

## ***V. RELAZIONE ILLUSTRATIVA PROGRAMMATICA***

## IL CONTESTO DI RIFERIMENTO

### Il contesto normativo europeo

L'attività legislativa europea degli ultimi anni si è progressivamente incentrata sull'integrazione dei mercati nazionali dei capitali in un vero mercato unico. Infatti, lo sviluppo dei mercati dei capitali in Europa rappresenta una delle sfide più importanti per supportare la crescita economica, rendendo i finanziamenti più accessibili alle aziende europee, favorendo gli investimenti a lungo termine e consentendo al contempo agli investitori europei di accedere a un gamma ampia e diversificata di strumenti finanziari liquidi e trasparenti. Il perseguimento di questo obiettivo, accanto a quelli connessi ai temi della sostenibilità e dell'innovazione tecnologica, ha dato luogo ad una proliferazione di atti normativi che hanno apportato numerose innovazioni al diritto dei mercati finanziari, incidendo in modo rilevante anche sulle funzioni e sulle competenze della CONSOB.

Gli interventi realizzati sinora non sono tuttavia risolutivi. L'integrazione dei mercati dei capitali e il rilancio della competitività nell'Unione europea hanno assunto una rinnovata rilevanza strategica, specie alla luce delle dinamiche globali in atto, e sono al centro dell'agenda della nuova Commissione europea, insediatasi a dicembre 2024. I lavori che si stanno sviluppando attorno al progetto di Savings and Investments Union (SIU), valorizzando i progressi ottenuti nell'ambito della Capital Markets Union (CMU), sono diretti a sostenere il riposizionamento della UE in ambito globale rilanciando il mercato unico europeo e permettendo così di canalizzare adeguatamente i risparmi privati a sostegno della crescita e finanziare le transizioni verde, digitale e sociale.

Il processo di costruzione di una unione dei risparmi e degli investimenti si inserisce all'interno di un più ampio progetto di rilancio dell'Unione europea, denominato Competitiveness Compass, volto ad accrescerne la competitività attraverso un processo di alleggerimento degli oneri per le imprese tramite provvedimenti normativi c.d. Omnibus. In tale ambito sono state perseguite le seguenti linee di sviluppo:

- colmare il deficit di innovazione, sostenere le startup e la leadership in tecnologie come l'intelligenza artificiale;
- collegare la decarbonizzazione alla competitività, rendendo l'UE un polo attrattivo per la produzione sostenibile e abbassando i costi energetici;
- rafforzare le catene di approvvigionamento, promuovere partenariati e favorire le imprese europee negli appalti pubblici.

### Il contesto normativo in ambito domestico

Anche a livello nazionale l'obiettivo di favorire un maggiore sviluppo del mercato dei capitali è stato al centro di molteplici iniziative che a più livelli hanno avuto ad oggetto la disciplina dei mercati finanziari negli ultimi anni.

Alcuni interventi regolamentari della Consob hanno consentito di semplificare i procedimenti di approvazione dei prospetti, attraverso la previsione della possibilità di presentare le domande di approvazione anche in inglese e in formato digitale; inoltre, sono state introdotte tempistiche più stringenti per le istruttorie, potenziando la fase di interlocuzione preliminare con l'Autorità e la fase decisionale per i prospetti di titoli non equity e sono stati ridotti anche i relativi costi per gli operatori del settore.

La legge 5 marzo 2024, n. 21 (cosiddetta Legge Capitali) ha introdotto alcune modifiche al Testo unico della finanza (Tuf) con l'obiettivo di rendere più efficiente il mercato dei capitali domestico, sostenere l'accesso delle piccole e medie imprese, promuovere l'innovazione e rafforzare le tutele per gli investitori.

La Legge Capitali ha inoltre delegato il Governo alla riforma organica del Tuf e delle norme del codice civile che afferiscono alla disciplina delle società quotate in borsa. Si tratta di un intervento ad ampio spettro di fondamentale importanza per rilanciare lo sviluppo del mercato dei capitali italiano attraverso una riduzione degli oneri per le imprese, una razionalizzazione dei controlli e un più agevole accesso al mercato. Lo schema di decreto, attualmente sottoposto all'esame del Parlamento, rappresenta solo la prima fase di questo importante percorso di riforma.

Infatti, la riforma in atto, che originariamente avrebbe dovuto concludersi entro il 27 marzo 2025, è stata prorogata con la legge 11 marzo 2025, n. 28, di ulteriori 12 mesi (dunque sino al marzo 2026, termine ultimo per l'esercizio della delega legislativa). Per effetto di quest'ultimo intervento, inoltre, è stato ampliato il perimetro della riforma, ricomprendendovi anche materie afferenti alla più generale azione di vigilanza dell'Istituto e al regime sanzionatorio delineato dal Tuf.

Si tratta di una importante occasione per rilanciare lo sviluppo del mercato finanziario, che già registra l'impegno della Consob sul piano dell'attività di supporto al Ministero dell'economia e delle finanze nella definizione delle proposte di riforma e che richiederà – in misura significativa – un costante effort anche dal punto di vista delle ricadute sulla normativa secondaria e sulle prassi dell'Autorità.

In questa sede potrà continuare l'azione riformatrice della Consob, con il precipuo scopo di migliorare l'attrattività della piazza finanziaria italiana, garantendo al tempo stesso i presidi a tutela di risparmiatori e investitori.

## Il contesto macroeconomico e i mercati finanziari

L'attuale clima economico si caratterizza per una crescita economica su cui continuano a gravare rilevanti incertezze. L'instabilità delle relazioni politiche, commerciali ed economiche tra Paesi pesa sulle prospettive di crescita, frenando gli investimenti delle imprese e, più in generale, incentivando atteggiamenti di maggiore cautela in tutti gli operatori economici. In base alle ultime previsioni della Commissione europea (pubblicate a novembre 2025), nel 2026 la crescita attesa dell'economia reale nell'area euro si attesterebbe a +1,4% (in linea con l'incremento dell'1,4% del 2025). In questo contesto, la crescita del PIL in Italia mostrerebbe una dinamica meno incoraggiante (+0,4% nel 2025 e +0,8% nel 2026). Le stime sull'andamento

dell'economia italiana, contenute nel Documento Programmatico di Finanza Pubblica (DPFP) dell'ottobre scorso, sono pressoché in linea con quelle della Commissione europea poiché indicano una crescita del PIL pari allo 0,5% per il 2025 e allo 0,7% nel 2026. Considerando il triennio 2026-2028, le stime di crescita del DPFP indicano per la UE un incremento del PIL dell'1,1% nel 2026 e dell'1,7% nel 2027 e nel 2028, mentre per l'Italia l'incremento previsto si manterrebbe costantemente sotto l'1% (+0,7% nel 2026 e +0,8% nel 2027 e 2028).

Tuttavia, la debole congiuntura economica non sembra aver avuto ripercussioni significative sui mercati azionari. In Europa, da inizio anno al 7 novembre 2025, lo Eurostoxx50 ha registrato un incremento del 15,6% e negli USA lo S&P500 è cresciuto del 14,4%. In questo quadro, gli indici di riferimento dei mercati azionari dei maggiori paesi europei hanno esibito performance molto positive. In Italia il Ftse Mib è cresciuto del 25,6% seguito dal Dax tedesco (+20,5%) e dal Ftse100 britannico (+18,5%). In Spagna le performance sono risultate ancor più incoraggianti con l'Ibex35 che ha segnato un incremento del 39% circa, mentre in Francia il Cac40 ha visto una crescita più modesta (+9,2%).

Nonostante le buone performance dei mercati secondari, il numero delle società quotate continua a sperimentare una progressiva contrazione in molte economie avanzate, con un calo delle nuove ammissioni e un contestuale aumento dei delisting.

Con riferimento al mercato italiano, nel periodo gennaio 2024 – giugno 2025, il numero di società italiane ammesse alla negoziazione su Borsa Italiana è stato pari a 29, di cui solo due sul mercato principale Euronext Milan (EXM), tutte intervenute nel 2024, e 27 sull'Euronext Growth Milan (EGM), di cui solo 6 nel primo semestre del 2025. Nello stesso periodo sono uscite dal mercato 47 società, 22 da EXM e 25 da EGM (nel primo semestre del 2025 le revocche sono state 7 su EXM e 11 su EGM). Nel complesso quindi, il numero di società quotate o negoziate si è ridotto di 20 unità sull'EXM ed è cresciuto di due unità sull'EGM.

Considerando un orizzonte temporale più ampio, dal 2010 al primo semestre 2025, il numero di società domestiche quotate o negoziate sul mercato italiano è aumentato di 104 unità, sebbene il saldo sia fortemente negativo per EXM (-87 società quotate) e positivo per EGM (+191 società negoziate).

Sebbene il mercato di crescita italiano mostri una buona vitalità, distinguendosi come una delle piattaforme più attive per le nuove quotazioni nel contesto del Gruppo Euronext, occorre osservare che la capitalizzazione media delle società in ingresso sull'EGM risulta generalmente inferiore rispetto a quanto rilevato su altri mercati di crescita del Gruppo.

A fine settembre 2025 le società negoziate sui mercati di crescita gestiti da Euronext erano complessivamente 560. Di queste 259 risultavano negoziate su Euronext Growth Paris, 209 su Euronext Growth Milan, 82 su Euronext Growth Oslo e le restanti 16 su altri mercati. La capitalizzazione complessiva dei mercati di crescita gestiti da Euronext ammontava a 38 miliardi di euro di cui il 51% riferibile a Euronext Growth Paris e poco meno del 26% riferibile all'EGM italiano (9,8 miliardi di euro). Pertanto, nei due maggiori mercati di crescita del Gruppo Euronext, la capitalizzazione media delle società negoziate risultava pari, rispettivamente, a 75 e 47 milioni di euro. Quanto alla liquidità, nel confronto con il rispettivo mercato

regolamentato, l'EGM si connota per una minore liquidità sia, seppur lievemente, rispetto all'omologo mercato francese sia rispetto al mercato regolamentato EXM. Infatti, nei primi nove mesi del 2025, il controvalore mensile negoziato sull'EGM risultava pari al 2% della capitalizzazione (3% per il mercato di crescita francese) a fronte di un valore dell'8% rilevato per il mercato regolamentato EXM.

Alla base di uno sviluppo ancora troppo contenuto del mercato dei capitali domestico in relazione alle potenzialità dell'economia ci sono molteplici fattori, tra cui i più rilevanti sono connessi ad aspetti strutturali del nostro sistema finanziario.

In linea generale, in confronto ad altri maggiori paesi europei, l'Italia si caratterizza per un tessuto produttivo costituito in larga parte da imprese medio-piccole (PMI) e, al contempo, per un più basso ricorso delle società non finanziarie a fonti di finanziamento di mercato. Quanto al primo punto, in Italia oltre il 60% del valore aggiunto del settore produttivo privato è riferibile a imprese di dimensioni medio piccole (circa il 25% riferibile a microimprese con meno di 10 dipendenti) a fronte di una media UE del 51% e di valori nettamente inferiori al 50% per i maggiori paesi della UE. Quanto al secondo punto, a fine 2024 il peso di azioni quotate e obbligazioni sul totale delle fonti di finanziamento societario (market funding ratio) si colloca ben al di sotto della media europea, sebbene negli ultimi 10 anni tale rapporto abbia registrato una continua crescita, passando dal 30% nel 2015 al 40% nel 2024.

Il mercato azionario italiano si caratterizza inoltre per una presenza contenuta di investitori istituzionali, soprattutto esteri, a cui si associa a una ridotta liquidità dei mercati secondari che, soprattutto per le imprese di medie e piccole dimensioni (PMI), si riflette negativamente sulla valutazione delle imprese, accrescendone gli incentivi all'uscita. A fine ottobre 2025, la quota media di capitale riconducibile agli investitori istituzionali risultava prossima al 24% per le società con capitalizzazione superiore a un miliardo di euro a fronte di valori pari al 18% circa per quelle con capitalizzazione compresa tra 500 milioni e un miliardo. La quota scende sotto il 10% per le società con capitalizzazione inferiore a 500 milioni di euro. Inoltre, la quota media di capitale detenuta da investitori istituzionali superava il 30% per le società con un controvalore medio giornaliero degli scambi di titoli azionari superiore a 50 milioni di euro, mentre si collocava poco sopra il 7% per le società connotate da un controvalore medio giornaliero delle azioni scambiate inferiore a 200 mila euro.

Tuttavia, l'Italia si connota anche per un significativo ammontare di ricchezza finanziaria privata, in particolare delle famiglie. A fine giugno 2025, la ricchezza finanziaria delle famiglie risultava pari a oltre 6.000 miliardi di euro (6.148 miliardi), ossia 2,7 volte il PIL. Anche l'indebitamento risultava piuttosto contenuto con un rapporto tra passività e attività finanziarie (liabilities to asset ratio) del 17% a fronte di una media europea del 26%. Al contempo, nel nostro Paese il tasso di risparmio si mantiene da anni sotto la media dell'area euro, attestandosi, a giugno 2025, a poco più dell'12% rispetto a valori superiori al 15% per l'area euro. Con riferimento alla partecipazione al mercato dei capitali da parte delle famiglie, poco più di un quarto della ricchezza finanziaria dei risparmiatori italiani è costituito stabilmente da disponibilità liquide. Il dato indica una partecipazione ancora limitata al mercato dei capitali, sebbene superiore alla media europea.

Risulta pertanto di fondamentale importanza favorire un ambiente normativo, tecnico e culturale idoneo a canalizzare una maggiore quantità di risorse finanziarie private verso il finanziamento dell'economia e della crescita, specie nei settori maggiormente innovativi e a più elevato valore aggiunto. In questa ottica si collocano le citate iniziative di matrice europea e nazionale tese a intervenire su alcuni aspetti strutturali del nostro sistema finanziario con l'obiettivo di promuovere lo sviluppo dei mercati dei capitali e favorire l'accesso delle imprese a forme di finanziamento alternative al credito bancario.

Accanto a tale obiettivo, permane la crescente attenzione ai temi dell'innovazione e della sostenibilità. Quanto al primo tema, il diffondersi di strumenti di IA e la digitalizzazione dei servizi di investimento, accanto a benefici in termini di efficienza e produttività, pongono dei rischi che necessitano di un adeguato monitoraggio. Anche lo sviluppo dei mercati delle criptoattività e, in particolare delle stablecoins, può porre dei rischi, non solo ai fini della tutela degli investitori, ma anche della stabilità finanziaria complessiva, legati al crescere delle dimensioni del fenomeno e delle interconnessioni con il sistema finanziario tradizionale. Quanto al secondo tema, lo sviluppo di un ecosistema dell'informazione su performance e rischi ESG può mitigare condotte quali il green o il social washing, innalzando così il grado di tutela degli investitori e sostenendo la fiducia nei prodotti qualificati come ESG, nonché la capacità del mercato di prezzare correttamente questi strumenti, consentendo che le risorse affluiscano ad attività o progetti realmente meritevoli.

## LE AZIONI DELLA CONSOB

Alla luce delle dinamiche globali in atto, il rilancio della competitività dell'Unione europea e l'integrazione dei mercati dei capitali hanno assunto una rinnovata valenza strategica. Per l'Italia, lo sviluppo della piazza finanziaria domestica nel contesto europeo è un obiettivo al quale da tempo si sono conformate azioni legislative e interventi della CONSOB e che di recente ha trovato espressione, come detto, nell'adozione della legge 5 marzo 2024, n. 21 (cosiddetta Legge Capitali) e nei lavori di revisione del Tuf.

In questa ottica, la CONSOB consoliderà il proprio cambiamento volto a rendere più efficace ed efficiente l'attività di vigilanza e a sostenere lo sviluppo del mercato finanziario italiano secondo un modello di servizio orientato ad assicurarne la competitività, potenziare la protezione degli investitori, anche presidiando i rischi derivanti dall'evoluzione tecnologica, e favorire la canalizzazione del risparmio verso l'economia reale italiana.

In questa prospettiva le azioni della CONSOB si sviluppano lungo due direttrici e due fattori trasversali, attinenti rispettivamente alla transizione digitale e alla transizione sostenibile.

### *Direttrice 1 – Promuovere il cambiamento della Consob*

Proseguiranno le attività necessarie per dare piena attuazione alla riorganizzazione della CONSOB, al fine di promuoverne il rinnovamento e consentire alla stessa di interpretare in maniera sempre più proattiva ed efficace il proprio ruolo a servizio della tutela degli investitori

e dello sviluppo del mercato finanziario domestico. Gli effetti della riorganizzazione saranno oggetto di una prima valutazione, in particolare con riguardo al raggiungimento degli obiettivi di efficientamento, anche al fine di individuare eventuali affinamenti organizzativi e di dimensionamento delle funzioni. Al tempo stesso, verranno monitorate le necessità di adeguamento della struttura alle evoluzioni normative e dei mercati.

L'attuazione della strategia digitale della CONSOB potrà progredire più speditamente anche grazie alle nuove funzioni e ai nuovi compiti identificati dalla riorganizzazione, con particolare riferimento al governo dei dati e allo sviluppo di applicazioni basate sull'intelligenza artificiale e sulle capacità di analisi delle macchine. Disporre di dati della qualità attesa, descritti in un catalogo, accessibili sulla base di regole definite ex ante, conformi alla normativa nazionale ed europea, è infatti sinergico alla progressiva realizzazione del piano d'azione per l'applicazione di strumenti di IA. Lo sviluppo di applicazioni di IA permetterà altresì di disporre di strumenti evoluti, sia di early warning e rating sia di analisi, che diventeranno sempre più rilevanti per l'attività di vigilanza.

La progressiva adozione dell'approccio data driven e, in generale, la maggiore efficienza dei processi promossa dall'attuazione della riforma organizzativa consentiranno, nel medio termine, di ottimizzare l'uso delle risorse e razionalizzare i costi connessi al perseguimento delle finalità istituzionali. Ciò avrà ricadute positive anche sulla programmazione finanziaria della CONSOB e sull'evoluzione del regime contributivo.

Il processo di cambiamento della CONSOB sarà altresì funzionale al conseguimento dell'obiettivo di esercitare una leadership di pensiero e di azione sui temi rilevanti per lo sviluppo del mercato finanziario domestico, sia nell'ambito del ciclo di regolazione – a partire dal contributo ai processi decisionali inerenti alla produzione di nuove norme – sia nell'ambito della vigilanza. In particolare, la CONSOB si propone di fornire un contributo proattivo alla fase ascendente e alla fase discendente di formazione delle norme, che nel prossimo futuro vedranno una rivisitazione in ambito europeo a seguito degli sviluppi attesi in materia di Savings and Investments Union e di revisione delle disposizioni in materia di finanza sostenibile.

A tal fine, la CONSOB intende rafforzare il proprio ruolo nelle sedi internazionali, che già vedono la partecipazione del personale e di membri del Collegio in posizioni di rilievo. Rimane altresì strategico favorire la condivisione e il trasferimento delle competenze e dell'esperienza maturate sia attraverso la partecipazione dei propri dipendenti all'attività di amministrazioni pubbliche ed enti esteri, in particolare ESMA e Commissione europea, sia attraverso partnership con l'Accademia. Continuerà inoltre l'impegno nella collaborazione con le altre Autorità nazionali, anche attraverso l'attuazione dei Protocolli di intesa in essere, sottoscritti nell'ambito di comitati di coordinamento strategico e tecnico istituiti nel corso degli anni.

Nella definizione delle iniziative attinenti a tematiche di rilievo per lo sviluppo dei mercati finanziari, sarà ulteriormente potenziata l'interazione con gli stakeholders, attraverso le consultazioni che precedono l'adozione di regolamenti e il confronto diretto con gli attori interessati, nonché tramite il Comitato degli Operatori di Mercato e degli Investitori (COMI) e nelle sedi istituzionali che vedono il contributo delle associazioni dei risparmiatori e degli operatori di mercato.



L'attuazione della riforma organizzativa supporterà un altro importante snodo strategico, rappresentato dal potenziamento della comunicazione con l'esterno; in tale ambito, sarà fondamentale l'uso dei canali digitali. È previsto un completo restyling del sito istituzionale e della sua architettura informativa, accompagnato dall'attivazione di nuovi canali di comunicazione con il pubblico tramite social media.

## *Direttrice 2 – Favorire lo sviluppo dei mercati finanziari a supporto della crescita*

Lo sviluppo della piazza finanziaria italiana, da tempo nell'agenda della CONSOB e del legislatore domestico, è diventato ancora più attuale alla luce degli orientamenti europei tesi al rilancio della competitività e alla rinnovata centralità dell'integrazione dei mercati dei capitali. In questo contesto sono indispensabili interventi diretti in maniera sinergica al lato dell'offerta, con particolare riguardo all'accesso e alla permanenza delle imprese nel mercato dei capitali, e al lato della domanda, con riguardo alla partecipazione degli investitori istituzionali e degli investitori retail, al fine di favorire la canalizzazione del risparmio verso le attività dell'economia reale più produttive. Questa impostazione è anche alla base del già menzionato progetto Savings and Investments Union della Commissione europea.

Per quanto riguarda il lato dell'offerta, favorire l'accesso al mercato dei capitali delle imprese italiane rimane un obiettivo centrale e strategico per il rilancio della piazza finanziaria domestica. Ciò vale in particolare per le PMI che rappresentano, come noto, la struttura portante della nostra economia, oltre a costituire 'nicchie di eccellenza' in diversi settori nel panorama internazionale. Per poter competere adeguatamente su scala globale, esse necessitano di una adeguata crescita dimensionale nonché di investimenti in innovazione tecnologica.

Quanto al tema relativo alla permanenza delle imprese nel mercato dei capitali, il trend – già in atto da diversi anni – che vede l'abbandono del listino da parte di numerosi emittenti che non ritengono vantaggiosa la quotazione borsistica, a fronte di un numero sempre più ridotto di nuove ammissioni, rende quanto mai urgente l'individuazione di misure che favoriscano il mantenimento della quotazione da parte delle società già quotate.

In questo contesto, è decisivo agire anche dal lato della domanda, rafforzando il ruolo degli investitori istituzionali, in particolare di quelli domestici, poiché dotati di risorse consistenti e di orizzonti di investimento a lungo termine. In generale, una maggiore partecipazione ai mercati azionari degli investitori istituzionali può favorire non solo la diversificazione delle fonti di finanziamento delle imprese, ma anche una maggiore liquidità dei titoli quotati/ammessi a negoziazione e la corretta valutazione di mercato delle imprese stesse.

Attualmente, la presenza degli investitori istituzionali nell'azionariato delle società quotate italiane è maggiore nelle imprese con più elevata capitalizzazione di mercato, risultando più contenuta nelle società small e mid-cap, che inoltre tendono a essere oggetto di maggiore interesse da parte di investitori domestici specializzati piuttosto che dei grandi investitori internazionali.



Su tali temi la CONSOB continuerà a offrire il proprio contributo anzitutto per sfruttare appieno le occasioni offerte dalla disciplina europea. Le nuove disposizioni europee sono volte a favorire l'accesso al mercato dei capitali, attraverso la semplificazione degli adempimenti nella fase di quotazione, e la permanenza sul mercato stesso, attraverso la semplificazione degli adempimenti in materia market abuse; nella stessa direzione vanno le norme che facilitano la produzione di ricerche sulle PMI e le disposizioni in materia di azioni a voto multiplo.

La riforma del Tuf, inoltre, comporterà un'intensa attività di revisione della regolamentazione secondaria di competenza della CONSOB, per l'adeguamento alle nuove disposizioni. In tale contesto, l'Istituto continuerà ad adoperarsi sia per la rimozione dei casi di cosiddetto goldplating sia per semplificare i procedimenti di scrutinio dei prospetti e ridurne i tempi amministrativi e i costi, anche nell'ottica di una maggiore convergenza verso le prassi europee e di semplificazione della comunicazione con i soggetti esterni.

In una prospettiva di sviluppo dei mercati finanziari, sempre con riferimento alle azioni possibili dal lato della domanda, appare parimenti decisivo incentivare la partecipazione degli investitori retail al mercato mobiliare.

Per promuovere la canalizzazione del risparmio delle famiglie all'economia reale rimane strategico potenziare gli strumenti di tutela degli investitori retail, soprattutto a fronte dei rischi associati all'investimento tramite canali digitali nonché preservare e innalzare la fiducia nel sistema finanziario, anche attraverso relazioni corrette con gli intermediari e, nei casi di controversie, la risoluzione stragiudiziale attraverso l'Arbitro per le Controversie Finanziarie.

La CONSOB proseguirà lo sviluppo, in collaborazione con le Università, di soluzioni basate sull'uso dell'intelligenza artificiale a supporto della vigilanza in materia di fenomeni abusivi su web e fenomeni di greenwashing.

Sempre in un'ottica di tutela degli investitori e dell'integrità del mercato, particolare attenzione verrà prestata all'applicazione della disciplina MiCAR, accompagnando gli operatori italiani interessati verso le prospettive di emissione e circolazione di strumenti finanziari in forma digitale nella soluzione di questioni di conformità normativa e di vigilanza. Al contempo proseguiranno le iniziative dirette ad assicurare in modo proattivo la coerenza tra gli approcci di vigilanza delle diverse autorità nazionali. Nei prossimi anni sarà inoltre condotta una verifica tesa ad accertare la congruità del quadro applicativo rispetto alle evoluzioni di mercato e alla luce delle evidenze di vigilanza sull'osservanza della disciplina MiCAR da parte degli emittenti e dei prestatori di servizi per le crypto-attività.

I temi menzionati saranno sempre più presenti nei programmi di educazione finanziaria della CONSOB, che nei prossimi anni si concentreranno sulla formazione dei formatori, potenziando i progetti destinati alla platea degli insegnanti, e sulle collaborazioni istituzionali, in linea con le previsioni della Legge Capitali e nell'ambito del Comitato nazionale per l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale. La platea di destinatari raggiungibile potrà essere ampliata anche attraverso l'utilizzo di media e social network, in sinergia con l'attività di comunicazione con l'esterno.

### *Fattori trasversali – La transizione digitale*

A partire dal 2020, la CONSOB ha progressivamente definito una strategia digitale che vede la transizione tecnologica parte integrante dei propri indirizzi strategici, rispetto ai quali ha assunto una valenza strumentale rappresentandone una delle linee di azione primarie. La suddetta strategia va oltre la mera automazione dei processi e l'implementazione di nuove tecnologie, inserendosi in un quadro più ampio di innovazione, evoluzione operativa e trasformazione della cultura organizzativa verso l'elaborazione di nuovi modelli di vigilanza e metodi di lavoro.

Nel prossimo triennio, si procederà all'industrializzazione e rilascio di versioni evolutive in ambiente di esercizio di modelli di IA ingegnerizzati in soluzione software, attraverso una gestione strutturata dei progetti di IA e lo sviluppo di procedure di data-preparation.

In prospettiva, l'integrazione di soluzioni digitali non solo continuerà a potenziare l'efficienza organizzativa, ma favorirà sempre più l'adozione di modelli di lavoro profondamente innovativi e sostenibili. L'ampliamento progressivo e parallelo del volume di dati accessibili e delle tecniche di analisi, a parità di capitale umano impiegato, potrà infatti consentire alla vigilanza di estendere il perimetro e la profondità dei fenomeni esaminati.

Nell'ottica di incentivare l'innovazione nell'industria finanziaria (FinTech), a supporto dell'inclusione finanziaria e della canalizzazione del risparmio verso iniziative produttive meritevoli, tutelando al contempo gli investitori nel mercato digitale, la CONSOB continuerà i lavori di aggiornamento e attuazione del quadro regolatorio sulla finanza digitale, in via di consolidamento in ambito nazionale ed europeo, fornendo un contributo proattivo al ciclo di regolazione.

La CONSOB continuerà altresì a vigilare sui comparti dei mercati e dell'industria più interessati dall'innovazione finanziaria con un approccio teso a favorire un adeguato sviluppo delle applicazioni delle nuove tecnologie nel rispetto dei presidi di trasparenza, sicurezza e tutela degli investitori. In qualità di membro permanente del "Comitato FinTech" istituito presso il Ministero dell'Economia e delle Finanze, proseguirà la cooperazione con le Autorità e le Istituzioni che ne fanno parte. In prospettiva, anche alla luce della crescente integrazione dei mercati e dei servizi di investimento su base transfrontaliera, sarà infine cruciale la collaborazione con l'ESMA e le altre autorità di vigilanza nazionali.

### *Fattori trasversali – La transizione sostenibile*

Nell'ambito della riforma organizzativa è stato affidato a una funzione trasversale l'incarico di avviare iniziative volte allo sviluppo della sostenibilità dell'Istituto, nonché di assicurare l'efficienza e l'efficacia dell'attività in materia ESG nei confronti delle diverse categorie di soggetti vigilati.

Con riguardo al primo profilo, saranno valutate le azioni da intraprendere per l'adozione di politiche mirate alla valorizzazione delle diversità e alla promozione della parità e dell'inclusione nonché per l'elaborazione della rendicontazione in materia di sostenibilità, in

modo da comunicare in maniera trasparente ai propri stakeholders le scelte organizzative per la definizione di un framework integrato dei profili ambientali, sociali e di buon governo.

Per quanto riguarda la vigilanza, si conferma la valenza strategica del contrasto al fenomeno del greenwashing nell'ambito di un approccio teso ad accompagnare e monitorare gli operatori nell'applicazione della disciplina in vigore, anche alla luce dei processi di revisione in corso.

In questo ambito, la CONSOB ritiene strategico proseguire nella convergenza di vigilanza promossa dall'ESMA, con particolare riguardo alle iniziative volte a rafforzare i controlli diretti sull'informativa di sostenibilità secondo le priorità e le linee guida fissate dall'Autorità europea per le rendicontazioni di sostenibilità (Guidelines on Enforcement of Sustainability Information - GLESI), tenendo conto dei profili di interconnessione tra disclosure finanziaria e di sostenibilità, e l'esame delle informazioni di sostenibilità contenute nei prospetti.

Nel rinnovato quadro d'azione europeo la CONSOB monitorerà il processo legislativo volto all'approvazione delle proposte di semplificazione per il settore della finanza sostenibile, fornendo il suo contributo nelle opportune sedi istituzionali e ne valuterà l'impatto sull'attività di vigilanza che sarà svolta sui nuovi obblighi informativi in tema di reporting non finanziario delle società quotate.

## **PROGRAMMAZIONE FINANZIARIA 2026-2028**

Nel delineare la programmazione finanziaria per il triennio 2026-2028, la Consob intende assicurare la piena coerenza tra gli obiettivi strategici individuati e le risorse necessarie al loro perseguimento, in un quadro economico e regolamentare caratterizzato da crescenti sfide e da un rapido processo di trasformazione dei mercati finanziari. La sostenibilità economico-gestionale dell'azione istituzionale rappresenta, in tale contesto, un presupposto imprescindibile per consolidare il ruolo dell'Autorità nel supportare lo sviluppo competitivo della piazza finanziaria italiana e nel garantire adeguati presidi a tutela di investitori e risparmiatori.

La programmazione pluriennale delle risorse, pertanto, non assume una funzione meramente previsionale, ma si configura come strumento di governo volto a rafforzare la capacità operativa della Consob, assicurando la continuità dei progetti strategici, il presidio dei rischi emergenti e la progressiva evoluzione dell'Istituto verso modelli organizzativi e tecnologici più avanzati. Tale impostazione risulta particolarmente rilevante in vista delle riforme in corso a livello europeo e nazionale e dell'ampliamento delle competenze di vigilanza, che richiederanno un impegno crescente in termini di capitale umano, infrastrutture digitali e investimenti in innovazione.

## Previsione delle Spese 2026-2028

La «Spesa complessiva» risultante dal Bilancio di Previsione 2026 assomma a € 209,5 milioni, di cui € 198,5 milioni per «Spese correnti» e € 11,0 milioni per «Spese in conto capitale».

Tale spesa presenta, rispetto all'omologo iscritto nel Bilancio di previsione per l'esercizio 2025 (pari a € 199,9 ml.), un incremento di € 9,6 milioni (+ 4,8%). Le cause di tale incremento sono, in sintesi, essenzialmente da ricondurre alle maggiori spese per il personale e per la gestione del sistema informatico.

Nella tavola riportata di seguito si espongono le spese previste per il 2026 rispetto a quelle previste per il 2025:

(Tav. 1)

(in milioni di euro)

SPESE	Preventivo 2025	Preventivo 2026	Variazione
<i>Spese per il personale e per i Componenti la Commissione (cat. 1)</i>	148,28	154,31	6,03
<i>Imposte e tasse a carico dell'Amministrazione (cat. 2)</i>	10,58	10,91	0,33
<i>Spese per acquisizione di beni di consumo e servizi (cat. 3)</i>	26,32	29,55	3,23
<i>Oneri per ripristino immobilizzazioni e altri accantonamenti (cat. 4)</i>	2,46	2,71	0,25
<i>Fondo di riserva per spese impreviste e maggiori spese (cat. 5)</i>	0,2	0,2	-
<i>Altre spese (cat. 5)</i>	0,9	0,85	-0,05
<b>Spese correnti</b>	<b>188,74</b>	<b>198,53</b>	<b>9,79</b>
<i>Spese per beni immobili (cat. 6)</i>	3,39	3,55	0,16
<i>Immobilizzazioni tecniche (cat. 7)</i>	7,82	7,5	-0,32
<b>Spese in conto capitale</b>	<b>11,21</b>	<b>11,05</b>	<b>-0,16</b>
<b>TOTALE SPESE</b>	<b>199,95</b>	<b>209,58</b>	<b>9,63</b>

La Spesa per il personale è stata stimata sulla base del personale attualmente in servizio e delle nuove assunzioni di risorse la cui immissione in servizio è programmata per il 2026 (n. 28 unità) e tiene conto dell'adeguamento delle retribuzioni al tasso di inflazione programmata<sup>1</sup>, degli incrementi degli assegni individuali di qualifica per il personale dell'Area Operativa, dei passaggi di segmento e avanzamenti di livello per il personale dell'Area Manageriale, degli accantonamenti ai fondi pensionistici e di quiescenza nonché dell'impatto della sentenza n. 135/2025 della Corte Costituzionale<sup>2</sup>, che ha dichiarato l'illegittimità dell'art. 13, comma 1, del D.L. n. 66/2014 in materia di limiti retributivi, con conseguenti effetti di adeguamento sul trattamento economico del personale interessato.

La Spesa informatica è stata prevista in complessivi € 25 milioni (di cui € 17 milioni per spese correnti ed € 8 milioni per spese in conto capitale) in crescita rispetto al bilancio preventivo 2025 in cui si attestava a € 20,5 milioni. In particolare, si registra un incremento attribuibile alle Spese per le infrastrutture informatiche in cloud, complessivamente pari a € 3,49 milioni. Tale evoluzione riflette la strategia posta in essere dall'Istituto nell'ambito ICT.

Coerentemente con questa strategia, le spese relative al Noleggio manutenzione e assistenza prodotti hardware e software e infrastrutture di telecomunicazione sono previste

<sup>1</sup> IPCA prevista per il 2026 è pari al 2%.

<sup>2</sup> Pubblicata nella Gazzetta Ufficiale del 30 luglio 2025.

pari a € 3,33 milioni, in leggera crescita rispetto alle previsioni per l'esercizio precedente (+2,49%). Anche in questo caso, l'andamento conferma la strategia di investimento nell'ambito ICT già avviata dall'Istituto, garantendo continuità e consistenza negli interventi di modernizzazione tecnologica.

Le altre spese correnti di gestione sono sostenute per la manutenzione ordinaria e conduzione degli immobili sedi dell'Istituto (pulizie, manutenzioni, utenze, assicurazioni, etc.); per il funzionamento dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie; per le pubblicazioni, banche dati e materiale di informazione in genere; per le consulenze, per la rappresentanza e difesa in giudizio, per il funzionamento degli organi istituzionali (Collegio dei revisori dei conti, Garante etico); per il contributo ad enti ed organismi nazionali ed internazionali (in particolare si segnalano le quote annuali per il funzionamento dell'Esma, della Iosco e dell'Ifiar); per le spese d'ufficio, imposte e tasse e oneri finanziari. Per molti di questi capitoli di spesa, sulla base delle previsioni formulate dalle competenti divisioni e per effetto della politica di spending review, che è stata attuata anche in questo esercizio, è prevista una riduzione.

Le altre spese per investimenti sono essenzialmente caratterizzate dalla manutenzione straordinaria degli immobili dell'Istituto.

Per quanto attiene alla gestione degli immobili, si ricorda che l'Istituto attualmente dispone di tre sedi. La sede di proprietà sita in via G.B. Martini in Roma (acquistata nel corso del 2001), la sede di via Broletto n. 7 in Milano (in concessione d'uso dal Comune di Milano dal 1999 per 60 anni) e la sede di via Rovello n. 6 in Milano (in locazione a decorrere dal 2016).

Nella tavola riportata di seguito si espongono le spese previste per il triennio 2026-2028:

(Tav. 2)

(in milioni di euro)

SPESE	Previsioni 2026	Previsioni 2027	Variazione Assoluta	Previsioni 2028	Variazione Assoluta
<i>Spese per il personale e per i Componenti la Commissione</i>	154,3	157,5	3,2	162,1	4,6
<i>Imposte e tasse a carico dell'Amministrazione</i>	10,9	11	0,1	11,2	0,2
<i>Spese per acquisizione di beni e servizi</i>	29,6	29,5	-0,1	28,7	-0,8
<i>Oneri per ripristino immobilizzazioni ed altri accantonamenti</i>	2,7	0,4	-2,3	0,4	0
<i>Fondo riserva per spese impreviste e Altre Spese</i>	1	1	0	1	0
<b>Totale Spese Correnti</b>	<b>198,5</b>	<b>199,5</b>	<b>1</b>	<b>203,4</b>	<b>3,9</b>
<i>Spese per beni immobili</i>	3,5	5,4	1,9	4,5	-0,9
<i>Immobilizzazioni tecniche</i>	7,5	6,9	-0,6	6,1	-0,8
<b>Totale Spese in conto capitale</b>	<b>11</b>	<b>12,3</b>	<b>1,3</b>	<b>10,6</b>	<b>-1,7</b>
<b>TOTALE GENERALE SPESE</b>	<b>209,5</b>	<b>211,8</b>	<b>2,3</b>	<b>214</b>	<b>2,2</b>

La Spesa prevista per il triennio registra un incremento per effetto delle assunzioni previste e della ordinaria crescita delle retribuzioni nel corso del triennio (per adeguamenti inflattivi e passaggi di livello).

Sulle spese per acquisizione di beni e servizi incidono in misura significativa i costi relativi al settore informatico, che per la parte corrente sono stimati pari a € 14,8 milioni nel 2027 e € 14,0 milioni nel 2028.

Le Spese per beni immobili tengono conto della riprogrammazione delle spese di manutenzione straordinaria dell'immobile di Roma. Non si prevedono nuovi accantonamenti al Fondo ripristino beni mobili e immobili.

Le immobilizzazioni tecniche riflettono principalmente l'andamento delle spese informatiche oggetto di capitalizzazione, previste pari a € 5,4 milioni nel 2027 e € 4,4 milioni nel 2028. Per quanto attiene al 2027, si segnala l'incremento delle spese in conto capitale per il rifacimento degli infissi che, sulla base del cronoprogramma, si concentreranno in tale esercizio.

### Previsione delle Entrate 2026-2028

Le Entrate previste per l'esercizio 2026 ammontano complessivamente a € 209,6 milioni e derivano, per € 1 milione, da Trasferimenti dallo Stato; per € 169,2 milioni, dalle Entrate contributive; per € 12,9 milioni da Interessi attivi e proventi finanziari; per € 17,1 milioni per gli Utilizzi dei Fondi di ripristino, del Fondo per tutela stragiudiziale e del Fondo oneri per rinnovi contrattuali; per € 9,4 milioni da Altre Entrate connesse i) alle attività dell'Arbitro per le controversie finanziarie, ii) recuperi e rimborsi diversi, iii) stima degli importi da svincolare dal Fondo rischi restituzione somme liquidate a favore dell'Istituto da provvedimenti giudiziari per intervenuta definitività.

I Trasferimenti da parte dello Stato risultano in leggera flessione rispetto all'esercizio 2025, sia con riguardo alle risorse destinate al fondo per la tutela stragiudiziale dei risparmiatori e degli investitori (in diminuzione di circa € 11 mila), sia in relazione allo stanziamento volto a finanziare le spese per la gestione della cybersicurezza (in calo di circa € 71 mila). Tali riduzioni riflettono gli interventi di contenimento della spesa pubblica previsti nella bozza di legge di bilancio e si inseriscono in un trend già in atto di progressiva erosione di questa tipologia di entrate, che risulta ormai marginale nel complesso delle risorse dell'Istituto.

Nella tavola riportata di seguito si espongono le «Entrate complessive» delle Previsioni per l'esercizio 2026, confrontate con i dati delle Previsioni per l'esercizio 2025:

(Tav. 3)

(in milioni di euro)

ENTRATE	Previsioni 2025	Previsioni 2026	Variazione
<b>Avanzo esercizio precedente</b>	0	0	–
<b>Trasferimento a carico dello Stato</b>	1,1	1	-0,1
<b>Entrate contributive</b>	148	169,2	21,2
<b>Utilizzo Fondo stabilizzazione entrate contributive</b>	8	0	-8
<b>Interessi attivi e Proventi su titoli di Stato immobilizzati</b>	9,9	12,9	3
<b>Utilizzo Fondi ripristino e altri fondi rischi ed oneri</b>	17	17,1	0,1
<b>Altre entrate</b>	15,9	9,4	-6,5
<b>TOTALE ENTRATE</b>	<b>199,9</b>	<b>209,6</b>	<b>9,7</b>

Le Entrate contributive, concernenti i contributi di vigilanza, assommano ad € 169,2 milioni e segnano, avuto riguardo al complessivo quadro delle fonti di finanziamento per il 2026 ed al volume della Spesa prevista per tale anno, un incremento di € 21,2 milioni (+ 14,3%).

Per il 2026 è stato, inoltre, previsto l'utilizzo, per € 7,8 milioni, delle disponibilità del Fondo per la tutela stragiudiziale dei risparmiatori e degli investitori per il finanziamento delle spese di accesso alle procedure dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie, delle iniziative di Educazione Finanziarie, delle attività di vigilanza sui fenomeni di abusivismo, oltreché per il finanziamento delle spese per innovazione tecnologica e transizione digitale, ai sensi dell'art. 27, comma 2-bis, del decreto legge 6 novembre 2021, n. 152.

Le altre fonti di entrata previste per l'esercizio 2026 comprendono gli interessi attivi (€ 12,9 milioni), rivenienti dall'impiego in titoli di Stato delle eccedenze temporanee di liquidità e dei fondi con destinazione vincolata ed i proventi da titoli di Stato immobilizzati. L'incremento per circa € 3 milioni riflette gli effetti dei recenti investimenti in titoli di Stato e del conseguente rendimento atteso per l'esercizio.

Per quanto concerne le altre voci di entrata si osserva un decremento di € 14,5 milioni per il 2026 su cui incide la riduzione delle entrate attese a seguito di svincolo di somme liquidate da provvedimenti giudiziari non definitivi (-€ 9,3 milioni) e il non utilizzo, a differenza di quanto previsto per il 2025, del fondo per la stabilizzazione delle entrate contributive (- € 8 milioni).

Di seguito si espongono le Entrate previste per il triennio 2026-2028 e le rispettive variazioni da un anno all'altro.

(Tav. 4)

(in milioni di euro)

ENTRATE	Previsioni 2026	Previsioni 2027	Variazione Assoluta	Previsioni 2028	Variazione Assoluta
Avanzo di amministrazione esercizio precedente	-	-	-	-	-
Entrate per Trasferimento a carico dello Stato	1	0,2	-0,8	0,2	-
Entrate contributive	169,2	174,2	5	179,4	5,2
Utilizzo Fondo per la stabilizzazione delle entrate contributive	-	-	-	-	-
Altre entrate	39,4	37,4	-2	34,3	-3,1
Entrate in c/capitale	0	0	0	0	0
<b>TOTALE ENTRATE</b>	<b>209,6</b>	<b>211,9</b>	<b>2,3</b>	<b>214</b>	<b>2,1</b>

La tendenza delle entrate stimate per il triennio di riferimento, composto dal gettito contributivo programmato che rappresenta la principale fonte di copertura, tiene conto dell'andamento delle spese e della disponibilità delle altre fonti di copertura.

Le entrate necessarie per poter garantire la copertura finanziaria delle spese previste per il triennio registrano un incremento di circa € 5 milioni nel 2027 e di ulteriori circa € 5,2 milioni per il 2028. In continuità con quanto stimato per il 2026, non si prevede di ricorrere all'Utilizzo del Fondo per la stabilizzazione delle entrate contributive né per il 2027 né per il 2028.