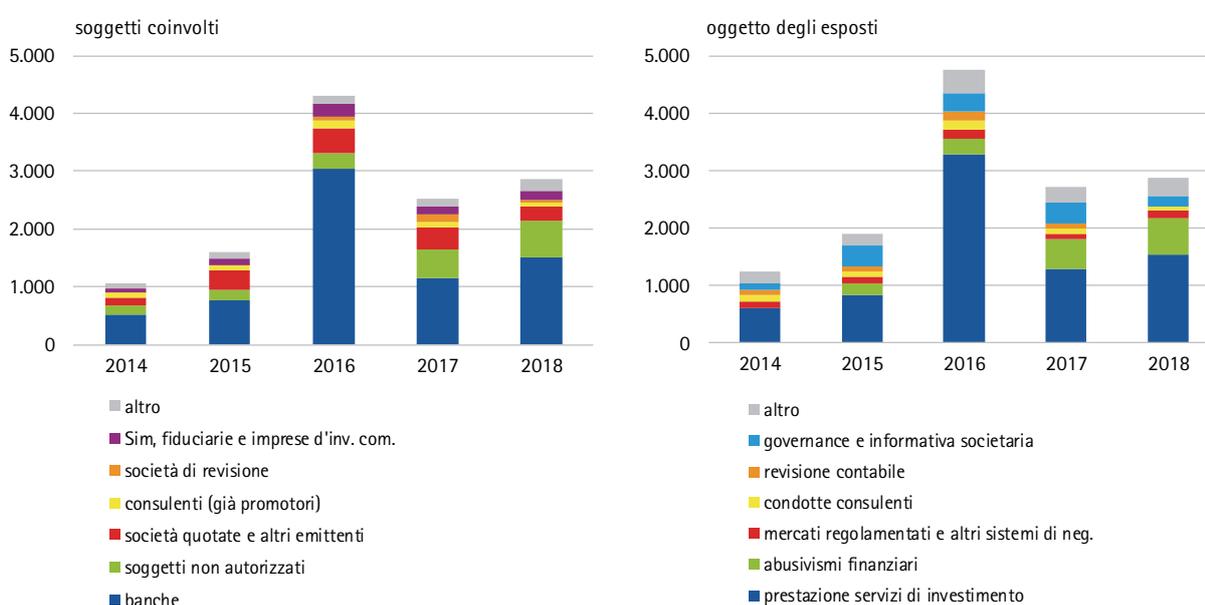
L'88 per cento degli esposti pervenuti è risultato procedibile, mentre la parte rimanente riguardava materie non di competenza della Consob.

Dei 2.866 esposti, sette sono stati classificati 'qualificati', ossia sono stati inoltrati alla Consob a norma dell'art. 4-undecies e 4-duodecies del Tuf

(*whistleblowing*) o ai sensi della Direttiva di esecuzione (UE) 2015/2392 relativa al Regolamento (UE) n. 596/2014 in materia di abusi di mercato.

Passando all'esame della tipologia di soggetti a cui gli esposti procedibili si riferivano, come negli anni precedenti, le banche restano il principale soggetto segnalato, con un'incidenza del 53 per cento sul totale. Si conferma, inoltre, l'incremento del numero di esposti relativi a soggetti non autorizzati coinvolti in istruttorie di abusivismo (517, a fronte di 493 nel 2017, per un totale di soggetti segnalati pari a 629; Fig. 17).

Fig. 17 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, gestori di piattaforme di *equity crowdfunding*. 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*.

Nel 2018, peraltro, si è registrato un significativo ridimensionamento del numero di esposti che riguardano le società di revisione (54 a fronte di 147 nel 2017) e un lieve calo degli esposti riguardanti le società quotate (206 da 271 nel 2017) e i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede (64 da 81 nel 2017). Si sono ridotti, inoltre, gli esposti riguardanti gli emittenti titoli diffusi (21 a fronte di 88 nel 2017); tale calo si spiega alla luce del significativo numero di esposti che nel 2017 si riferivano alle due banche venete successivamente oggetto di liquidazione coatta amministrativa. In sensibile aumento risultano, invece, gli esposti riguardanti le imprese di investimento senza succursale (128 da 105 nel 2017).

Per quanto concerne l'oggetto degli esposti procedibili, si registra un significativo numero di esposti pervenuti alla Consob in materia di operazioni di investimento in diamanti (464 esposti) e si conferma la prevalenza degli esposti riferiti ad anomalie nella prestazione dei servizi di investimento ovvero alla prestazione abusiva degli stessi.

In dettaglio, sono pervenute 1.545 segnalazioni concernenti presunte anomalie nella prestazione dei servizi di investimento; 634 esposti relativi a soggetti nei confronti dei quali è stata ipotizzata l'abusiva prestazione di servizi di investimento; 97 segnalazioni riguardanti l'informativa societaria (in calo dalle 276 segnalazioni del 2017).

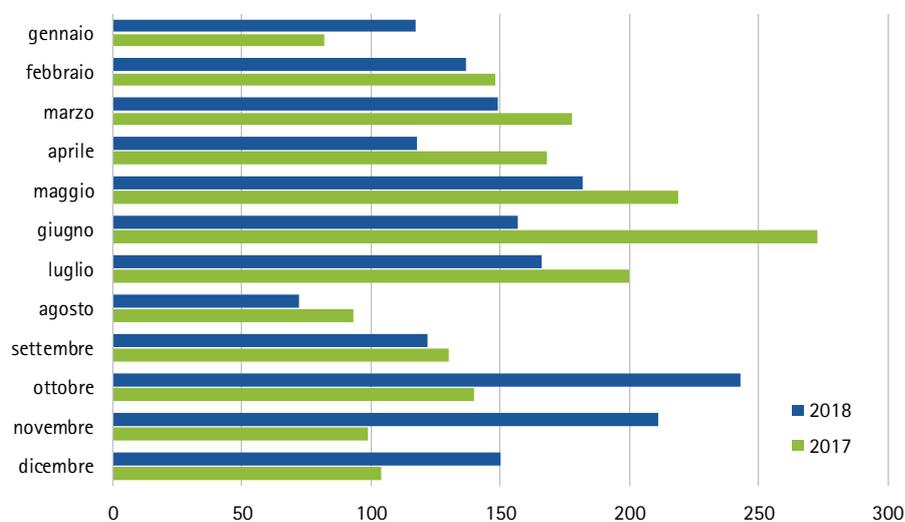
3 L'attività dell'Arbitro per le controversie finanziarie

Nel corso del 2018 l'Arbitro per le controversie finanziarie (ACF) – istituito dalla Consob con la delibera 19602/2016 e operativo dal 9 gennaio 2017 – ha consolidato il proprio ruolo quale organismo 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.

Nel periodo compreso tra il 1° gennaio 2018 e il 31 dicembre 2018 l'ACF ha ricevuto 1.824 ricorsi. La distribuzione dei ricorsi su base mensile risulta più omogenea rispetto all'anno precedente quando eventi straordinari, quali quelli verificatisi nel trimestre maggio-luglio, portarono a un picco significativo di ricorsi in massima parte riconducibili alle note vicende connesse all'avvio della procedura di liquidazione coatta amministrativa di Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca e, il 19 luglio, alla revoca dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria da parte della Banca centrale europea (provvedimento, quest'ultimo, che ha comportato la declaratoria di inammissibilità di ogni ricorso pervenuto oltre tale data; Fig. 18).

Pur a fronte di un trend sostanzialmente omogeneo dei ricorsi nel corso del 2018, va segnalato un significativo incremento registratosi nei mesi di ottobre e novembre, che è coinciso con il ruolo riconosciuto all'ACF dal decreto legge 25 luglio 2018, n. 91, convertito con modificazioni dalla legge 21 settembre 2018, n. 108 (cosiddetto 'decreto milleproroghe') all'art. 11, comma 1-*bis*, nelle procedure di ristoro dei risparmiatori delle due banche venete in liquidazione e delle quattro banche poste in risoluzione a fine 2015 (Banca delle Marche, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, Cassa di Risparmio di Ferrara, Cassa di Risparmio di Chieti). È ragionevole ritenere che il coinvolgimento nell'ambito delle predette procedure abbia contribuito ad amplificare la conoscenza dell'ACF quale strumento di tutela per la generalità dei risparmiatori.

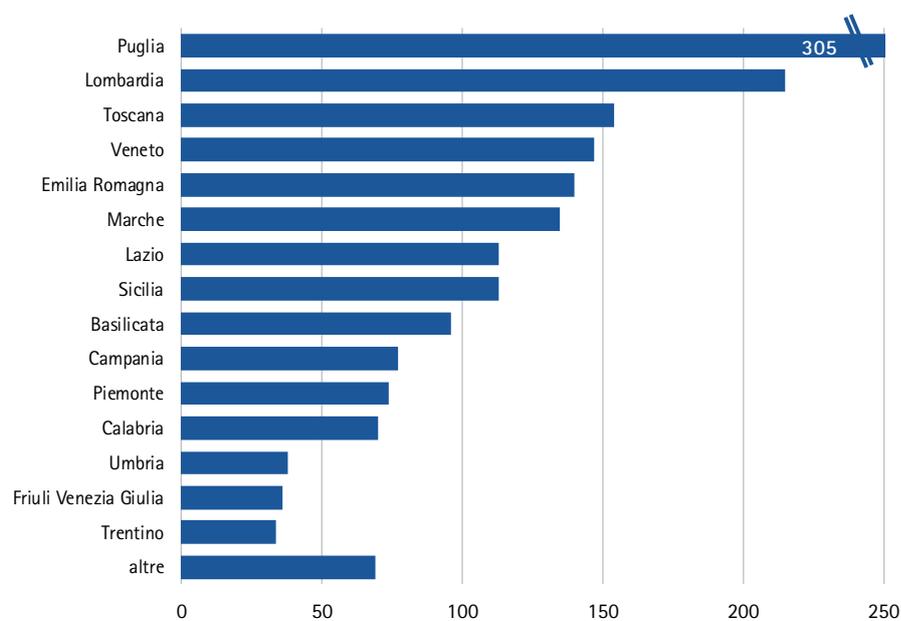
Fig. 18 Ricorsi ricevuti nel biennio 2017-2018



Fonte: Arbitro per le controversie finanziarie.

Anche la distribuzione geografica dei ricorrenti, che pure nel 2017 rifletteva uno sbilanciamento a beneficio delle regioni del Nord-Est, dovuto sia all'ineguale distribuzione della ricchezza sul territorio nazionale sia alle già richiamate vicende delle due banche, nel 2018 appare più omogenea, con i ricorsi equamente ripartiti tra le varie aree del Paese (Fig. 19).

Fig. 19 Ricorsi ricevuti per regione geografica



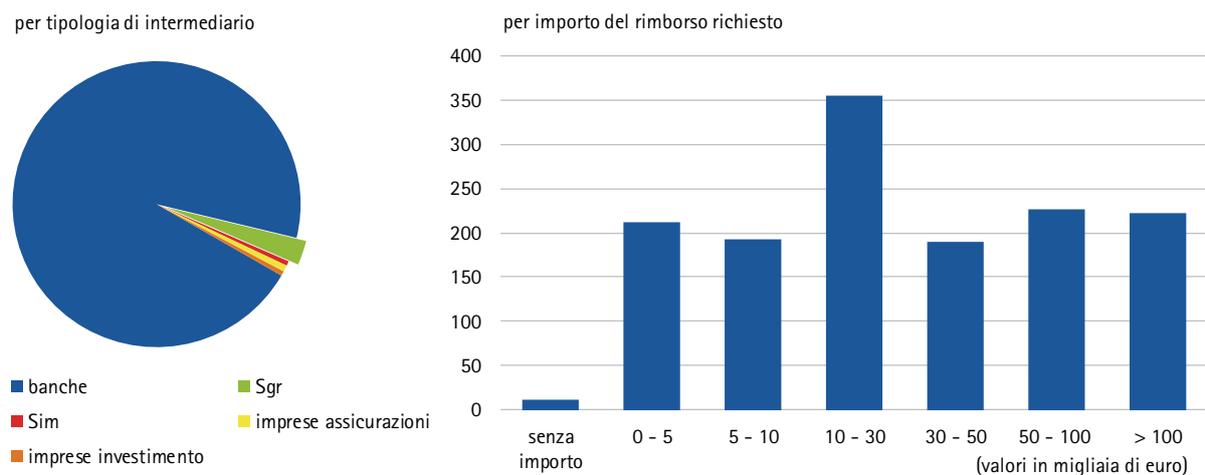
Fonte: Arbitro per le controversie finanziarie. Sono esclusi otto ricorsi provenienti dall'estero.

Al 31 dicembre 2018 gli intermediari coinvolti nel corso dell'anno sono stati in tutto 88, prevalentemente banche (Fig. 20). Dall'inizio dell'operatività dell'ACF (9 gennaio 2017) sono complessivamente 137 gli intermediari destinatari di ricorsi.

Sia l'equa distribuzione territoriale dei ricorsi sia il numero sempre maggiore di intermediari coinvolti suggeriscono che il contenzioso ACF sta sempre più riguardando le controversie che fisiologicamente possono sorgere nei rapporti tra risparmiatore e intermediario e, dunque, non sono necessariamente legate a fenomeni di crisi bancarie specifiche e territorialmente localizzate.

Quanto al controvalore dei risarcimenti richiesti nei ricorsi ritenuti ammissibili e ricevibili (pari a 1.408), l'importo massimo è stato pari a 500 mila euro, corrispondente alla soglia massima entro la quale l'ACF è competente; l'importo medio è stato pari a 59 mila euro circa, mentre il controvalore complessivo del *petitum* è stato di poco inferiore agli 83 milioni di euro.

Fig. 20 Ricorsi ricevuti per tipologia di intermediario e importo del rimborso



Fonte: Arbitro per le controversie finanziarie.

Nel 2018 il Collegio dell'ACF ha tenuto 44 riunioni e ha adottato 1.071 decisioni: 828 di accoglimento, in tutto o in parte, del ricorso e 243 di rigetto. In oltre il 77 per cento dei casi, dunque, la decisione è stata favorevole in tutto o in parte al ricorrente, a cui sono stati riconosciuti risarcimenti per un ammontare complessivo di oltre 36 milioni di euro, con una media di circa 40 mila euro a ricorso.

Negli ultimi mesi dell'anno, per effetto dell'entrata in vigore del citato 'decreto milleproroghe', l'attività dell'ACF si è concentrata – a fini di liquidazione, direttamente da parte della Consob, delle somme eventualmente riconosciute a titolo di ristoro – sulle richieste di risarcimento presentate dai

risparmiatori coinvolti nelle vicende delle due banche venete in liquidazione e delle quattro banche in risoluzione.

Questa attività ha portato a riconoscere (tenuto conto anche delle decisioni assunte dall'ACF nel 2017 nei confronti delle predette banche) oltre 36 milioni di risarcimenti a favore di 854 risparmiatori. La Consob sta procedendo alle liquidazioni nei limiti e secondo le modalità previsti dal predetto decreto (rimborso pari al 30 per cento del *quantum* riconosciuto dal Collegio ACF, con un tetto massimo di 100 mila euro).

Nel complesso, considerando sia i ristori riconosciuti per via legislativa tramite il 'decreto milleproroghe' sia quelli che hanno trovato diretta e volontaria esecuzione da parte degli intermediari di volta in volta coinvolti, i ricorrenti hanno trovato in massima parte riscontro alle proprie richieste.

Nel corso del 2018, infatti, i casi in cui le richieste dei ricorrenti non hanno avuto alcun soddisfacimento sono stati 23: si tratta dei casi in cui l'ACF ha accertato la non esecuzione delle decisioni, riferite a quattro intermediari, per un importo di poco inferiore a 700 mila euro.

In linea con lo scorso anno, i ricorsi pervenuti hanno riguardato prevalentemente i servizi di consulenza ed esecuzione di ordini per conto della clientela, avendo riguardo soprattutto a fattispecie di violazione degli obblighi di informativa, di valutazione di adeguatezza/appropriatezza dell'investimento e, più in generale, di efficiente svolgimento del servizio ai fini del miglior perseguimento dell'interesse del risparmiatore.

In 164 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.

Si tratta di un dato in crescita (+60 per cento) rispetto all'anno precedente (102) che merita di essere evidenziato in quanto attesta un trend che attribuisce alla presentazione del ricorso dinanzi all'ACF valenza di atto che può favorire la composizione della controversia prima e a prescindere da una pronuncia sul merito dei fatti da parte del Collegio.

In ulteriori 416 casi è stata dichiarata l'irricevibilità/inammissibilità del ricorso, sempre con apposito atto accertativo del Presidente. Di questi, in 363 casi si è trattato di dichiarazioni di inammissibilità: in 348 casi l'inammissibilità è stata dichiarata per incompetenza mentre nei restanti 15 casi l'inammissibilità è stata dichiarata per indeterminatezza dell'oggetto del ricorso. Le dichiarazioni di irricevibilità sono state 53, in prevalenza dovute all'assenza di un previo reclamo all'intermediario (24). In 20 casi l'irricevibilità è stata dichiarata perché trascorso più di un anno tra la presentazione del reclamo e la trasmissione del ricorso all'Arbitro, in sei casi perché erano trascorsi meno di 60 giorni tra la presentazione del reclamo e la trasmissione del ricorso all'Arbitro, in un caso perché il ricorso non era stato

presentato da un investitore e, infine, in altri due casi perché pendenti altre procedure di risoluzione extragiudiziale sui medesimi fatti oggetto del ricorso.

Considerando i dati sin qui richiamati, può dirsi che nel 2018 l'ACF ha proseguito e sviluppato la propria attività consolidando il ruolo di organo di risoluzione stragiudiziale delle controversie come ulteriore strumento di tutela a disposizione degli investitori

L'ACF si sta, inoltre, affermando quale punto di riferimento paragiurisprudenziale, in quanto con le proprie pronunce mira anche a fornire un contributo di orientamento delle condotte degli intermediari nei rapporti con la clientela. Le decisioni pubblicate rappresentano, infatti, una bussola per gli operatori, i quali sono chiamati a tenerne conto non solo, come espressamente previsto, in sede di trattazione dei reclami presentati dalla clientela, ma anche al fine di elevare la qualità delle relative procedure e, soprattutto, nella fase delle trattative prodromiche alla conclusione del contratto per la prestazione dei servizi di investimento nonché nella successiva fase di esecuzione dello stesso.

Le *best practices* individuate dall'ACF possono, inoltre, guidare gli stessi investitori al fine di riorientare i loro comportamenti, nel senso di una maggiore responsabilizzazione e consapevolezza nei rapporti con gli intermediari.

Un ruolo più attivo dell'investitore nel momento di decidere se e come investire i propri risparmi, da una parte, e un'adesione più sostanziale alla disciplina da parte degli intermediari, dall'altra parte, rappresentano fattori indispensabili per innescare un processo di cambiamento verso dinamiche relazionali tra intermediario e cliente fondate sulla reciproca trasparenza e fiducia.

1 controlli giurisdizionali VIII sull'attività della Consob

1 Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza

Il contenzioso nei confronti di atti della Consob è ulteriormente aumentato nel corso del 2018. Il dato riflette sia la prosecuzione di giudizi avviati da ricorsi presentati negli anni precedenti (che ha avuto il suo apice nel 2017), ora in corso nel medesimo grado di giudizio o in quello superiore, sia nuovi ricorsi. Rimangono prevalenti i ricorsi davanti al Giudice ordinario (Corte d'Appello/Corte di Cassazione) in relazione a sanzioni amministrative, a cui si aggiunge un significativo contenzioso davanti al Giudice amministrativo per atti di diverso tipo (Tav. 37).

Tav. 37 Ricorsi contro atti adottati o proposti dall'Istituto
(esiti al 31 dicembre 2018)

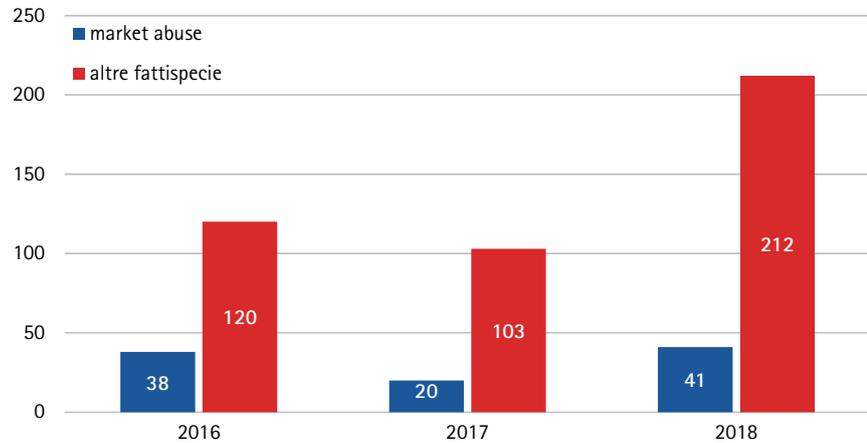
	Giudice amministrativo ¹						Giudice ordinario ²					
	accolti ³	respinti ⁴	in corso	di cui:		totale ricorsi	accolti ³	respinti ⁴	in corso	di cui:		totale ricorsi
				accolta sospensiva	respinta sospensiva					accolta sospensiva	respinta sospensiva	
2016	1	7	6	2	2	14	18	60	25	--	3	103
2017	3	13	14	4	2	30	16	113	123	--	12	252
2018	1	1	11	5	2	13	1	5	133	13	4	139

Fonte: Consob. ¹ La voce comprende i ricorsi presentati in primo grado al Tar e i ricorsi straordinari al Capo dello Stato. ² La voce comprende i ricorsi presentati in primo grado in Tribunale e in Corti d'Appello. ³ La voce è aggiornata con lo stato dei successivi gradi di giudizio e comprende anche i procedimenti conclusi con un accoglimento parziale del ricorso o con una riduzione della sanzione comminata per insussistenza di una parte delle violazioni accertate. ⁴ La voce è aggiornata con lo stato dei successivi gradi di giudizio e 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.

Con particolare riguardo al contenzioso sulle sanzioni amministrative, nel corso del 2018 vi è stato inoltre un significativo incremento delle decisioni (Fig. 21).

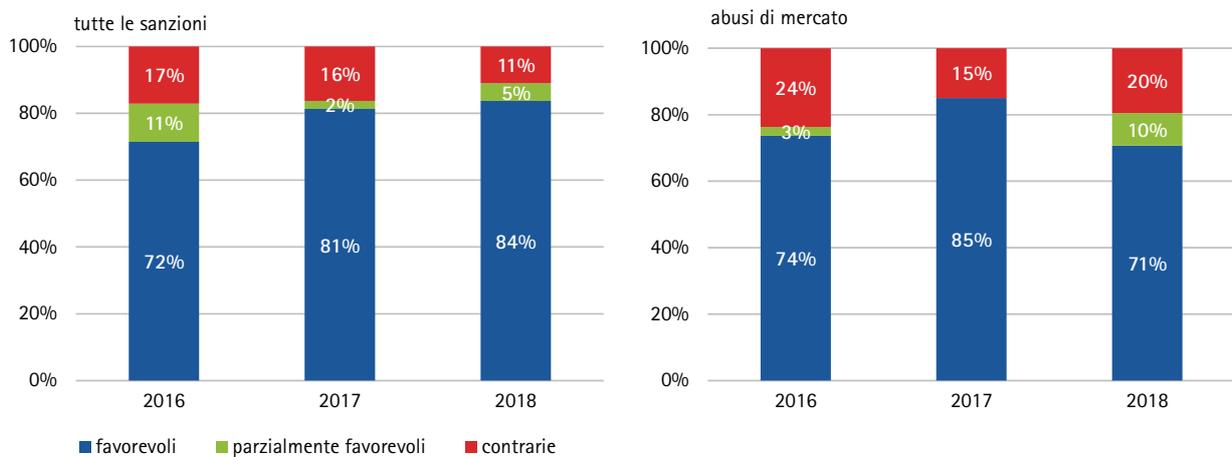
Nel corso dell'ultimo triennio, sono aumentati gli esiti delle decisioni favorevoli all'Istituto, ad eccezione di quelli in materia di abusi di mercato che nel 2018 sono lievemente calati rispetto all'anno precedente, a fronte di alcuni limitati casi in cui la Corte ha ritenuto non sufficiente il quadro probatorio per ritenere accertato l'illecito (Fig. 22).

Fig. 21 Evoluzione del contenzioso
(numero di decisioni pubblicate per anno)



Fonte: Consob.

Fig. 22 Esiti delle decisioni giurisdizionali sulle sanzioni erogate dalla Consob
(valori percentuali)



Fonte: Consob. Per decisioni 'parzialmente favorevoli' si intendono le decisioni nelle quali vi è stata una conferma della sanzione ma una riduzione della sua entità ovvero un rinvio della decisione su tale ultimo aspetto.

In particolare, nell'ambito di una complessa vicenda di abuso di informazioni privilegiate commesso in occasione di un'Opa su una società con azioni quotate – nella quale, con due distinte delibere, sono state applicate sanzioni amministrative a sei persone fisiche – le Corti d'Appello di Torino, Milano e Genova hanno assunto decisioni di diverso tenore sulla 'tenuta' della ricostruzione degli illeciti sanzionati operata dalla Consob, basata su un compendio probatorio di natura indiziaria.

In quattro sentenze, la Corte d'Appello di Torino – pur nella premessa che «non vi è dubbio sulla possibilità di utilizzare il ragionamento presuntivo

nell'accertamento degli illeciti di cui si discute» – non ha ritenuto nel caso di specie «sufficiente la coincidenza temporale tra l'acquisizione dell'informazione da parte dell'insider principale e l'operatività dimostrata dai soggetti che si assumono destinatari dell'informazione, in assenza di ulteriori elementi di forte tenuta, che nel caso di specie non si ravvisano». Avverso tali decisioni la Consob ha proposto ricorso per Cassazione.

Diversamente, le Corti d'Appello di Milano e Genova hanno valorizzato le circostanze fattuali emergenti dalla documentazione presente nel fascicolo di causa (in particolare, i dati di traffico telefonico, le affermazioni rese dagli interessati nel corso delle audizioni nonché gli indici di anomalia dell'operatività), giungendo alla conclusione per cui gli acquisti «*incriminati*» erano «*stati effettuati in una condizione di privilegio informativo*». In tal caso il ricorso in Cassazione è stato presentato dai soggetti sanzionati.

Il tema della legittimità dell'uso del metodo presuntivo da parte della Consob è stato al centro anche di altre decisioni che hanno confermato sanzioni per *insider trading* applicate a 21 persone fisiche nell'ambito di un'altra vicenda relativa a società che era stata oggetto di Opa. In particolare, la Corte d'Appello di Napoli ha ritenuto raggiunta la prova che l'acquisto delle azioni da parte del ricorrente sia avvenuto utilizzando le informazioni aventi carattere privilegiato da lui acquisite in ragione dell'appartenenza a un ampio gruppo di investitori.

Sulla scia di un inveterato indirizzo giurisprudenziale, il metodo presuntivo è stato ritenuto necessitato in tutti i casi – *in primis*, per le fattispecie di abusi di mercato – in cui si è in presenza di fenomeni che soltanto raramente possono essere provati mediante una prova diretta e documentale poiché i soggetti coinvolti tendono a eliminare ogni traccia dell'utilizzo e/o dello scambio dell'informazione privilegiata. Da ciò deriva l'esigenza di ricorrere a un ragionamento probatorio che consente di risalire al fatto ignoto (*factum probandum*) desumendolo da fatti noti gravi, precisi e concordanti (indizi o fonti della presunzione).

Alla sentenza napoletana hanno fatto seguito ulteriori dieci sentenze di conferma della sussistenza degli illeciti sanzionati, pronunciate dalla Corte d'Appello di Milano e dalla Corte d'Appello di Genova, innanzi alle quali sono stati promossi ulteriori ricorsi afferenti alla medesima delibera sanzionatoria da altri soggetti appartenenti al gruppo di investitori.

Peraltro le decisioni indicate delle Corti d'Appello di Milano e Genova hanno, per entrambe le vicende, confermato la sussistenza dell'illecito ma non l'entità delle sanzioni applicate in considerazione della pendenza della questione di legittimità costituzionale inerente alla possibile applicazione di norme sanzionatorie successive più favorevoli.

Si tratta, in particolare, della questione di non costituzionalità dell'art. 6, comma 2, del d.lgs. 72/2015 – nella parte in cui ha escluso la retroattività della normativa più favorevole conseguente alla 'dequintuplicazione' degli importi edittali

disposta dall'art. 6, comma 3, del medesimo d.lgs. 72/2015 – sollevata con ordinanza della Corte d'Appello di Milano n. 928 del 2017.

In proposito, in data 21 marzo 2019 è stata pubblicata la sentenza n. 63/2019 con la quale la Consulta ha dichiarato costituzionalmente illegittima la norma suddetta nella parte in cui non prevede la retroattività della disposizione più favorevole all'incolpato, limitatamente alle fattispecie illecite di abuso di mercato previste dagli artt. 187-*bis* ('abuso di informazioni privilegiate') e 187-*ter* ('manipolazione del mercato') del Tuf.

Con riferimento al contenzioso instaurato prevalentemente nel 2017 per le sanzioni inerenti alle vicende connesse alle recenti crisi bancarie, nel corso del 2018 e dei primi due mesi del 2019 sono state pubblicate numerose sentenze di conferma delle sanzioni nel merito e, con riguardo a una specifica vicenda, alcune sentenze di annullamento per eccessiva lunghezza del tempo impiegato dalla Consob fra accertamento e contestazioni.

In particolare, la Corte d'Appello di Venezia ha confermato le sanzioni agli ex esponenti aziendali di due banche venete (poste in liquidazione), per violazioni in materia di raccolta di intenzioni d'acquisto, attività sollecitatoria in assenza di prospetto d'offerta, contenuto della documentazione d'offerta, prestazione di servizi di investimento, con un unico caso di annullamento per carenza dell'elemento soggettivo e limitati casi di rideterminazione dell'importo delle sanzioni pecuniarie irrogate.

Nelle pronunce, la Corte veneziana ha respinto tutte le eccezioni preliminari sollevate dagli oppositori, in particolare, sui termini e sull'imparzialità del procedimento amministrativo, nonché sull'applicabilità del principio del *favor rei* alle violazioni amministrative sanzionate dalla Consob nei casi esaminati e ha integralmente confermato, nel merito, la ricostruzione dei fatti emergente dalle risultanze ispettive e dalla documentazione acquisita presso la banca, vagliata dai Giudici con estremo scrupolo. I soggetti sanzionati stanno presentando ricorso per Cassazione.

Peraltro, la Corte d'Appello di Firenze ha annullato le sanzioni amministrative pecuniarie applicate agli ex esponenti aziendali di una banca quotata posta in risoluzione a novembre 2015, per illeciti in materia di offerta al pubblico e di servizi di investimento, senza tuttavia sindacare il merito delle violazioni sanzionate.

Le pronunce, in particolare, hanno accolto il (preliminare) motivo di opposizione avente ad oggetto la tardività della notifica delle contestazioni, avvenuta nell'ottobre 2016, rispetto all'accertamento degli illeciti, ritenendo, in base a documentazione esterna alle istruttorie e sulla scorta di un ragionamento presuntivo, che la Consob sarebbe stata «*in possesso di elementi conoscitivi necessari e sufficienti per iniziare una verifica ispettiva sulla regolarità dei prospetti precedentemente pubblicati*», nonché «*sulla correttezza comportamentale della banca in merito alla verifica di adeguatezza degli strumenti finanziari venduti alla clientela*», sin dal dicembre 2013 (o quanto meno dal febbraio 2014). Avverso tali sentenze è stato proposto dalla Consob ricorso in Cassazione a inizio 2019.

Riguardo al tema del termine per effettuare la contestazione, si segnala anche la recente pronuncia con cui (in ordine a una sanzione nei confronti dei sindaci di una società quotata per irregolarità relative alla loro remunerazione) la Suprema Corte ha cassato con rinvio la sentenza gravata della Corte d'Appello di Milano, che aveva ritenuto tardiva la contestazione effettuata dalla Consob, assumendo come rilevante ai fini della decorrenza del termine, la data di pubblicazione da parte dell'emittente della Relazione sulla remunerazione e ritenendo in base a un giudizio *ex post*, ultronee ai suddetti fini, le ulteriori verifiche effettuate dall'Istituto.

La Suprema Corte ha sottolineato che *«occorre individuare, secondo le caratteristiche e la complessità della situazione concreta, il momento in cui ragionevolmente la contestazione avrebbe potuto essere tradotta in accertamento, momento dal quale deve farsi decorrere il termine per la contestazione stessa»*. Nel caso di specie, la Suprema Corte ha rilevato che la periodica attività di controllo sulla correttezza contabile aveva condotto la Consob, nell'aprile 2013, a richiedere dati informativi ai sindaci. Il momento dell'accertamento doveva pertanto farsi risalire a un'epoca successiva alla mera pubblicazione della relazione sui compensi del maggio 2012, valutando un tempo necessario per l'apprezzamento del rilievo dell'irregolarità e del suo concreto accertamento, *«secondo i parametri della ragionevolezza, non potendo certo considerarsi illecito istantaneo, soprattutto se lo stesso emerge dal raffronto di atti pubblicati a notevole distanza gli uni dagli altri»*. La Suprema Corte ha, altresì, ribadito il principio che ove siano disposte ulteriori verifiche rispetto a quelle che abbiano già permesso di acclarare gli elementi di fatto idonei alla contestazione poi effettuata, *«non è consentito in sede di sindacato giurisdizionale entrare nel merito dell'opportunità degli atti di indagine medesimi, dovendo limitarsi il giudice a desumere l'ingiustificato ritardo non già dall'eventuale inutilità ex post, ma dalla 'evidente superfluità' ex ante degli ulteriori accertamenti»*.

Riguardo alla materia dei servizi d'investimento, vanno segnalate le sentenze con cui la Corte d'Appello di Catania ha confermato le sanzioni applicate ad amministratori e sindaci di una banca siciliana, sanzionati per non avere adottato procedure idonee a garantire il corretto svolgimento di tali servizi e aver così consentito che le azioni proprie della banca – nell'ambito di due distinte operazioni di aumento di capitale attuate nel 2014 e nel 2015 – fossero collocate in assenza dei controlli di adeguatezza e appropriatezza normativamente imposti.

Di particolare importanza è l'affermazione di principio riguardante l'interpretazione dell'art. 25-bis del Tuf. Tale norma, secondo i Giudici siciliani, *«ha esteso l'applicazione delle regole previste dagli artt. 21 e 23 del Tuf anche ai 'prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari', che restano quindi assoggettati alle regole proprie della prestazione dei servizi di investimento, anche quando distribuiti dalla stessa banca emittente. Difatti, tenendosi presente che la nozione di 'prodotto finanziario', nel linguaggio del Tuf, è più ampia di quella di 'strumento finanziario' e si identifica con le forme di investimento di natura finanziaria, allorché ci si ponga nella prospettiva del risparmiatore, soltanto l'applicazione delle stesse regole a 'prodotti*

finanziari' di emittenti diversi – ma tutti rispondenti alla finalità indicata dal Tuf, ossia l'investimento di natura finanziaria – garantisce al risparmiatore la possibilità di individuare tra più prodotti aventi gli stessi scopi quello che maggiormente si adatta a soddisfare le proprie esigenze, a prescindere quindi dalla natura dell'emittente».

In materia di emittenti quotati meritano una segnalazione le pronunce pervenute nel dicembre 2018 e nel gennaio 2019 con le quali la Suprema Corte – nel rigettare i ricorsi proposti dai sindaci di una società quotata – ha avuto modo di fornire importanti precisazioni sull'art. 2391, primo comma, del codice civile – che prevede in capo agli amministratori, tra l'altro, l'obbligo di comunicare *«ogni interesse che, per conto proprio o di terzi, abbia in una determinata operazione della società, precisandone la natura, i termini, l'origine e la portata»* – affrontando una questione di diritto societario di interesse generale.

La Suprema Corte, in tale occasione, ha condiviso l'interpretazione dell'art. 2391 del codice civile proposta dalla Consob nel giudizio di merito e accolta dalla corte territoriale, affermando, in primo luogo, che *«il dovere di trasparenza imposto dal primo comma dell'art. 2391 c.c., in quanto rivolto nei confronti degli 'altri amministratori e del collegio sindacale', prescinde dal ruolo ricoperto dall'amministratore nella organizzazione della società e sussiste indipendentemente dall'organo competente a esaminare l'operazione»* e precisando altresì che *«tale dovere non deve necessariamente correlarsi a una deliberazione del consiglio di amministrazione e del comitato esecutivo»*, perché le ipotesi previste nel secondo e terzo comma dell'art. 2391 del codice civile hanno *«carattere eventuale e non incidono sul dovere di comunicazione imposto dal primo comma»* dello stesso articolo.

Il dovere di comunicazione in capo agli amministratori, inoltre, prescinde *«dalla eventuale conoscibilità aliunde della notizia, giacché l'informazione richiesta deve esser specificamente data agli altri amministratori e al collegio sindacale in correlazione con l'operazione»* e, soprattutto, è pienamente operante anche nel caso in cui il consiglio di amministrazione svolga compiti di controllo, posto che *«le operazioni previste dal primo comma dell'art. 2391 c.c. [...] non sono solo quelle che costituiscono espressione del potere di gestione dell'impresa sociale [...] il dovere di trasparenza è configurabile anche per le riunioni del consiglio di amministrazione investite di compiti di controllo, per i quali l'esigenza di trasparenza appare altrettanto rilevante»*.

Nella Relazione Annuale per il 2017 si era dato conto dei più recenti sviluppi della vicenda giurisdizionale originata dall'impugnazione, innanzi al Giudice amministrativo, di un provvedimento della Consob del 2013 di aumento del prezzo dell'offerta pubblica obbligatoria totalitaria promossa sulle azioni di una società quotata, fondato sull'accertamento di una collusione tra l'offerente e altri soggetti. A seguito dell'intervento della Corte Europea di Giustizia – cui si era rivolto in via pregiudiziale il Consiglio di Stato, e che ha confermato la compatibilità delle norme italiane sull'aumento

del prezzo in caso di collusione con la Direttiva europea purché la nozione di collusione utilizzata sia nota nell'ordinamento giuridico nazionale – la vicenda è pervenuta a conclusione nel corso del 2018, con l'annullamento da parte del Consiglio di Stato della delibera, in integrale riforma della decisione di conferma che aveva invece assunto il Tar del Lazio.

In particolare, muovendo dalla latitudine estesa progressivamente assunta, sia nell'ambito della giurisprudenza europea sia dell'ordinamento interno, dal principio di certezza del diritto quale *«bussola ermeneutica orientata al soddisfacimento di esigenze di chiarezza e stabilità dei rapporti giuridici»*, i giudici hanno sottolineato come il potere di rettificare in aumento il prezzo dell'offerta obbligatoria – in presenza di una *«collusione accertata»* tra l'offerente e uno o più venditori da cui *«emerge il riconoscimento di un corrispettivo più elevato di quello dichiarato dall'offerente»* – implichi l'accertamento, ad opera dell'Autorità, *«di un accordo, o comunque di un'intesa in senso lato, volta a perseguire l'obiettivo di eludere le norme che presidiano la formazione del prezzo dell'Opa»*.

Nel caso specifico, i Giudici hanno ritenuto non adeguatamente comprovata la partecipazione all'accordo fraudolento, in elusione della regola sul prezzo Opa, di taluni tra i soggetti coinvolti nella vicenda, in particolare delle due istituzioni finanziarie che, con la propria condotta, *«avrebbero concorso a realizzare la presunta collusione tra l'offerente ed il venditore»*.

A esiti opposti, viceversa, è pervenuto più recentemente il Tar del Lazio con riguardo a un'ulteriore fattispecie collusiva, a fronte della quale la Consob era intervenuta innalzando il prezzo dell'offerta, avendo riscontrato un collegamento negoziale fra la transazione avente ad oggetto la partecipazione nell'emittente quotata e la cessione – conclusa in modo contestale tra i gli stessi soggetti – del ramo d'azienda di altra società operante nel medesimo settore; collegamento che aveva comportato una sopravvalutazione del ramo d'azienda e una correlativa diminuzione del prezzo delle azioni della quotata, con la connessa riduzione del prezzo dell'Opa.

I Giudici del Tar – pur confermando la necessità che sia l'Autorità a farsi carico dell'onere di dimostrare la collusione tra le parti (in ciò non discostandosi dalle premesse teoriche fatte proprie dal Consiglio di Stato nella vicenda in precedenza menzionata) – hanno ritenuto che il comune intento elusivo possa essere tuttavia ricostruito *«in via indiziaria a partire dagli elementi oggettivi, tali da denotare la comune consapevolezza della portata dell'operazione e dei conseguenti effetti»*. In linea con tali promesse, le valutazioni operate dalla Consob nel caso di specie sono state ritenute *«sufficienti a superare la richiamata soglia probatoria»*, in quanto denotanti, *«considerate nel complesso, la comune consapevolezza (e la conseguente volontà) delle parti di porre in essere l'operazione in questione, il cui contenuto è elusivo della normativa basata sul principio della parità di trattamento»*.

2 La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto

2.1 Le decisioni di rilievo nell'ambito di cause civili per omessa vigilanza

Nel corso del 2018 la Corte di Cassazione ha assunto due decisioni di segno opposto sul tema dell'idoneità dell'istanza di ammissione al passivo dell'intermediario fallito a interrompere la prescrizione del diritto risarcitorio azionato dai risparmiatori nei confronti della Consob.

In particolare, con sentenza n. 13365 del 29 maggio 2018 la I Sezione della Corte di Cassazione ha cassato con rinvio la sentenza della Corte di Appello di Roma che (in continuità con l'orientamento indicato) aveva considerato ontologicamente incompatibile la '*pretesa restitutoria*', fatta valere dai risparmiatori con l'istanza di insinuazione al passivo della procedura concorsuale dell'intermediario fallito, con la '*pretesa risarcitoria*', fatta valere dagli stessi risparmiatori, ai sensi dell'art. 2043 c.c., nei confronti della Consob *«atteso che, in entrambi i casi, oggetto delle azioni è la reintegrazione del patrimonio dei risparmiatori pregiudicato dal medesimo evento pregiudizievole consistito nella perdita del capitale investito»*.

Ad avviso della Cassazione, *«sussistendo la unitarietà dell'eventum damni»*, la interruzione della prescrizione del diritto al risarcimento danni nei confronti della Consob, deve essere accertata, ai sensi dell'articolo 1310 c.c., comma 1, con riferimento anche agli atti interruttivi posti in essere dai risparmiatori-creditori nei confronti di ciascuno degli altri soggetti coobbligati ex articolo 2055 c.c., al ristoro del pregiudizio patrimoniale». Sicché la domanda restitutoria, azionata mediante l'insinuazione al passivo dell'intermediario fallito, è da considerare idonea a interrompere la prescrizione del pur diverso diritto di natura risarcitoria azionato nei confronti della Consob.

Con la successiva ordinanza n. 27118 del 2018, la III Sezione della Corte di Cassazione ha invece dichiarato inammissibile il ricorso avverso la sentenza della Corte di appello di Roma n. 3774/2012 e ha rimarcato la correttezza delle conclusioni cui era pervenuta la Corte territoriale qualificando le domande di insinuazione al passivo presentate dai risparmiatori presso l'intermediario fallito come 'domande restitutorie' *«[...] e, dunque, fondate su un titolo rispetto al quale Consob, chiamata unicamente a rispondere del danno, non poteva ritenersi solidalmente obbligata al pagamento»*. Ciò, secondo la Cassazione, rende inapplicabile l'art. 2055 e, conseguentemente, l'art. 1310 c.c. in tema di estensione degli effetti interruttivi della prescrizione tra coobbligati.

Peraltro sullo stesso tema, nel corso del 2018 la Corte di Appello di Roma ha confermato la decisione del Tribunale di Roma di rigetto delle domande risarcitorie proposte nei confronti della Consob da un gruppo di risparmiatori clienti di un intermediario fallito che lamentavano l'omessa vigilanza dell'Istituto su di esso, ribadendo 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.

La Corte di Appello ha, altresì, escluso, sempre in linea con orientamenti consolidati nella giurisprudenza di merito, 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 eccepisca poi la prescrizione»*.

In tema di decorrenza della prescrizione del diritto al risarcimento del danno nei confronti della Consob in caso di intermediari falliti, degna di nota è anche la sentenza, passata in giudicato, con cui il Tribunale di Latina ha respinto le domande risarcitorie proposte da un gruppo di risparmiatori che avevano investito in obbligazioni emesse da una società iscritta nell'albo di cui all'art. 106 Tub successivamente fallita. Il Tribunale, nel dichiarare la prescrizione, ha affermato che il relativo termine fosse spirato in quanto era iniziato a decorrere già prima della dichiarazione di fallimento dell'intermediario, nel momento in cui quest'ultimo aveva iniziato a manifestare chiari segnali di insolvenza rendendosi inadempiente agli obblighi assunti (anche) proprio nei confronti dei risparmiatori attori.

La Corte di Cassazione, inoltre, con la sentenza n. 15707 del 14 giugno 2018, ha confermato il rigetto delle domande risarcitorie proposte da numerosi investitori che lamentavano il danno derivante dall'asserita falsità delle informazioni contenute nel prospetto informativo di offerta e quotazione delle azioni di una società del settore delle telecomunicazioni, pubblicato nell'anno 2000. In tale sede la Suprema Corte ha ribadito, richiamando la sentenza n. 14056 dell'11 giugno 2010, che la responsabilità da prospetto ha natura aquiliana e non configura una fattispecie di responsabilità da 'contatto sociale'. La Cassazione ha anche confermato che, come ritenuto dalla Corte di Appello, il termine di prescrizione decorreva dal momento in cui la stampa aveva reso nota la circostanza che il bilancio dell'emittente e il prospetto informativo erano stati falsificati, determinando il crollo delle quotazioni del titolo, perché da quel momento il danno era divenuto conoscibile.

In un altro contenzioso relativo allo stesso prospetto informativo, il Tribunale di Milano ha rigettato le domande risarcitorie proposte dagli investitori per mancata prova del nesso di causalità tra falso in prospetto e decisioni di investimento da cui era originato il preteso danno.

Il Tribunale, dopo aver ricordato che in materia di responsabilità civile grava in ogni caso in capo al preteso danneggiato l'onere di provare il nesso di causalità tra condotta del danneggiante e danno, ha osservato che la normativa

vigente all'epoca dei fatti di causa prevedeva il diritto di ciascun investitore a ricevere copia del prospetto informativo solo se ne avesse fatto richiesta, risultando quindi decisivo, in caso di mancata consegna del prospetto informativo, ai fini della sussistenza del nesso di causalità, accertare l'assolvimento da parte dell'intermediario degli obblighi informativi su di esso gravanti. Circostanza, questa, non provata dagli investitori nel caso esaminato.

Con riguardo al primo e risalente giudizio risarcitorio promosso da investitori clienti di un agente di cambio che lamentavano il negligente esercizio dei poteri di vigilanza della Consob nei confronti di questi, la Corte di Cassazione, con la sentenza n. 9067 del 12 aprile 2018, ha cassato con rinvio la sentenza della Corte di Appello di Roma n. 2828 del 5 maggio 2014, che aveva condannato l'Istituto al risarcimento del danno.

La Suprema Corte ha innanzitutto riaffermato il principio secondo cui l'attività della Pubblica Amministrazione, anche nel campo della discrezionalità tecnica, quale è quella esercitata dalla Consob nello svolgimento delle funzioni di vigilanza, deve attenersi ai limiti posti non solo dalla legge, ma anche dell'art. 2043 c.c., che sancisce il divieto del *'neminem laedere'*. La Corte di Cassazione ha quindi cassato la sentenza di appello per difetto assoluto di motivazione, ritenendo che la motivazione fosse *«insostenibile, e si colloca senz'altro al di sotto del 'minimo costituzionale'»*. La Corte ha altresì affermato il principio secondo cui la condanna della Consob al risarcimento del danno postula l'esame, omesso dalla sentenza cassata, delle singole pretese risarcitorie *«non 'a spanna', ma attraverso una dettagliata disamina, effettuata singolarmente, della posizione»* di ciascun attore nonché l'individuazione, pur essa omessa dalla sentenza cassata, del preciso momento in cui si colloca l'esordio della condotta colposa della Consob, *«non potendo esso essere automaticamente ancorato, com'è ovvio, all'apprensione della notizia»* di eventuali criticità afferenti soggetti e settori di attività vigilati, *«occorrendo viceversa valutare quale fosse il tempo necessario, secondo il parametro di diligenza applicabile, ad effettuare le opportune verifiche e ad adottare così conseguentemente, causa cognita, le necessarie misure»*. La Suprema Corte ha, quindi, confermato il principio di diritto, che aveva già affermato nella sentenza n. 11556 del 9 maggio 2008, secondo cui l'omissione di vigilanza non può *«genericamente discendere dalla previsione di poteri di vigilanza in capo alla Consob, in mancanza del verificarsi di condizioni tali da innescare il doveroso esercizio di essi»*, poiché *«L'attività di vigilanza e controllo richiede una prestazione vigile, e cioè che il controllo si attivi in presenza di indici di anomalia e di esposti e segnalazioni circa la sussistenza di situazioni anomale o patologiche, ma anche che, per evitare una paralisi, sia dell'attività dell'organo, sia del mercato, questi proceda osservando regole di normale prudenza, onde evitare che segnalazioni fondate soltanto su giudizi soggettivi, eventualmente anche riconducibili a contrasti e mere delusioni di aspettative in ordine all'esito dell'investimento, possano pregiudicare la stessa efficacia ed efficienza dell'organo di controllo»*.

In un contenzioso relativo alla stessa vicenda di vigilanza su cui si è pronunciata la sentenza della Corte di Cassazione da ultimo citata, il Tribunale di Roma, con sentenza n. 4228 del 27 febbraio 2018, passata in giudicato, ha rigettato

la domanda risarcitoria proposta da due investitori nei confronti della Consob, avendo ritenuto, all'esito di un articolato ragionamento, che nella vicenda di causa non fosse ravvisabile un'omissione di vigilanza giuridicamente rilevante. In particolare, il Tribunale di Roma ha affermato che, perché sussista un'omissione di vigilanza, deve emergere *«in atti la prova della conoscenza da parte della Consob ovvero la conoscibilità – in base al suo ruolo istituzionale – di circostanze tali da far qualificare l'omissione comportamentale come espressione di violazione degli obblighi istituzionali cristallizzati nella normativa di settore»*, non essendo *«prevista nella normativa un'attività ispettiva indiscriminatamente promossa nei confronti della generalità degli operatori di mercato e della generalità delle operazioni svolte»* e, d'altro canto, rientrando le concrete modalità di svolgimento della vigilanza nell'area della discrezionalità amministrativa. Posto, poi, che l'omissione di vigilanza, per essere fonte di responsabilità risarcitoria, deve essere anche connotata dalla colpa, il Tribunale di Roma ha precisato che il giudizio di colpevolezza deve essere effettuato secondo una valutazione *ex ante* della condotta, in termini di *«deviazione dalle regole previste dalla norma attributiva del potere/dovere; colpa, che nel contempo esige però che l'evento dannoso verificatosi, sia proprio quel risultato lesivo che la norma violata mirava a scongiurare»*. Facendo applicazione di tali principi, il Tribunale di Roma ha conclusivamente escluso la sussistenza del nesso di causalità tra l'omissione di vigilanza ascritta alla Consob (ma comunque ritenuta insussistente) e i pregiudizi subiti dagli attori, essendo questi derivati non dalla violazione di norme di settore oggetto della vigilanza della Consob, ma dall'attività criminosa dell'agente di cambio di sistematica distrazione dei fondi dei clienti.

Nel 2018 la Corte di appello di Roma, con sentenze n. 6993 e 7007 del 5 novembre 2018, ha riformato nel merito la sentenza del Tribunale di Roma n. 34309 del 2004 che aveva condannato la Consob al risarcimento del danno in favore di un gruppo di risparmiatori per omessa vigilanza su una società commissionaria per averne autorizzato l'iscrizione nell'albo delle Sim in difetto dei requisiti di legge.

In particolare, la Corte territoriale ha osservato, da un lato, che la Consob, pur in un contesto di false comunicazioni ricevute dalla società, aveva correttamente e compiutamente esercitato i controlli di legge propedeutici al rilascio dell'autorizzazione e, dall'altro lato, che il danno lamentato dai risparmiatori era da ascrivere in via esclusiva alle condotte delittuose poste in essere dell'intermediario; inoltre, la Corte di appello ha ritenuto che i risparmiatori neppure avessero provato che gli investimenti forieri del danno lamentato fossero successivi al rilascio dell'autorizzazione alla Sim e ciò impediva, in ogni caso, di accertare la sussistenza del nesso di causalità tra asserita omissione di vigilanza della Consob e danno.

In un'altra importante pronuncia, pure passata in giudicato, il Tribunale di Roma ha rigettato nel merito le domande risarcitorie proposte da numerosi investitori nei confronti della Consob per asserita omessa vigilanza su una emittente titoli 'diffusi tra il pubblico in misura rilevante' (art. 116 del Tuf), poi dichiarata fallita, al quale essi avevano affidato nel corso del tempo ingenti somme di denaro.

Il Tribunale di Roma, in particolare, ha ritenuto insussistente la lamentata omissione di vigilanza della Consob in relazione al fenomeno della circolazione di titoli obbligazionari cosiddetti 'irregolari'. Ciò nel presupposto che tale fenomeno di circolazione, in quanto «*totalmente sommerso*», non fosse stato in alcun modo percepibile dalla Consob. Nel giudizio definito dalla sentenza in esame gli attori lamentavano, tra l'altro, l'omessa vigilanza della Consob anche in relazione a un prospetto informativo obbligazionario pubblicato nel 2007: sul punto il Tribunale ha ritenuto che non sussistesse responsabilità risarcitoria della Consob poiché «*in concreto [...] non sono stati evidenziati dagli attori elementi di falsità, o anche solo di ambiguità o reticenza nel prospetto del 2007, né è previsto dalla legge un controllo di merito sulla opportunità della operazione di investimento*».

2.2 Le ipotesi di ostacolo alla vigilanza

Oltre alle ipotesi di abusi di mercato (si veda il precedente Capitolo I 'La vigilanza sui mercati'), in tre ulteriori casi la Consob si è costituita parte civile all'udienza preliminare in relazione a delitti di ostacolo all'esercizio delle funzioni di autorità pubbliche di vigilanza.

Inoltre, in relazione a un'ipotesi di ostacolo all'esercizio delle funzioni di autorità pubbliche di vigilanza a carico di esponenti di Veneto Banca, in cui la Consob si era precedentemente costituita parte civile, il Giudice per l'udienza preliminare presso il Tribunale di Roma, con sentenza del 27 marzo 2018, ha dichiarato l'incompetenza per territorio del Tribunale di Roma e ha disposto la trasmissione degli atti al Pubblico Ministero presso il Tribunale di Treviso.

Da ultimo, nell'ambito del procedimento penale svoltosi nei confronti degli esponenti di Carife, con sentenza dell'11 febbraio 2019, il Tribunale di Ferrara ha condannato due degli imputati per il reato, tra gli altri, di ostacolo all'esercizio delle funzioni di autorità pubbliche di vigilanza in relazione al quale la Consob si era costituita parte civile all'udienza preliminare.

Le attività di supporto e IX la cooperazione internazionale

1 La gestione finanziaria

La spesa complessiva consuntivata per l'esercizio 2018 (164,9 milioni di euro) è cresciuta di 33,2 milioni di euro rispetto al dato consuntivo dell'anno precedente (Tav. 38).

In particolare, la spesa corrente (162,4 milioni di euro) è aumentata di 34,8 milioni di euro, mentre la spesa in conto capitale (2,5 milioni di euro) è in diminuzione di 1,6 milioni di euro.

L'incremento della spesa corrente si riconnette essenzialmente alla crescita 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). In particolare, i maggiori accantonamenti dell'esercizio 2018 discendono dal trasferimento straordinario da parte dello Stato dell'importo di 25 milioni di euro, destinato al Fondo per la tutela stragiudiziale dei risparmiatori e degli investitori per l'indennizzo dei risparmiatori coinvolti nelle vicende delle banche poste in risoluzione, ovvero in liquidazione coatta amministrativa.

La spesa in conto capitale, pari a 2,5 milioni di euro, è ascrivibile essenzialmente alle acquisizioni di prodotti *hardware* e *software*.

Le entrate complessive nel 2018 (al netto dell'avanzo di amministrazione 2017) sono risultate pari a 185,1 milioni di euro.

Di queste, 148 milioni (80 per cento) sono entrate da contributi di vigilanza. Seguono le entrate diverse (11,8 milioni, 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), 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 (0,3 milioni) e il trasferimento straordinario dallo Stato destinato all'indennizzo dei risparmiatori (25 milioni).

Tav. 38 Schema riassuntivo delle spese e delle entrate
(dati consuntivi; milioni di euro)

voci	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 ²
SPESE							
spese correnti							
spese per i componenti la Commissione	2,3	1,2	0,7	0,8	1,3	1,4	1,5
spese per il personale	88,1	88,3	88,7	90,8	92,9	96,3	101,5
spese per acquisizione di beni e servizi	16,0	16,1	13,9	13,7	14,7	14,5	15,5
oneri per ripristino e ampliamento immobilizzazioni	3,7	4,8	5,7	5,0	9,8	12,7	38,8
accantonamento al Fondo rischi connessi a ipotesi di risarcimento danni	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,9	3,9
spese non classificabili	3,0	0,3	2,5	2,7	2,8	0,8	1,2
<i>totale spese correnti</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>	<i>162,4</i>
spese in conto capitale	4,4	3,3	0,8	2,9	2,5	4,1	2,5
<i>totale spese</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>	<i>164,9</i>
ENTRATE							
avanzo di amministrazione ¹	14,3	18,3	13,7	14,0	15,0	12,1	5,9
trasferimenti dallo Stato	0,4	0,0	0,0	0,0	0,3	0,2	25,3
entrate da contributi di vigilanza	108,9	98,0	99,9	108,9	108,3	111,6	148,0
entrate diverse	12,2	10,4	8,6	8,7	11,0	13,4	11,8
<i>totale entrate</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>	<i>191,0</i>

Fonte: Consob. ¹ 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 2017, comprensivo dell'importo del Fondo pluriennale vincolato, è riportato tra le entrate 2018. ² Dati provvisori di consuntivo.

Le entrate contributive sono riferite prevalentemente alle seguenti categorie: soggetti che sollecitano il pubblico risparmio, emittenti, intermediari (banche, Sim e agenti di cambio) e società di revisione e revisori legali (Tav. 39).

Tav. 39 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 ¹	emittenti	Oicr ²	soggetti che sollecitano il pubblico risparmio	altri	<i>totale entrate contributive</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>
2018	3,4	25,5	16,5	5,5	6,5	38,3	20,2	29,7	2,4	<i>148,0</i>

Fonte: Consob. ¹ In tale categoria sono ricompresi Borsa Italiana Spa, Mts Spa, Cassa di compensazione e garanzia Spa, Monte Titoli Spa e Organismo dei Consulenti Finanziari. ² Incluso il contributo di vigilanza per le gestioni individuali curate dalle Sgr.

2 L'assetto organizzativo e funzionale interno

Nel 2018, in attuazione dell'art. 22, comma 7, del d.l. 90/2014 convertito nella legge 114/2014, 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 2015-2017, hanno sottoscritto l'Accordo finalizzato a definire le attività e le procedure da gestire congiuntamente per l'anno 2018.

Sulla base di detto 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). Sono stati gestiti congiuntamente altresì i servizi di polizza sanitaria e *check-up*, la nomina del responsabile rischio amianto nonché tutte le attività di gestione delle parti comuni dell'immobile.

Nel mese di novembre 2018 è stato siglato un Protocollo d'intesa con la Banca d'Italia e l'AGCM «*per la definizione di strategie di appalto congiunte per l'acquisizione di lavori, servizi e forniture*», mediante ricorso alla fattispecie dell'appalto congiunto di cui all'art. 37, comma 10, d.lgs. 50/2016 per tutte le esigenze di comune interesse, in linea con le recenti disposizioni in materia di appalti pubblici, che prevedono misure di razionalizzazione nell'operatività delle stazioni appaltanti oggi operanti a livello nazionale.

Il Protocollo prevede l'individuazione di un 'Piano degli acquisti congiunti' per ciascun anno, le modalità di coordinamento volte a individuare e perseguire, sulla base dei rispettivi dati di programmazione, strategie congiunte per l'acquisizione di lavori, servizi e forniture, secondo la disciplina di cui al d.lgs. n. 50/2016 nonché la stipula di separati accordi attuativi, sottoscritti in occasione dell'avvio delle singole procedure di affidamento, nei quali definire i ruoli e le responsabilità e la ripartizione delle relative attività e competenze in relazione alle procedure di appalto congiunto.

3 La gestione delle risorse umane

L'organico dell'Istituto a fine 2018 si attestava a 664 unità (55 in più rispetto al 2017). A fronte di 13 cessazioni dal servizio intervenute nel corso dell'anno, sono state effettuate, mediante procedure concorsuali avviate nell'anno precedente, 68 assunzioni (tre laureati in economia con esperienza nel settore della revisione contabile, 36 laureati in discipline economiche, 24 laureati in discipline giuridiche e quattro laureati in materie informatiche; Tav. 40 e Tav. 41).

Nel corso dell'anno, a seguito della cessazione del contratto del dirigente con funzioni di Segretario Generale, si è proceduto a un'analoga assunzione a contratto per la sua sostituzione.

Tav. 40 Il personale
(dati al 31 dicembre)

	dipendenti di ruolo				dipendenti a tempo determinato ¹	totale
	carriera direttiva	carriera operativa	carriera dei servizi generali	totale		
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
2018	446	203	12	661	3	664

Fonte: Consob. ¹ Il dato include il personale distaccato da altre amministrazioni.

Tav. 41 Distribuzione del personale per qualifica e unità organizzativa
(dati al 31 dicembre 2018)

unità organizzativa	dirigenti	funzionari	impiegati	altro ¹	totale
Direzione Generale	2	8	15	2	27
Segretario Generale	1	1	1		3
Avvocato Generale	1				1
Arbitro per le controversie finanziarie	1				1
Consulenza Legale	8	22	8		38
Uffici non coordinati nell'ambito di Divisioni ²	8	50	32		90
Divisioni					
Informazione Emittenti	4	40	16		60
Corporate Governance	7	29	15		51
Mercati	8	55	13		76
Intermediari	6	45	23		74
Ispettorato	6	30	8		44
Studi	4	24	8		36
Amministrazione	8	25	35	9	77
Infrastrutture Informative	4	20	16		40
Strategie Regolamentari	1	12	5		18
Tutela del Consumatore	5	14	8	1	28
<i>totale</i>	<i>74</i>	<i>375</i>	<i>203</i>	<i>12</i>	<i>664</i>

Fonte: Consob. I dipendenti a tempo determinato sono distribuiti nelle qualifiche secondo la relativa equiparazione. Alla data del 31 dicembre 2018 non risultavano presenti dipendenti distaccati da altre amministrazioni. ¹ La voce 'altro' comprende il personale della carriera dei servizi generali. ² Nell'ambito degli Uffici non coordinati nell'ambito delle Divisioni è ricompreso l'Ufficio di Segreteria Tecnica dell'Arbitro per le controversie finanziarie, con un organico di 20 risorse, composto da un dirigente, 16 funzionari e tre impiegati.

Per quanto riguarda gli strumenti di flessibilità volti a coniugare le esigenze dell'Istituto con quelle dei dipendenti (*smart working*), nel corso dell'anno il numero delle posizioni di telelavoro si è ulteriormente incrementato (da 39 nel 2017 a 49).

Con riferimento alla formazione del personale, sono state privilegiate iniziative su tematiche di interesse collettivo e specialistico, anche con l'intervento di docenti esterni, dirette ad ampie categorie di dipendenti. Senza pregiudicare la qualità e la continuità dell'attività formativa, si è fatto altresì ricorso alla modalità di fruizione in video *streaming*, ottenendo benefici apprezzabili in termini di contenimento dei costi.

Nel 2018 è proseguito 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. Tali corsi, articolati in sessioni teoriche e pratiche (secondo la modalità *training on the job*), 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 derivata, in particolare, dal percorso di collaborazione avviato con il Politecnico di Torino, centro di eccellenza nel campo dell'ingegneria informatica.

Nel corso del 2018, nell'ambito di convenzioni con Atenei italiani distribuiti su tutto il territorio, sono stati attivati 20 tirocini extra-curricolari retribuiti, formativi e di orientamento, destinati 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.

4 I sistemi informativi

Nel 2018 sono proseguite le iniziative già intraprese l'anno precedente finalizzate ad accrescere l'efficienza dei sistemi informativi strumentali all'attività di vigilanza.

Con riferimento ai progetti di natura tecnica, è stata completata la realizzazione degli strumenti informatici per l'analisi dei dati del *transaction reporting*. Sono stati realizzati i necessari adeguamenti al modulo di acquisizione dati del sistema di *reporting* e delle procedure esistenti, tra cui i sistemi anagrafici, con l'introduzione dei codici Legal Entity Identifier (LEI); è altresì stata consegnata la prima versione del sistema di acquisizione e interrogazione dei dati EMIR (European Market Infrastructure Regulation) relativi alle transazioni in prodotti derivati messi a disposizione dall'ESMA.

È stata inoltre stipulata la nuova Convenzione con Borsa Italiana per l'erogazione di servizi informatici per la vigilanza mercati (tra i quali il servizio Argo): la Convenzione assicurerà la necessaria continuità fino alla realizzazione del sistema di vigilanza indiretta.

Per la verifica della congruità dei prezzi della Convenzione è stata richiesta la collaborazione all'Agenzia per l'Italia Digitale, con la quale si è tenuto un confronto tecnico.

È stato avviato lo studio del nuovo sistema di analisi delle informazioni contenute nei KIDs dei PRIIPs (Key Information Documents dei Packaged Retail and Insurance-based Investment Products), che si prevede possa far ricorso a tecnologie *software* innovative di intelligenza artificiale (*machine learning* e *text mining*) per l'interpretazione automatica della semantica del testo. È altresì in corso l'analisi del nuovo Regolamento Prospetto al fine di realizzare gli adeguamenti normativi necessari entro luglio 2019 (data di entrata in vigore della nuova normativa).

Nel comparto delle infrastrutture informatiche, il 2018 ha visto la realizzazione di importanti ampliamenti di server e l'adozione di nuovi sistemi ingegnerizzati per la gestione di basi di dati (cosiddetto *supercluster*), nonché la realizzazione di un ampio programma di aggiornamento dei sistemi di memorizzazione delle reti e dei sistemi di sicurezza.

L'accentramento in capo all'ESMA della responsabilità in materia di vigilanza comporterà un maggiore impegno per lo sviluppo di sistemi informatici comuni, necessari a supportare i vasti compiti dell'Autorità europea e a facilitare la cooperazione con le autorità nazionali.

È in fase di studio un nuovo modello di sviluppo dei sistemi informatici per la realizzazione e l'erogazione dei servizi per la vigilanza comunitaria che potrà essere affidata, su base volontaria, anche alle singole autorità nazionali; tale modello permetterebbe di beneficiare di soluzioni informatiche sviluppate localmente, con sensibili economie di scala e tempestività di realizzazione.

5 Le relazioni con l'esterno, convegni e studi

Nell'ambito delle relazioni con il pubblico e i risparmiatori, anche nel corso del 2018 il sito internet si è confermato lo strumento principale dell'attività di comunicazione istituzionale con l'esterno: il numero elevato di accessi, in aumento rispetto agli anni passati, conferma l'importanza che lo strumento riveste per l'acquisizione di dati e informazioni da parte sia degli operatori (a cui è dedicata la sezione 'Servizi per gli operatori') sia di studenti, studiosi e risparmiatori (a cui sono dedicate le sezioni 'La Consob e le sue attività' ed 'Educazione finanziaria'; Tav. 42).

Tav. 42 Accessi alle pagine del sito internet
(migliaia di accessi)

pagine	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
home page (novità)	1.305	1.178	904	1.601	1.505	1.347	1.759
per i risparmiatori	180	159	220	460	475	833	888
per i soggetti vigilati	340	271	218	380	390	413	443
per i giornalisti	6	4	5	9.5	9	10	10
la Consob	1.160	968	703	705	680	852	949
emittenti	3.119	2.706	1.283	1.883	1.785	1.382	2.596
intermediari e mercati	1.088	988	771	987	957	1.200	2.000
decisioni della Consob/Bollettino	982	891	476	531	612	732	863
regolamentazione	2.100	1.618	730	1.436	1.341	1.621	1.567
pubblicazioni e comunicati	188	126	55	45	195	404	400
altri siti	4	5	3	9	10	14	19
aiuto e mappa del sito	10	7	4	19	57	42	40
versione in lingua inglese	340	343	532	762	901	473	1.169
autorità trasparente ¹	–	–	168	229	241	255	182

Fonte: elaborazioni Consob su dati Google Analytics. ¹ I dati sono disponibili a partire da marzo 2014, data in cui è stata pubblicata la nuova sezione del sito.

Numerose, come in passato, sono state le richieste scritte di assistenza nonché le segnalazioni su vicende riguardanti operazioni societarie e del mercato.

Delle 2.400 richieste pervenute in totale alla Consob da parte del pubblico e dei risparmiatori, circa 1.340 sono state inviate attraverso il Sistema Integrato per l'Esterno (SIPE) e l'apposito modulo ivi disponibile; a ciò vanno aggiunte le numerose richieste di dati e informazioni pervenute sia telefonicamente sia attraverso posta elettronica e posta ordinaria (Tav. 43).

Tav. 43 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>
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>
2018	880	1.520	<i>2.400</i>	240	235	1.515	410	<i>2.400</i>

Fonte: Consob.

La Consob continua a incontrare studenti di scuole di vario grado e ordine nonché studenti universitari; dal 2017 partecipa a progetti di alternanza scuola-lavoro, ospitando presso la propria sede ragazzi degli ultimi tre anni delle scuole superiori e realizzando, d'intesa con i professori, progetti in linea con i loro piani di studio.

Nel 2018 la Commissione, come di consueto, ha pubblicato numerosi studi con cui contribuisce al dibattito in materia di economia, finanza e diritto che coinvolge, oltre alle istituzioni, l'accademia e l'industria.

In particolare, sono stati pubblicati: due Quaderni di finanza, di cui uno dedicato alle differenze di genere nei *boards* delle società quotate italiane, presentato nell'ambito di un convegno organizzato presso la sede di Borsa Italiana, e l'altro ai fattori che determinano la partecipazione degli investitori istituzionali non bancari nelle maggiori imprese quotate non finanziarie. Sono stati pubblicati, inoltre, tre Quaderni giuridici: il primo analizza i nuovi strumenti di politica industriale per lo sviluppo e la quotazione delle PMI, il secondo le partecipazioni dei fondi alternativi riservati in società quotate e in altri fondi, il terzo raccoglie gli atti del convegno Consob - ACF - Università Bocconi dedicato alla tutela degli investitori e dei clienti degli intermediari e ADRs. Sono stati realizzati anche una mappatura delle sedi di negoziazione italiane (Position paper n. 7) e uno studio sul costo dei fondi comuni in Italia (Discussion paper n. 8). È stata inaugurata, infine, la raccolta tematica che ospita contributi e documenti in materia di digitalizzazione dei processi di intermediazione finanziaria, realizzati dalla Consob in collaborazione con i principali atenei nazionali (cosiddetta collana FinTech): il primo Quaderno si concentra su opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale, mentre il secondo traccia talune considerazioni su alcuni profili civilistici e penalistici relativi all'economia dei dati; nei primi mesi del 2019 è poi stato pubblicato un terzo Quaderno dedicato alla digitalizzazione dei servizi di investimento (*robo advice*).

Per quanto riguarda l'attività volta all'organizzazione di incontri formativi e convegni, oltre alle iniziative di educazione finanziaria illustrate nel precedente Capitolo VII 'La tutela dell'investitore', la Consob ha promosso molteplici occasioni di confronto e approfondimento aperte a un pubblico di operatori ed esperti.

Nel corso dell'anno si è tenuto il ciclo di incontri su 'Banca e finanza', organizzato annualmente dalla Consob e dall'Università Cattolica del Sacro Cuore. Si sono tenuti, inoltre: un convegno dedicato ai 20 anni del Testo unico sulla finanza, in collaborazione con la Banca d'Italia; un convegno su 'Finanza sostenibile e responsabilità sociale d'impresa', in collaborazione con Fondazione Symbola e Fondazione Adriano Olivetti; il *workshop* Consob-ESMA-Borsa Italiana su 'Le relazioni finanziarie annuali alla luce del regolamento ESEF (European Single Electronic Format)' e un corso di formazione per giornalisti sulle innovazioni normative introdotte dalla Direttiva MiFID II e dal Regolamento PRIIPs. Il 2018 ha visto, infine, il

consueto appuntamento con il convegno 'Securities markets: trends, risks and policies', organizzato insieme all'ESMA e all'Università Bocconi, nonché la presentazione pubblica sia del Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane (oggetto anche di numerosi incontri svolti nell'ambito del Mese dell'educazione finanziaria; si veda il precedente Capitolo VII 'La tutela dell'investitore') sia del Rapporto sulla *corporate governance* delle società quotate italiane (in un evento organizzato in collaborazione con il Comitato per la corporate governance e Assonime).

Con riferimento alle pubblicazioni periodiche, inoltre, si segnala il Bollettino statistico, documento a cadenza semestrale che riporta dati sui settori di interesse dell'Istituto basati su segnalazioni statistiche di vigilanza.

6 La cooperazione internazionale e la partecipazione della Consob ai gruppi internazionali

Nel 2018 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. 44).

In particolare, sono state formulate 100 richieste di assistenza ad autorità estere a supporto delle attività dell'Istituto, principalmente in materia di sollecitazione e attività di intermediazione abusive e abusi di mercato. La Consob ha inoltre scambiato informazioni con la BCE in relazione a banche sottoposte alla vigilanza di entrambe le Autorità.

Le richieste di assistenza pervenute da autorità UE e non UE (67) hanno riguardato per lo più l'accertamento dei requisiti di partecipanti al capitale o esponenti aziendali di imprese di investimento e altri intermediari esteri.

Il numero di segnalazioni 'non sollecitate' inoltrate dalla Consob ad autorità estere sono state 36, delle quali 21 per operazioni sospette in materia di abusi di mercato, mentre quelle ricevute dalla Consob ammontano a 144.

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 141 firmatari.

Tav. 44 Scambio di informazioni fra la Consob e le autorità di vigilanza estere

oggetto	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Richieste di informazioni ad autorità estere							
abuso di informazione privilegiata	16	12	21	65	68	56	15
manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	14	11	15	10	12	10	9
sollecitazione e attività di intermediazione abusive	33	42	26	27	21	26	28
trasparenza e informativa societaria	--	2	1	1	1	23	20
partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	1	1	0	1	--	--	--
requisiti di onorabilità e professionalità	1	1	2	3	1	2	1
violazione regole di condotta	1	8	3	3	1	2	--
vendite allo scoperto	--	--	2	1	8	1	--
richieste dirette a <i>remote member</i> ai sensi art. 80 MIFID II (ex art. 57 MiFID)	67	97	70	51	89	38	10
prestazione di servizi di investimento <i>cross border</i>	--	--	5	8	7	11	17
<i>totale</i>	133	174	145	170	208	169	100
Segnalazioni ad autorità estere							
operazioni sospette	9	3	9	12	23	32	21
<i>unsolicited assistance</i>	--	--	20	16	23	58	15
<i>totale</i>	9	3	29	28	46	90	36
Richieste di informazioni da autorità estere							
abuso di informazione privilegiata	9	7	17	15	21	23	3
manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	5	1	3	2	1	1	1
sollecitazione e attività di intermediazione abusive	2	1	2	1	2	2	2
trasparenza e informativa societaria	--	--	--	1	1	--	1
partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	--	--	--	--	--	--
requisiti di onorabilità e professionalità	30	38	65	62	43	44	45
violazione regole di condotta	1	--	--	--	--	--	--
vendite allo scoperto	--	--	--	--	--	1	--
richieste dirette a <i>remote member</i> ai sensi art. 80 MIFID II (ex art. 57 MiFID)	1	--	--	--	--	--	--
richieste in materia di <i>audit</i>	--	--	--	--	--	--	15
<i>totale</i>	48	47	87	81	68	71	67
Segnalazioni da autorità estere							
operazioni sospette	22	41	40	59	55	95	141
<i>unsolicited assistance</i>	--	--	8	6	6	6	3
<i>totale</i>	22	41	48	65	61	101	144

Fonte: Consob.

In attuazione dell'accordo bilaterale stipulato nel 2016, ai sensi dell'art. 47 della Direttiva 2014/56/UE (Direttiva Audit), la Consob ha inoltre prestato assistenza al Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) in relazione allo svolgimento di ispezioni congiunte per finalità di vigilanza e indagini su possibili violazioni della normativa statunitense in tema di *audit* da parte di società italiane che effettuano la revisione legale di emittenti con titoli negoziati sui mercati statunitensi. Al riguardo, la Consob ha dato seguito a 15 richieste di cooperazione da parte del PCAOB (si veda anche il precedente Capitolo II 'La vigilanza su emittenti e società di revisione').

Per quanto concerne l'attività in ambito ESMA, l'Istituto ha partecipato a comitati permanenti e gruppi di lavoro per la preparazione di pareri e standard tecnici e la promozione della convergenza nell'applicazione del *single rulebook* e negli approcci di vigilanza nazionali.

A partire da maggio 2018, la Consob ha presieduto il Committee of Economic and Markets Analysis (CEMA), competente sul monitoraggio della congiuntura dei mercati finanziari e l'analisi dei rischi, anche di natura sistemica, a supporto delle funzioni dell'ESMA e delle autorità nazionali.

Il CEMA è responsabile della pubblicazione dell'ESMA *Dashboard*, contenente un'analisi trimestrale dei rischi sul mercato degli strumenti finanziari, nonché di rapporti semestrali riguardo i principali trend, vulnerabilità e rischi dei mercati finanziari. In questo ambito, sono stati svolti studi sulla concentrazione del mercato dei fondi di investimento alternativi, sul grado di liquidità dei titoli obbligazionari sovrani e *corporate*, sulla volatilità dei mercati azionari, acuitasi a partire dal febbraio del 2018, nonché sulla conclusione di *credit default swap* da parte dei fondi obbligazionari e dei fondi *hedge*.

Nel 2018, inoltre, il CEMA ha redatto il primo rapporto statistico annuale sui mercati UE dei derivati, utilizzando i dati raccolti dall'ESMA ai sensi del Regolamento EMIR; da tale rapporto è emerso che nel quarto trimestre del 2017 l'ammontare lordo nozionale delle transazioni in derivati in essere nell'UE è pari a circa 660 trilioni di euro. Il CEMA si avvale del supporto di tre *task force*, istituite a settembre 2018 per migliorare l'utilizzo, la gestione e la qualità dei dati di vigilanza raccolti ai sensi delle Direttive MiFID II, AIFMD ed EMIR. La *task force* MiFID II è presieduta dalla Consob.

In materia di integrità dei mercati finanziari, la Consob ha continuato a presiedere il *Market Integrity Standing Committee* (MISC).

In tema di abusi di mercato sono stati elaborati standard tecnici per la cooperazione tra autorità ai sensi del Regolamento (UE) n. 596/2014 (Market Abuse Regulation - MAR) e 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. In materia di *benchmark* sono state pubblicate le linee guida sugli indici di riferimento non significativi. Il gruppo ha inoltre continuato a favorire lo scambio di esperienze

tra autorità di vigilanza e l'avvicinamento delle prassi operative tramite *workshop* e *supervisory briefing*.

La Consob ha contribuito come di consueto ai lavori dei comitati permanenti dell'ESMA nel settore del *post-trading* (PTSC - *Public Transport Service Corporation*), della tutela degli investitori (IPISC - *Investor Protection and Intermediaries Standing Committee*), della convergenza (SCSC - *Supervisory Convergence Standing Committee*), della trasparenza informativa e dei prospetti (CFSC - *Corporate Finance Standing Committee*) e dei mercati secondari (SMSC - *Secondary Markets. Standing Committee*), nell'ambito del quale l'Istituto presiede, tra l'altro, la *Task Force on Pre-Trade Transparency Waivers*. Tra le principali iniziative dell'anno si ricordano: l'elaborazione di pareri e standard tecnici vincolanti in materia di prospetti e cartolarizzazioni, linee guida, Q&A e rapporti di *peer review* per favorire l'avvicinamento delle pratiche di vigilanza delle autorità competenti e la coerente applicazione della disciplina UE di settore, nonché il costante monitoraggio dei rischi potenzialmente derivanti dalla Brexit.

Per quanto concerne la disciplina di secondo livello, sono state elaborati pareri e proposte di standard tecnici vincolanti sulle misure di attuazione del Regolamento Prospetto (Regolamento (UE) 2017/1129) e del Regolamento sulle Cartolarizzazioni Semplici, Trasparenti e Standardizzate (Regolamento (UE) 2017/2402). Sono stati avviati, inoltre, i lavori in materia di finanza sostenibile, che hanno condotto alla pubblicazione di un documento di consultazione contenente una proposta di parere tecnico sull'integrazione dei rischi e dei fattori di sostenibilità nella disciplina MiFID.

In ambito MiFID, sono state finalizzate linee guida in materia di: i) *product governance*, focalizzate sulla definizione del *target market* dei prodotti realizzati e dei servizi prestati da intermediari produttori e distributori, ii) adeguatezza, in modo da aggiornare i precedenti Orientamenti del 2012 rafforzando il processo di profilatura dei clienti alla luce della finanza comportamentale e della digitalizzazione dei servizi di investimento (cosiddetta *robo advice*), l'idonea conoscenza degli strumenti finanziari offerti e la logica di portafoglio. Sono state elaborate linee guida anche nell'ambito del Regolamento (UE) n. 909/2014 (Central Securities Depositories Regulation - CSDR), con riferimento alle nozioni di importanza sostanziale, valute rilevanti e cooperazione. Nel settore dello *shadow banking* sono state pubblicate linee guida volte a stabilire parametri comuni da includere negli stress test dei fondi d'investimento monetari (*money markets fund*).

La Consob ha altresì contribuito ai lavori di aggiornamento da parte dell'ESMA delle *Questions and Answers* (circa 250 nel 2018), che offrono chiarimenti di carattere interpretativo e applicativo in merito alla disciplina europea nelle varie aree di competenza e alla razionalizzazione in corso per facilitare la fruibilità e rafforzare l'efficacia di questo strumento di convergenza.

Nell'anno sono state emanate numerose opinioni per garantire approcci comuni riguardo l'applicazione di: i) limiti di posizione relativamente ai derivati su

merci ai sensi della disciplina MiFID II; ii) deroghe agli obblighi di trasparenza *pre-trade* previsti nella MiFIR; iii) pratiche di mercato accettate secondo la disciplina MAR e iv) criteri comuni per la valutazione del rischio di liquidità delle *central counterparties* (CCP). La Consob ha anche contribuito allo svolgimento di *peer review* per verificare il rispetto delle linee guida in materia di tecniche di gestione efficiente dei portafogli d'investimento da parte degli *exchange traded fund* e altri Ucits (*undertakings for collective investments in transferable securities*) per valutare le azioni di *follow-up* intraprese dalle autorità nazionali al fine di garantire la giusta vigilanza sulla disciplina MiFID in materia di adeguatezza.

Nel 2018 è stata pubblicata una guida pratica per agevolare il rispetto degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti ai sensi della Direttiva 2013/50/UE (Direttiva Transparency), tramite informazioni di sintesi sui requisiti applicabili in ciascuno Stato membro.

In ambito Brexit, sono continuate le iniziative per lo scambio di informazioni con le altre autorità nazionali orientate a comprendere le modalità di '*relocation*' delle imprese britanniche, evitando l'istituzione di scatole vuote nell'Unione europea, e, più in generale, a mitigare i rischi derivanti dalla 'hard Brexit', anche in coordinamento con la Commissione europea. Sono stati pubblicati *statement* per richiamare l'attenzione degli *stakeholder* in merito all'impatto e alle implicazioni della Brexit e alla necessità di attivarsi a tutela della clientela (per ulteriori dettagli si veda il Capitolo III 'Le misure in vista della Brexit', Parte A).

Con il supporto delle analisi svolte in seno ai comitati permanenti, l'ESMA ha esercitato per la prima volta i poteri di *product intervention* a essa attribuiti dall'art. 40 del Regolamento (UE) n. 600/2014, adottando divieti e misure restrittive su opzioni binarie dal 2 luglio 2018 e *contract for difference* (Cfd) dal 1° agosto 2018, a tutela degli investitori al dettaglio.

Le misure, 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 degli interventi previsti. Successivamente, a marzo 2018, le misure sono state concordate e infine formalizzate il 1° giugno 2018 nelle Decisioni (UE) 2018/795 (per le opzioni binarie) e 2018/796 (per i Cfd). Tali iniziative si sono poste sulla scia di una serie di interventi intrapresi nei singoli Stati membri a tutela degli investitori al dettaglio e hanno garantito coerenza delle misure a livello europeo. Le decisioni dell'ESMA introducono un divieto assoluto di commercializzazione, distribuzione o vendita ai clienti al dettaglio di opzioni binarie, nonché un divieto di commercializzazione, distribuzione o vendita ai clienti al dettaglio di Cfd a investitori al dettaglio ove non risultino congiuntamente soddisfatte una serie di condizioni. Le misure ricomprendono anche i Cfd su criptovalute. Ai sensi del Regolamento MiFIR, le misure di *product intervention* dell'ESMA hanno carattere temporaneo e sono state perciò oggetto di successivi rinnovi.

Sono proseguiti i lavori dell'ESMA riguardanti i progetti informatici connessi all'attuazione del pacchetto MiFID II-MiFIR e del Regolamento sugli

abusi di mercato, che figurano come prioritari nel *Supervisory Convergence Work Programme* dell'ESMA per il 2018.

Tra le principali iniziative per promuovere una maggiore convergenza intersettoriale vi è stata la pubblicazione da parte dell'ESMA e dell'EBA (European Banking Authority), nel maggio 2018, di uno *statement* per favorire la trasparenza e la tutela degli investimenti al dettaglio in strumenti di debito sottoposti alla Direttiva 2014/59/UE (Bank Recovery and Resolution Directive - BRRD).

In materia di innovazione finanziaria sono continuati i lavori per la convergenza intersettoriale nell'ambito dei *Financial Innovation Standing Committee* (FISC) istituiti presso ciascuna autorità europea. Nel 2018 il focus è stato sulle *initial coin offerings* (ICOs) e sui *crypto-assets*, in considerazione dell'elevata rischiosità del settore e delle incertezze sull'applicazione della normativa UE, nonché sulle iniziative delle autorità di vigilanza per favorire l'innovazione e la vigilanza sul FinTech.

La Consob ha contribuito ai lavori che hanno condotto alla pubblicazione dell'*advice* dell'ESMA alle istituzioni UE sulle ICOs e i *crypto-assets*, nel quale si richiama la normativa di settore applicabile ai beni digitali riconducibili alla nozione di strumento finanziario, evidenziando rischi di vuoti normativi, divergenze interpretative a livello nazionale e criticità che renderebbero opportuna una regolamentazione UE specifica del settore. Sempre in ambito *Fintech* il *Joint Committee* ha pubblicato un documento nel quale si rappresentano le principali iniziative adottate dalle autorità di settore a supporto dell'innovazione finanziaria e di un'adeguata vigilanza sulla stessa, delineando al riguardo delle *best practice* a beneficio di una maggiore convergenza degli approcci a livello UE.

Nell'ambito del *Joint Committee* le autorità europee hanno avviato le analisi sui costi-benefici dello sviluppo di un quadro comune, il *cyber resiliency testing*, per dare seguito al mandato ricevuto dalla Commissione europea nell'ambito del *FinTech Action Plan* di produrre un parere tecnico sulle eventuali modifiche da apportare alla normativa UE di riferimento.

Nel 2018 sono continuati i lavori del *Joint Committee* in materia di PRIIPs.

Tra i principali lavori del Comitato Congiunto in tema di PRIIPs, si annovera la pubblicazione di: i) Q&A su tematiche attinenti al KID; ii) un documento di consultazione contenente possibili modifiche mirate al Regolamento delegato (UE) 2017/653 dirette, tra l'altro, a rendere il KID dei PRIIPs maggiormente adeguato ai fondi Ucits, nella prospettiva che questi ultimi debbano applicarlo dal 1° gennaio 2020. Alla luce della possibile decisione del Consiglio e del Parlamento europeo di posticipare l'applicazione della normativa PRIIPs agli Ucits, le autorità europee hanno successivamente deciso di non proporre le modifiche oggetto della predetta consultazione pubblica, ma di avviare un processo di revisione più ampio della disciplina secondaria sui PRIIPs.

Nella materia della revisione legale, sono continuati i lavori in seno al 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 (EGAOB).

Il CEAOB ha il compito di: i) agevolare lo scambio di informazioni, conoscenze specialistiche e prassi ai fini dell'attuazione del Regolamento e della Direttiva Audit; ii) contribuire all'esame tecnico dei principi di revisione internazionali ai fini della loro adozione in Europa; iii) 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 ai gruppi di lavoro permanenti della 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 e sulla vigilanza delle informazioni finanziarie degli emittenti. Inoltre, gli sono stati attribuiti 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 i meccanismi attraverso i quali le sedi di negoziazione gestiscono in via automatizzata situazioni di estrema volatilità del mercato, raccomandando al riguardo l'introduzione di adeguati presidi, anche di vigilanza. Sono stati inoltre avviati lavori in materia di piattaforme di trading sulle quali si negoziano *crypto-asset*.

Riguardo la disciplina degli intermediari, il *Committee 3* ha elaborato una serie di misure dirette a mitigare i rischi per la tutela degli investitori connessi all'offerta alla clientela al dettaglio di prodotti speculativi OTC (*over the counter*), 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 la disciplina concernente la gestione dei conflitti di interesse degli intermediari durante il processo di raccolta di capitali in occasione di emissioni azionarie. Sono in corso iniziative in materia di utilizzo delle nuove tecnologie da

parte degli intermediari, inclusi il *machine learning* e l'intelligenza artificiale. Particolare attenzione è stata altresì dedicata alle tematiche dell'*outsourcing* e *cloud computing*.

Nel settore della gestione collettiva del risparmio, di competenza del *Committee 5*, si segnala la pubblicazione delle 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. Proseguono altresì i lavori in materia di utilizzo e misurazione della leva finanziaria.

L'Istituto ha partecipato 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. Nell'anno sono stati pubblicati gli aggiornamenti di *review* in materia di attuazione dei principi IOSCO sui fondi monetari, sulle cartolarizzazioni e sui *benchmark* finanziari, nonché sulla tutela e segregazione dei beni della clientela. Sono in corso ulteriori valutazioni in materia di adeguatezza nella distribuzione di prodotti complessi, nonché di attuazione dei principi sui mercati secondari.

Il Comitato 8, co-presieduto dalla Consob, ha redatto congiuntamente all'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) un rapporto in materia di *behavioral finance* a supporto dell'educazione finanziaria.

In materia di cooperazione internazionale, l'Istituto ha partecipato alle attività dello *Screening Group* che valuta la capacità delle autorità di rispettare gli standard di cooperazione International Organization of Securities Commissions (IOSCO) e di sottoscrivere lo IOSCO Memorandum of Understanding. Attualmente, i firmatari dello IOSCO MMoU sono più di 140. 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. Lo *Screening Group* ha inoltre valutato le prime richieste di adesione al nuovo accordo multilaterale IOSCO (cosiddetto Enhanced MMoU), stabilito nel 2018, teso a rafforzare ulteriormente gli strumenti di cooperazione internazionale per fini di *enforcement*.

L'Istituto è membro del Financial Stability Board (FSB) e partecipa ai principali gruppi di lavoro nelle materie di propria competenza. Nel 2018, in particolare, sono state condotte come di consueto le analisi relative ai rischi legati all'intermediazione finanziaria al di fuori del canale bancario e alle vulnerabilità del settore delle gestioni collettive. Sono stati pubblicati studi in merito agli effetti non voluti delle riforme sponsorizzate dal G-20 successivamente alla crisi finanziaria, anche nel settore dei derivati OTC, oltre che sul costante monitoraggio dei rischi sistemici connessi ai fenomeni FinTech.

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.

Indice generale

A Le questioni in corso e le linee di indirizzo

I	L'evoluzione del contesto economico	5
1	L'andamento dei mercati finanziari	5
2	L'innovazione tecnologica e i mercati finanziari	7
3	Lo sviluppo della finanza sostenibile	7
II	L'evoluzione del quadro normativo e regolamentare	9
1	Gli sviluppi in ambito europeo	9
1.1	La Capital Markets Union	9
1.2	Il FinTech e la finanza sostenibile	10
1.3	Ulteriori misure in materia di mercati e a tutela degli investitori	11
2	Il recepimento della normative europea e l'attività regolamentare	12
III	Le misure in vista della Brexit	17
1	Le attività concernenti i mercati	20
2	Le attività concernenti gli intermediari	23
IV	Le attività svolte e le linee di indirizzo per il 2019	27
1	I mercati	27
2	Gli emittenti	29
2.1	L'informativa finanziaria	29
2.2	L'informativa non finanziaria	32
2.3	Le offerte pubbliche di acquisto e scambio	33
2.4	La <i>corporate governance</i> e il controllo societario	34
2.5	Le società di revisione	36
3	Gli intermediari	37
3.1	Gli intermediari bancari autorizzati alla prestazione di servizi di investimento	39
3.2	Le imprese di investimento e le società di gestione di portali di <i>equity crowdfunding</i>	40
3.3	Gli intermediari-rete e i consulenti finanziari	41
3.4	Gli intermediari gestori	43

4	I prodotti <i>non-equity</i>	44
5	L'attività di contrasto all'abusivismo	45
6	L'educazione finanziaria	46
7	L'Arbitro per le controversie finanziarie (ACF).....	48
8	I provvedimenti sanzionatori.....	49
9	L'assetto organizzativo e funzionale interno.....	50
10	La gestione e la programmazione finanziaria.....	52
11	Linee di indirizzo per il 2019 e pianificazione strategica per il triennio 2019-2021.....	55
	11.1 Sostenere l'accesso delle imprese al mercato	55
	11.2 Accompagnare le imprese nel processo di applicazione della nuova normativa sull'informazione non finanziaria favorendo l'introduzione delle tematiche ESG	56
	11.3 Approfondire i fenomeni connessi al processo di digitalizzazione del sistema finanziario al fine di promuovere l'innovazione tutelando gli investitori	57
	11.4 Tutelare il risparmio e gli investitori tramite una visione integrata ed <i>evidence based</i>	58
	11.5 Potenziare le iniziative di educazione finanziaria	59
	11.6 Potenziare l'azione dell'Arbitro per le controversie finanziarie	60
	11.7 Rafforzare il ruolo attivo dell'Istituto e il <i>networking</i> nelle sedi internazionali.....	61
	11.8 Migliorare l'efficienza e la performance dell'Istituto anche in un'ottica di sostenibilità.....	61

B L'attività della Consob

I	La vigilanza sui mercati	65
1	Le sedi di negoziazione domestiche	65
	1.1 Il mercato azionario.....	65
	1.2 Il mercato EtfPlus	67
	1.3 Il mercato IDEM	68
	1.4 Il mercato SeDeX	69
	1.5 I mercati obbligazionari.....	70
2	La vigilanza sulle piattaforme di negoziazione	71

3	La vigilanza sulle negoziazioni e sulla integrità informativa dei mercati.....	74
3.1	La vigilanza su trasparenza e ordinato svolgimento delle negoziazioni	74
3.2	La vigilanza su ammissione, sospensione, esclusione e revoca di strumenti finanziari	79
4	La vigilanza sul <i>post-trading</i> e sui derivati OTC	80
5	La vigilanza sulle vendite allo scoperto.....	82
6	La vigilanza sulla diffusione degli studi societari e sui giudizi di rating.....	83
6.1	La vigilanza sulla diffusione delle ricerche e delle raccomandazioni di investimento	83
6.2	La vigilanza sulla diffusione dei giudizi di rating	84
7	La vigilanza sugli abusi di mercato	86
7.1	La prevenzione	86
7.2	La repressione.....	87
7.3	La rappresentanza in giudizio.....	90
II	La vigilanza su emittenti e società di revisione	99
1	L'informativa sugli assetti proprietari.....	99
2	Le offerte al pubblico di acquisto e scambio	100
3	La vigilanza sulle operazioni con parti correlate.....	106
4	La vigilanza sul governo societario e sugli organi di controllo interno	107
5	La vigilanza sulle società di revisione.....	112
III	La vigilanza su offerta al pubblico e informativa societaria	121
1	La vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di strumenti azionari.....	121
2	La vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di strumenti <i>non-equity</i>	122
3	La vigilanza sull'informazione societaria	129
3.1	L'informazione contabile.....	130
3.2	Il settore bancario e assicurativo.....	133
IV	La vigilanza sugli intermediari	137
1	I soggetti autorizzati alla prestazione di servizi di investimento	137
2	La vigilanza su banche e Sim	139
3	La vigilanza sulle società di gestione del risparmio.....	142
4	La vigilanza sui consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede	147
5	La vigilanza sull'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei Consulenti Finanziari (OCF).....	149
6	La vigilanza sui portali di <i>equity crowdfunding</i>	149

V	L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori	151
1	Gli accertamenti ispettivi	151
2	La vigilanza per la prevenzione del riciclaggio e il contrasto del terrorismo	153
3	Gli accertamenti e i provvedimenti per abusivismo	154
3.1	Gli accertamenti	154
3.2	I provvedimenti	157
4	I provvedimenti sanzionatori	158
4.1	I provvedimenti in materia di abusi di mercato	159
4.2	I provvedimenti relativi a intermediari e consulenti finanziari	160
4.3	I provvedimenti relativi agli emittenti	162
VI	L'attività regolamentare	165
1	Il recepimento delle direttive europee e l'attività regolamentare	165
2	Ulteriori interventi regolamentari	171
VII	La tutela dell'investitore	175
1	L'attività di educazione finanziaria	175
2	La gestione degli esposti	178
3	L'attività dell'Arbitro per le controversie finanziarie	180
VIII	I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob	185
1	Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza	185
2	La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto	192
2.1	Le decisioni di rilievo nell'ambito di cause civili per omessa vigilanza	192
2.2	Le ipotesi di ostacolo alla vigilanza	196
IX	Le attività di supporto e la cooperazione internazionale	197
1	La gestione finanziaria	197
2	L'assetto organizzativo e funzionale interno	199
3	La gestione delle risorse umane	199
4	I sistemi informativi	201
5	Le relazioni con l'esterno, convegni e studi	202
6	La cooperazione internazionale e la partecipazione della Consob ai gruppi internazionali	205