

# Relazione per l'anno 2024

Roma, 31 marzo 2025





# Relazione per l'anno 2024

Roma, 31 marzo 2025

*Presidente*

**Paolo Savona**

*Componenti*

**Chiara Mosca**

**Carlo Comporti**

**Gabriella Alemanno**

**Federico Cornelli**

*Direttore Generale*

**Luca Giuseppe Filippa**

*Vice Direttore Generale*

**Giampiero Longobardi**

*Segretario Generale*

**Nadia Linciano**

(dal 30 ottobre 2024)



## **CONSOB**

00198 Roma - Via G.B. Martini, 3

**t** +39.06.84771 centralino

**f** +39.06.8477612

20121 Milano - Via Broletto, 7

**t** +39.02.724201 centralino

**f** +39.02.89010696

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

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

Tutti i diritti riservati.

È consentita la riproduzione

a fini didattici e non commerciali,

a condizione che venga citata la fonte.

ISSN 2282-1392 (online)

ISSN 2281-9452 (stampa)

# Relazione per l'anno 2024

<b>A</b>	<b>Le linee programmatiche</b>	<b>3</b>
<b>B</b>	<b>L'attività</b>	<b>21</b>
	Le iniziative per celebrare i 50 anni della CONSOB	23
I	La vigilanza sui mercati	25
II	La vigilanza sugli emittenti	42
III	La vigilanza sugli intermediari	64
IV	La vigilanza sulle società di revisione	74
V	L'attività ispettiva e il contrasto all'abusivismo	79
VI	L'attività di comunicazione e le altre attività a tutela dell'investitore	86
VII	L'attività sanzionatoria	91
VIII	Le attività di studio e regolamentazione	95
IX	L'attività internazionale	103
X	I sistemi informativi	116
XI	La gestione delle risorse umane	119
XII	La gestione delle risorse economico-finanziarie	125
XIII	I controlli giurisdizionali sull'attività della CONSOB	128
<b>C</b>	<b>Appendice statistica</b>	<b>139</b>
	Indice generale	179

## Indice dei riquadri

1	La tokenizzazione degli strumenti finanziari	33
2	Listing Act e informazioni privilegiate	39
3	Le offerte pubbliche svolte in Italia nel periodo 2020-2024	51
4	Listing Act e la disciplina in materia di prospetti	62
5	Le iniziative dell'ESMA sull'utilizzo dell'intelligenza artificiale nella prestazione di servizi di investimento	65

# Relazione al Ministro dell'Economia e delle Finanze

La relazione che segue, riferita all'anno 2024, 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 linee programmatiche A





## 1 L'evoluzione del quadro economico di riferimento e i mercati finanziari

Nel 2024 le tensioni geopolitiche, l'aspettativa di una riconfigurazione delle relazioni internazionali e la tendenza alla frammentazione dell'economia globale per aree geografiche hanno alimentato un clima generale di incertezza. Nell'area euro, il rallentamento dell'attività economica ha portato l'inflazione al di sotto dei picchi osservati nel biennio 2022-2023; sviluppi avversi del contesto di riferimento potrebbero, tuttavia, determinare rialzi nei prezzi delle materie prime che avrebbero effetti sulla dinamica dell'inflazione e, per tale via, sugli orientamenti di politica monetaria. Nel frattempo, diviene sempre più ampio il divario tra la crescita economica europea e quella degli Stati Uniti, che riflette un gap nell'innovazione tecnologica e nella crescita della produttività.

Le dinamiche macroeconomiche in atto si sono riflesse sulle performance dei mercati azionari. Lo S&P500 è cresciuto del 23% circa nel 2024 a fronte di un incremento dell'8% dello EuroStoxx50. I mercati azionari dei maggiori paesi dell'area euro hanno registrato andamenti eterogenei: l'indice tedesco Dax40 è aumentato del 19% circa, seguito dall'Ibex35 spagnolo (+15%) e dal Ftse Mib italiano (+13%); l'indice francese Cac40 è calato invece del 2% circa.

Sul piano strutturale, i mercati europei continuano a caratterizzarsi per dimensioni inferiori rispetto al mercato statunitense, con il quale condividono, tuttavia, da diversi anni, un calo del numero di società quotate sui mercati azionari principali. Il fenomeno è, comunque, più pronunciato nell'area euro, dove anche il mercato italiano sta registrando un progressivo assottigliamento del listino, determinato da un numero significativo di *delisting*, a fronte di sporadici nuovi ingressi.

Nello specifico, nel 2024, il numero di società italiane ammesse alla negoziazione su Borsa Italiana è stato pari a 23, di cui solo due sul mercato principale Euronext Milan (EXM) e 21 sull'Euronext Growth Milan (EGM). Nello stesso periodo sono uscite dal mercato 29 società, 15 da EXM e 14 da EGM. Considerando un orizzonte temporale più ampio, dal 2018 le ammissioni a quotazione di società italiane sono state 50 su EXM a fronte di 84 *delisting*. Al contempo, 204 società sono state ammesse a negoziazione su EGM a fronte di 91 *delisting*. Nel complesso, quindi, il numero di società quotate o negoziate sul mercato italiano è aumentato di 79 unità, sebbene il saldo sia negativo per EXM (-34 società quotate).

Questa tendenza è in linea con quanto osservato negli altri mercati europei, sia per il Gruppo Euronext – con Parigi in prima posizione tra le piazze interessate dal fenomeno – sia per il London Stock Exchange, dove il fenomeno dei *delisting* si è rivelato ancora più marcato anche in conseguenza della Brexit. A livello globale, fanno eccezione i mercati svedese e indiano.

Un'eccezione parziale è rappresentata dal mercato delle piccole e medie imprese italiane, ovvero Euronext Growth Milan, che si conferma tra le piattaforme più attive per le nuove quotazioni nel contesto del Gruppo Euronext. Tuttavia, la capitalizzazione media delle società in ingresso risulta generalmente inferiore rispetto a quanto rilevato sugli altri mercati di crescita del Gruppo, confermando una caratteristica distintiva del mercato italiano, storicamente caratterizzato da una prevalenza di società a bassa capitalizzazione. L'EGM si connota peraltro anche per una minore liquidità rispetto ai mercati di crescita dei maggiori paesi dell'area euro.

Nel 2024 il mercato italiano è stato interessato anche dal completamento del processo di integrazione di Borsa Italiana nel Gruppo Euronext, con l'ultima fase di migrazione di tutti i mercati domestici sulla piattaforma Optiq. L'operazione ha richiesto un coordinamento tra le diverse entità coinvolte nell'ambito del Gruppo, e un articolato piano di test e validazione, finalizzato a garantire la continuità operativa e l'adesione ai requisiti normativi (si veda anche il capitolo I 'La vigilanza sui mercati', Parte B). Inoltre, dal 15 luglio 2024, la controparte centrale italiana, Euronext Clearing (Cassa di Compensazione e Garanzia Spa), ha iniziato a operare come unica CCP per i mercati dei derivati su azioni di Euronext Paris, Euronext Amsterdam, Euronext Brussels, Euronext Lisbon ed Euronext Oslo, concludendo il progetto di internalizzazione dei flussi di *clearing* nel Gruppo Euronext e concentrando ulteriormente le attività di compensazione e regolamento.

Rispetto agli Stati Uniti, l'area euro si caratterizza, inoltre, per una più contenuta partecipazione degli investitori istituzionali ai mercati azionari: a novembre 2024, la capitalizzazione di mercato delle prime 100 società europee riferibile agli investitori istituzionali risultava pari al 42% del totale, mentre per le società statunitensi il dato si collocava al 74% circa<sup>1</sup>.

Le differenze tra il mercato statunitense e quello europeo sono pronunciate anche per quanto riguarda gli investimenti di *private equity*. Secondo stime di analisti del settore, nei primi nove mesi del 2024 gli investimenti negli Stati Uniti hanno raggiunto i 650 miliardi di dollari USA, pari a 1,6 volte il dato europeo (413 miliardi). L'Italia ha rappresentato quasi il 15% del valore delle transazioni in Europa.

Nel settore del *venture capital*, il divario tra Europa e Stati Uniti è ancora più marcato, con investimenti pari rispettivamente a 41 e 131 miliardi

<sup>1</sup> Al riguardo si precisa, tuttavia, che tale divario deriva in parte anche dalla presenza dello Stato nel capitale delle società quotate, fenomeno che distingue alcuni paesi europei, tra cui l'Italia, nel confronto con gli Stati Uniti.

di dollari. In Italia, a giugno dello scorso anno gli investimenti di *venture capital* hanno raggiunto i 4,5 miliardi di euro.

Un ulteriore profilo che distingue i mercati europei da quelli statunitensi riguarda la minore partecipazione, diretta e indiretta, degli investitori *retail* al mercato dei capitali. A giugno 2024 il rapporto tra gli strumenti del mercato dei capitali (azioni quotate e non quotate, quote di fondi comuni, titoli di debito, prodotti assicurativi e quote di fondi pensione) e il totale delle attività finanziarie detenute dalle famiglie era circa il 70% negli Stati Uniti rispetto al 54% nell'area euro (57% in Italia). Nello stesso periodo, l'incidenza della liquidità (contanti e depositi) sul totale degli strumenti del mercato dei capitali era pari al 17% negli Stati Uniti, a fronte del 60% nell'area euro (48% in Italia).

Sebbene tali differenze siano connesse principalmente a fattori strutturali che caratterizzano le due aree, quali ad esempio il diverso coinvolgimento dello Stato nel finanziamento del sistema pensionistico e sanitario, una parte del divario dipende da fattori più strettamente legati al grado di efficienza e integrazione dei mercati finanziari. Rimane, dunque, aperta la sfida europea di canalizzare il risparmio verso i mercati dei capitali favorendo una diversificazione delle fonti di finanziamento per le imprese e delle forme di investimento per i risparmiatori, che la Commissione europea si propone di affrontare anche attraverso un progetto di Unione del risparmio e degli investimenti (Savings and Investments Union - SIU), preannunciato il 29 gennaio scorso nella comunicazione *'An EU Compass to regain competitiveness and secure sustainable prosperity'* (Bussola per la competitività). Il 19 marzo 2025, la Commissione europea ha infatti adottato un'apposita comunicazione sulla SIU: *'A strategy to foster citizens' wealth and economic competitiveness in the EU'*.

In questo quadro, l'impegno della CONSOB in ambito europeo, in particolare in sede ESMA, è stato molto intenso anche in virtù del ruolo sempre più importante assunto nei numerosi gruppi di lavoro dedicati a tematiche rilevanti per i mercati finanziari, nonché attraverso la partecipazione alle azioni di vigilanza comune (*Common Supervisory Action - CSA*) nell'ottica di contribuire alla crescente convergenza delle prassi di vigilanza tra i diversi Stati membri.

Rimangono cruciali l'innovazione tecnologica e il FinTech, protagonisti della quarta rivoluzione industriale, che accanto allo sviluppo di piattaforme digitali e all'uso dei dati e dell'intelligenza artificiale stanno innovando profondamente i modelli di business e l'ecosistema dei prodotti e dei servizi prestati da operatori eterogenei, dalle dimensioni transnazionali. Accanto a benefici in termini di efficienza, produttività e facilità di accesso a una sempre più vasta gamma di prodotti/servizi, sono da monitorare i rischi per la tutela degli investitori, la stabilità del sistema finanziario e la sicurezza informatica. Anche in questo ambito l'Unione europea e gli Stati Uniti si collocano su posizioni divergenti, sia per la portata degli investimenti a supporto della crescita delle imprese e, in particolare, delle *start-up*, sia per l'approccio regolatorio.

Nell'ambito dell'innovazione finanziaria, lo sviluppo dei mercati delle cripto-attività rappresenta un ulteriore fattore di rischio sia per la tutela degli investitori sia per le potenziali interconnessioni con il sistema finanziario tradizionale e le ricadute in termini di stabilità. Sebbene le dimensioni siano ancora contenute, il valore di mercato delle cripto-valute è aumentato di oltre il 100% nel 2024 raggiungendo 3,5 trilioni di dollari (dato al 3 gennaio 2025); il valore del bitcoin è più che raddoppiato, mentre l'ammontare dei fondi collocati nelle applicazioni di finanza decentralizzata (DeFi) è cresciuto di oltre il 150% nel medesimo periodo. Aumentano, inoltre, l'interesse degli investitori e la diffusione di prodotti di investimento, quali gli Etf su bitcoin ed ether. L'attuazione del Regolamento (UE) 2023/1114 (Markets in Crypto-Assets Regulation - MiCAR), applicabile dal 30 dicembre 2024, consentirà all'industria di operare nel rispetto dei presidi di tutela e di standard elevati, ma il quadro normativo in altri contesti, come quello statunitense, rimane incerto.

Aumentano, infine, le divergenze tra paesi che chiedono azioni urgenti per contrastare il cambiamento climatico e paesi che hanno assunto un atteggiamento più scettico, generando uno stallo nella cooperazione internazionale sui temi della sostenibilità.

In questo quadro, lo sviluppo della finanza sostenibile mostra un rallentamento a livello globale. Nonostante la forte crescita del settore del risparmio gestito, nel 2024 la raccolta netta dei fondi sostenibili ha registrato il dato più basso degli ultimi sette anni a livello globale, con un valore della raccolta pari a circa 80 miliardi di dollari contro i 645 del 2021; i fondi statunitensi presentano deflussi netti da nove trimestri consecutivi. Anche in Italia la raccolta complessiva di fondi ESG è stata negativa (in linea con la raccolta dei fondi flessibili, bilanciati e azionari). Nell'anno si è registrata anche l'uscita dei più grandi intermediari e gestori patrimoniali dalla Net Zero Asset Managers Initiative, l'organizzazione internazionale che riunisce i principali protagonisti del mercato del risparmio gestito attivi nel contenimento della crisi climatica. In Europa, come si vedrà in maggior dettaglio nel seguito, stanno maturando iniziative alla ricerca di un bilanciamento tra crescita, produttività e competitività, da un lato, e sostenibilità ambientale, dall'altro.

## 2 L'evoluzione del quadro normativo

### 2.1 Le principali iniziative in ambito europeo e i riflessi in ambito nazionale

Nel 2024 in ambito europeo sono proseguiti i lavori volti a completare il quadro regolatorio in materia di transizione digitale e nuove tecnologie, sostenibilità e Unione dei mercati dei capitali (Capital Markets Union – CMU).

Il 1° agosto 2024 è entrato in vigore l'Artificial Intelligence Act (AI Act), un *unicum* in materia a livello internazionale, a cui sono seguite varie iniziative prodromiche alla sua attuazione. In particolare, la Commissione

europea ha lanciato una consultazione mirata a raccogliere contributi sull'uso dell'intelligenza artificiale nel settore finanziario. L'ESMA ha pubblicato, nel maggio 2024, le sue prime linee guida in merito all'utilizzo dell'intelligenza artificiale nella fornitura di servizi di investimento alla clientela *retail*.

In ambito domestico, il 20 marzo 2024, è stato presentato al Senato della Repubblica un disegno di legge in materia di intelligenza artificiale (DDL), che stabilisce principi e disposizioni di settore per promuovere l'utilizzo delle tecnologie di intelligenza artificiale e, al contempo, gestirne i rischi secondo una visione antropocentrica. Obiettivo del DDL è accompagnare l'attuazione in Italia dell'AI Act. L'architettura istituzionale proposta dal DDL per il settore finanziario, anche grazie alle successive modifiche intervenute in sede di esame parlamentare, fa salve le competenze delle autorità di vigilanza del settore sui soggetti che impiegano sistemi di intelligenza artificiale ad alto rischio nella prestazione di servizi finanziari.

Il quadro regolatorio europeo sulla finanza digitale è stato inoltre consolidato attraverso l'adozione della normativa di secondo livello del Regolamento (UE) 2022/2554 del 14 dicembre 2022 (Digital Operational Resilience Act - DORA), entrato in vigore il 16 gennaio 2023 e applicabile a partire dal 17 gennaio 2025, e del già ricordato Regolamento MiCAR relativo ai mercati delle cripto-attività.

La CONSOB ha contribuito ai lavori in tutti gli ambiti richiamati, anche alla luce dell'esperienza che sta maturando nello sviluppo della propria strategia digitale ai fini dell'utilizzo dell'intelligenza artificiale per finalità di vigilanza.

A livello domestico, nel 2024 è divenuto pienamente operativo il quadro normativo italiano in materia di emissione e circolazione di strumenti finanziari in forma digitale. Con l'emanazione, a dicembre 2023, del Regolamento CONSOB n. 22923, attuativo della delega regolamentare contenuta nel cosiddetto d.l. FinTech (decreto-legge n. 25 del 17 marzo 2023, come convertito, con modificazioni, dalla legge n. 52 del 10 maggio 2023), nell'anno sono stati iscritti i primi tre soggetti nell'Elenco dei responsabili dei registri per la circolazione digitale.

A seguito dell'entrata in vigore del MiCAR, la CONSOB è chiamata a vigilare sui soggetti interessati a operare come prestatori di servizi per le cripto-attività (cosiddetti CASP) sia in fase di autorizzazione o notifica sia per gli aspetti relativi a trasparenza e correttezza dei comportamenti, ordinato svolgimento delle negoziazioni e tutela dei clienti (una volta autorizzati e iscritti al relativo Registro tenuto dall'ESMA).

Una parte importante delle istruttorie della CONSOB riguarda gli aspetti tecnologici caratteristici delle *distributed ledger technologies* (tipicamente nella forma delle *blockchain*), che si inquadrano nella scienza dei sistemi e del calcolo distribuito (*distributed computing*), e il loro impatto potenzialmente positivo, in particolare, nella delicata fase del regolamento

(*settlement*) delle transazioni. Quest'ultimo aspetto assume anche particolare rilevanza con la piena entrata in vigore del MiCAR – per la possibilità di emettere *e-money tokens* – e con il crescente interesse dell'Eurosistema verso un euro digitale.

Anche in ambito europeo il ruolo della CONSOB assume rilevanza sia perché l'Istituto detiene la presidenza del *Digital Finance Standing Committee* dell'ESMA sia in virtù della sua partecipazione ai diversi gruppi di lavoro istituiti in seno al *Joint Committee* delle ESAs.

La CONSOB continuerà ad accompagnare gli operatori nell'applicazione di tali normative e di quella relativa al regime comunitario pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito (cosiddetto *Pilot regime*) per risolvere le questioni di conformità normativa e di vigilanza a fronte dell'interesse che gli operatori italiani stanno mostrando per le prospettive di emissione e circolazione di strumenti finanziari in forma digitale.

Nell'anno, si sono registrati sviluppi anche in materia di sostenibilità, con l'entrata in vigore, il 25 luglio 2024, della Direttiva sulla Corporate Sustainability Due Diligence (CS3D) e la pubblicazione, il successivo 7 agosto, da parte della Commissione europea, di chiarimenti sui principi europei di rendicontazione della sostenibilità (European Sustainability Reporting Standards, ESRS), in conformità alla Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) e al relativo Regolamento. Dal 21 dicembre è inoltre divenuto applicabile il Regolamento (UE) 2023/2631 (Regolamento Green Bond) che definisce requisiti uniformi per gli emittenti che desiderano utilizzare la denominazione di 'obbligazioni verdi europee' o 'EuGB' e detta specifici obblighi di informativa.

La CONSOB ha partecipato ai lavori condotti nei *fora* europei volti ad arricchire il quadro di riferimento in materia di finanza sostenibile, in particolare in sede ESMA dove sono state numerose le iniziative in tema di contrasto ai fenomeni di *greenwashing*.

Il quadro normativo che si è venuto così a delineare non è, tuttavia, da considerarsi consolidato, vista l'intenzione preannunciata dalla Commissione europea, nell'ambito del Piano 'Bussola per la competitività', di adottare un provvedimento *omnibus* per razionalizzare, semplificare e consolidare le direttive e i regolamenti in materia di sostenibilità in un unico atto normativo.

La CONSOB condivide l'esigenza di contemperare gli obiettivi della sostenibilità con l'obiettivo dell'iniziativa, anche in considerazione delle istanze emerse dal confronto con i principali *stakeholders* e operatori del mercato in relazione all'eccessiva complessità applicativa della disciplina e ai connessi costi di *compliance*, che potrebbero avere un impatto negativo sulla competitività delle imprese europee.

Infine, nell'ambito delle azioni tese alla realizzazione della CMU, importanti misure giunte a maturazione nel corso dell'anno sono il pacchetto legislativo European Single Access Point (ESAP), in vigore dal 9 gennaio 2024, e il pacchetto Listing Act, che saranno entrambi recepiti nel nostro ordinamento nel corso del 2025, con l'adozione della Legge di delegazione europea 2024 attualmente all'esame del Parlamento.

Il pacchetto ESAP istituisce presso l'ESMA un unico punto di accesso alle informazioni finanziarie e non finanziarie per prodotti di investimento e imprese e concorrerà a garantire la conoscibilità delle PMI, aumentandone l'attrattività per gli investitori e agevolandone l'ingresso sul mercato. Il progetto procederà per fasi e dovrebbe essere a regime nel 2027.

Il nuovo pacchetto Listing Act introduce molteplici innovazioni con riguardo ai prospetti informativi e al regime delle esenzioni, anche attraverso una migliore precisazione dei compiti di controllo assegnati all'autorità competente, nonché con riferimento agli obblighi per gli emittenti in materia di abusi di mercato. Per la prima volta in ambito europeo, sono emanate norme comuni al fine di consentire alle società negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione (*multilateral trading facilities* – MTF) di emettere azioni a voto multiplo, tema rispetto al quale sussistono profonde divergenze tra le discipline ad oggi applicabili nei singoli Stati membri, anche intervenendo sulle garanzie per tutelare gli interessi degli altri azionisti.

Il tempestivo adeguamento dell'ordinamento nazionale alle nuove prescrizioni, in linea con le scadenze imposte dall'Unione europea, potrà consentire alle imprese di beneficiare delle potenzialità introdotte dalla nuova disciplina e contribuirà a sostenere la competitività del mercato italiano nel più ampio contesto internazionale.

## **2.2 La rinnovata esigenza di integrazione dei mercati dei capitali europei**

Le riflessioni sul futuro dell'Europa offerte dalle analisi contenute nel rapporto Letta (*'Much more than a market'*) e nel rapporto Draghi (*'The future of European competitiveness'*) hanno rafforzato la consapevolezza da parte delle istituzioni europee circa la necessità di rilanciare la posizione competitiva dell'area e il completamento del Mercato Unico.

Ha, inoltre, guadagnato una rinnovata centralità il progetto di integrazione dei mercati dei capitali, dopo quasi dieci anni di progresso che hanno solo parzialmente raggiunto gli effetti auspicati. Nel marzo 2024 l'Eurogruppo ha sottolineato l'importanza di accelerarne l'attuazione per attrarre investimenti nell'Unione europea, aumentare le opportunità di finanziamento e crescita delle imprese e dare ai cittadini europei la possibilità di investire i loro risparmi in maniera produttiva in Europa.

Come anticipato, la nuova Commissione europea, insediatasi lo scorso 1° dicembre, ha pubblicato a fine gennaio la Bussola per la competitività, nella quale ha annunciato la presentazione di un progetto di SIU, formulato ad esito della conclusione della *call for evidence* lanciata il successivo 3 febbraio e rispetto a cui ha adottato la comunicazione del 19 marzo 2025.

Il Piano d'azione, delineato nella Bussola per la competitività e nella successiva comunicazione sulla SIU, si propone di sostenere lo sviluppo e il riposizionamento della UE in ambito globale, muovendo dai tre pilastri per la trasformazione identificati nel rapporto Draghi (ossia colmare il divario di innovazione, decarbonizzare l'economia e ridurre le dipendenze strategiche) e individuando tra le azioni principali la semplificazione delle regole e il miglior coordinamento delle politiche nazionali ed europee. Il rilancio del mercato unico europeo, oltre a rappresentare uno dei punti chiave del Piano d'azione, costituisce un mezzo per canalizzare adeguatamente i risparmi privati a sostegno della crescita e per finanziare le transizioni verde, digitale e sociale.

La SIU mira a rafforzare la competitività dell'UE basandosi sull'esperienza maturata nell'ambito dei progetti di CMU e Unione bancaria, tenendo conto degli obiettivi già realizzati o in corso di realizzazione. In particolare, la *call for evidence* individua tra le aree di intervento per rilanciare la competitività, relative al lato della domanda, la mobilitazione del risparmio privato attraverso prodotti semplici e a basso costo e l'incentivazione della partecipazione degli investitori privati e istituzionali.

La Commissione intende concentrare l'azione legislativa su settori chiave, riducendo il più possibile gli oneri; accanto all'approccio *top-down*, nei casi in cui esso risulti più efficace, particolare attenzione verrà riservata anche ad azioni *bottom-up* e al rafforzamento del coordinamento tra gli Stati membri. La SIU sarà complementare ad altre politiche rivolte a settori specifici e che promuovono gli investimenti in aree strategiche, tra cui il Clean Industrial Deal, il nuovo Fondo europeo per la competitività, la Strategia per il mercato unico, la Strategia per le *start-up* e le *scale-up* e l'Unione della difesa.

### 2.3 Le iniziative normative domestiche a supporto della competitività dei mercati finanziari

A livello nazionale, l'iniziativa più rilevante adottata per rilanciare la piazza finanziaria italiana è rappresentata dalla Legge Capitali (legge 5 marzo 2024, n. 21), tesa a modernizzare alcuni aspetti della disciplina dei mercati finanziari e quella societaria. In sinergia con le iniziative intraprese in sede europea, la Legge Capitali ha introdotto alcune modifiche al TUF con l'obiettivo di rendere più efficienti il mercato dei capitali domestico, sostenere l'accesso delle piccole e medie imprese, promuovere l'innovazione e rafforzare le tutele per gli investitori.

Nell'anno in corso dovranno concludersi i lavori regolamentari connessi alla Legge Capitali in relazione ai quali la CONSOB ha già avviato i processi di consultazione con il mercato. Si fa riferimento in particolare all'introduzione di disposizioni in tema di lista del consiglio di amministrazione, all'introduzione dell'istituto degli impegni nell'ambito del Regolamento sul Procedimento Sanzionatorio, nonché all'allineamento del Regolamento Emittenti alle modifiche introdotte in materia di emittenti diffusi e di *internal dealing*.

La Legge Capitali ha inoltre previsto una delega al Governo per la riforma organica del TUF e delle norme del codice civile che afferiscono alla disciplina delle società quotate in borsa. Si tratta di un intervento di fondamentale importanza per rendere maggiormente attrattivo e competitivo il nostro sistema giuridico attraverso una riduzione degli oneri per le imprese, una razionalizzazione dei controlli e un più agevole accesso al mercato dei capitali. La CONSOB continuerà a contribuire ai lavori di attuazione della delega e, una volta adottato il decreto legislativo di riforma del TUF, sarà impegnata in misura significativa nell'esercizio delle deleghe regolamentari che le verranno conferite e nella necessaria revisione di tutti i regolamenti attuativi.

I lavori propedeutici alla riforma, che originariamente avrebbero dovuto concludersi entro il 27 marzo 2025, sono stati prorogati dal Legislatore, con la legge 11 marzo 2025, n. 28, di 12 mesi (dunque sino al marzo 2026, termine ultimo per l'esercizio della delega legislativa). Con il medesimo intervento, inoltre, sono stati ulteriormente estesi i criteri di delega che dovranno orientare l'azione del Governo, ricomprendendo anche rilevanti materie afferenti al regime sanzionatorio, quali – tra le altre – quelle concernenti l'ambito delle sanzioni amministrative e penali delineato dal TUF, la facilitazione del ricorso a strumenti di deflazione dei procedimenti sanzionatori della CONSOB e l'introduzione di misure alternative alle sanzioni pecuniarie. L'intervento di riforma si propone di rafforzare l'efficacia dell'azione di vigilanza dell'Istituto, rendendo più celeri i relativi procedimenti e consentendo allo stesso di concentrarsi sugli illeciti di maggiore significatività, al fine di accentuare gli elementi di proporzionalità del sistema e favorire, anche sotto questo specifico profilo, l'attrattività del mercato domestico.

### **3 La competitività del mercato dei capitali: innovazione, sostenibilità e tutela del risparmio**

Nel 2024, al fine di migliorare l'attrattività della piazza finanziaria italiana mantenendo al tempo stesso i presidi a tutela di risparmiatori e investitori, la CONSOB ha continuato ad adoperarsi per promuovere la semplificazione regolamentare a livello nazionale ed europeo. In tale ambito si collocano la semplificazione dei procedimenti di approvazione dei prospetti, attraverso la previsione di tempi più stringenti per le relative istruttorie, la

riduzione dei relativi costi e la possibilità di presentare le domande di approvazione anche in inglese e in forma digitale. In questo contesto, sono stati approvati i primi prospetti presentati da emittenti *corporate* relativi a programmi *medium term notes*, rivolti agli investitori istituzionali e finalizzati all'ammissione sul MOT.

In linea con la visione strategica mirata a favorire il sostegno all'accesso delle imprese al mercato dei capitali italiano, il potenziamento della capacità di indirizzo del percorso normativo europeo, l'incentivazione dell'innovazione nell'industria finanziaria e il rafforzamento del dialogo con gli *stakeholders* anche attraverso progetti di ricerca innovativi, a novembre 2024 è stato lanciato l'Osservatorio permanente sulle piccole e medie imprese (PMI), promosso dalla CONSOB in collaborazione con il Cetif dell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano. L'Osservatorio nasce con l'obiettivo di creare una mappa del fabbisogno di finanziamenti a supporto della crescita delle PMI italiane anche per offrire evidenza utile ai *policy makers* nazionali ed europei per la definizione di interventi mirati.

Nell'anno la CONSOB è stata impegnata nei lavori connessi all'attuazione della nuova disciplina MiCAR, sia in ambito nazionale, con la definizione degli aspetti organizzativi e procedurali di attuazione del Regolamento, sia in ambito europeo, con la partecipazione alle attività relative alla stesura delle misure di livello 2.

Alla luce della normativa europea sul *crowdfunding* (Regolamento (UE) 2020/1503), sono in fase di elaborazione da parte dell'Istituto un nuovo modello di vigilanza nei confronti dei gestori di portali, nonché un modello di analisi delle informazioni in chiave SupTech<sup>2</sup>. Il 17 febbraio 2025 si è conclusa una consultazione pubblica, avviata a gennaio, volta a raccogliere le evidenze e le opinioni degli operatori in merito all'adozione del complesso degli obblighi informativi che i fornitori di servizi di *crowdfunding*, autorizzati ai sensi dell'art. 4-*sexies*.1 del TUF, sarebbero chiamati ad assolvere e la cui raccolta consentirebbe all'Istituto di strutturare un base dati funzionale a implementare un modello di vigilanza di tipo *risk-based*.

In materia di finanza sostenibile, sono proseguite le attività di studio e approfondimento in seno allo *Steering Committee* interno, istituito nel 2019. In particolare, la CONSOB ha contribuito all'elaborazione del *Documento per il dialogo di sostenibilità tra PMI e Banche*, pubblicato il 6 dicembre 2024 al termine di un processo di consultazione pubblica con l'obiettivo di supportare le PMI nella raccolta e produzione di informazioni attinenti agli impatti ambientali, sociali e di governance, per facilitare il dialogo con le banche sui temi della sostenibilità.

2 Con il termine SupTech si intende l'applicazione delle innovazioni tecnologiche a supporto dell'attività di vigilanza.

La CONSOB ha, altresì, dato il proprio contributo ai lavori di recepimento a livello nazionale della Direttiva sul Corporate Sustainability Reporting (CSRD), ha fornito supporto tecnico al MEF nella definizione dei principi e dei criteri di delega al Governo per l'adeguamento dell'ordinamento nazionale al Regolamento EuGB. L'Istituto ha contribuito altresì ai lavori in sede europea sul Regolamento (UE) 2024/3005 (Regolamento Rating ESG) sulla trasparenza e sull'integrità delle attività di rating ambientale, sociale e di governance, pubblicato a novembre 2024. Infine, la CONSOB ha partecipato alle fasi di attuazione dei progetti di *standard setting* in tema di rendicontazione di sostenibilità avviati in ambito europeo e internazionale. Con riferimento all'attività di vigilanza l'Istituto, come di consueto, ha verificato la correttezza informativa sulle tematiche ESG resa da emittenti, intermediari e mercati, nell'ottica di identificare e prevenire fenomeni di *greenwashing*.

È stato inoltre potenziato il dialogo con gli *stakeholders* attraverso iniziative di educazione finanziaria rinnovate nei contenuti e nei metodi. In particolare, sono stati avviati progetti destinati oltre che alle PMI, con percorsi dedicati, anche alla platea degli insegnanti, individuati quale canale trainante di diffusione della cultura finanziaria presso i giovani, in linea con l'inserimento dell'educazione finanziaria nella programmazione scolastica previsto dalla Legge Capitali.

## 4 La riorganizzazione della CONSOB

Nel luglio 2024, ad esito di un'approfondita attività di *assessment*, condotta anche con il supporto di esperti esterni, è stata deliberata una riforma organizzativa della CONSOB (si veda il nuovo organigramma nella Tav. aXl.1, Parte C), che ha tratto impulso anche dalle raccomandazioni contenute nel rapporto dell'OCSE '*Capital Market Review of Italy*', commissionato dal Governo italiano.

La riforma si propone molteplici obiettivi: una precisa identificazione di compiti e responsabilità; lo sviluppo di una visione integrata dei processi e delle attività; una maggiore efficienza dei processi e contenimento dei costi; una progressiva attivazione di soluzioni di intelligenza artificiale; l'identificazione, valutazione e monitoraggio dei rischi; il potenziamento della vigilanza *data driven* e *risk-based*. Sono funzionali al raggiungimento di tali obiettivi la realizzazione di un effettivo governo dei dati, il controllo di gestione, la valorizzazione del personale e lo sviluppo della comunicazione interna ed esterna.

In particolare, il piano d'azione per migliorare la vigilanza *data driven* e *risk-based* anche attraverso l'uso progressivo di applicazioni di intelligenza artificiale (IA) si basa su un modello di innovazione e specifici percorsi progettuali. Il modello di innovazione include lo sviluppo e la modellazione con tecnologie IA avanzate, l'ingegnerizzazione e il rilascio di versioni iniziali in

ambiente operativo, al quale seguirà l'industrializzazione e il rilascio di versioni evolutive. È in fase di sviluppo anche una piattaforma tecnologica per gestire il patrimonio informativo dell'Istituto, supportando la strategia di dati e strumenti IA della CONSOB.

La nuova struttura organizzativa, operativa dal 1° ottobre 2024, oltre a ridefinire l'articolazione delle unità organizzative per razionalizzarne compiti e competenze, riportando sotto un coordinamento unitario attività e processi prima frammentati, fornisce anche ai soggetti vigilati, e in special modo a emittenti e società di revisione, un punto di riferimento unico e specializzato e alla vigilanza una visione unitaria dei medesimi soggetti e dei relativi correlati processi.

La riforma ha altresì consentito all'Istituto di dotarsi di apposite funzioni dedicate a: i) identificazione, analisi, monitoraggio e mitigazione dei rischi cui la CONSOB è esposta; ii) elaborazione di metodologie e *policies* di vigilanza *data driven* e *risk-based*; iii) controllo di gestione e pianificazione. Tali funzioni, collocate all'interno della Direzione Generale, risultano imprescindibili nell'attuale contesto, di mercato e tecnologico, caratterizzato da cambiamenti sempre più rapidi al fine di avere piena consapevolezza del quadro di riferimento interno ed esterno in cui opera l'Istituto, mantenere aggiornati e uniformi gli approcci di vigilanza, indirizzare e focalizzare l'attività complessiva sui predefiniti obiettivi istituzionali in un'ottica di miglioramento continuo dell'efficienza.

Inoltre, 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. Tale scelta organizzativa consentirà all'Istituto di valutare più efficacemente 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 propria 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.

Con la riorganizzazione, inoltre, le aree degli studi e della regolamentazione sono state integrate in una nuova unità organizzativa chiamata a fornire un contributo sia all'attività di vigilanza, attraverso la produzione di ricerche funzionali alle esigenze di conoscenza e aggiornamento nel continuo delle aree di interesse attuale e prospettico della vigilanza stessa, sia all'attività regolamentare, attraverso la produzione di analisi (integrate con l'attività di ricerca), che consentano di valutare l'impatto delle scelte regolamentari da compiere. Alla medesima unità organizzativa è affidato anche il governo della rilevante mole di dati che costituiscono il patrimonio informativo dell'Istituto, al fine di garantirne qualità e fruibilità – anche per

mezzo dell'utilizzo di nuove tecnologie – e, per tale via, contribuire ad affinare progressivamente un approccio di vigilanza *data driven*.

Particolare attenzione è stata dedicata inoltre alle tematiche della comunicazione con l'istituzione di una nuova unità organizzativa dedicata allo sviluppo di una strategia complessiva di comunicazione (anche mediante ricorso ai *social media*) e alla realizzazione di iniziative per l'accrescimento della cultura finanziaria dei risparmiatori, attraverso programmi di educazione finanziaria.

La nuova struttura organizzativa ha richiesto anche una più efficace allocazione quali-quantitativa dell'organico assegnato alle diverse unità organizzative. Una ampia parte delle attività finalizzate a dare attuazione al nuovo assetto organizzativo è già stata completata, con la conclusione delle procedure per l'individuazione dei responsabili di unità organizzative tramite l'istituto della *vacancy*.

Particolare attenzione è stata rivolta al capitale umano, valorizzando la gestione e la formazione del personale, lo sviluppo delle professionalità e l'organizzazione. Nel nuovo assetto organizzativo, lo sviluppo delle professionalità assume un ruolo strategico, volto ad accrescere nel continuo competenze, conoscenze e capacità. Allo stesso modo la nuova funzione organizzazione, appositamente istituita, avrà il compito di monitorare e gestire, nel continuo, l'adeguata allocazione delle risorse, l'efficacia dei processi, la rispondenza e la coerenza dell'organizzazione alle evoluzioni di contesto, al fine di ridurre i tempi di risposta al mutare degli scenari di riferimento.

A supporto del cambiamento organizzativo, nel corso dell'anno ha preso avvio un progetto di riforma dell'intero processo di pianificazione e controllo operativo, con l'applicazione di un modello di prioritizzazione che consente l'attribuzione di un *ranking* ai progetti e alle azioni sulla base di criteri comuni a tutto l'Istituto.

Tale nuovo modello di pianificazione è di tipo dinamico (*project portfolio management*), ossia caratterizzato da momenti di revisione/aggiornamento con cadenza infrannuale, al fine di rendere la pianificazione operativa uno strumento gestionale efficace che indirizzi le azioni da compiere nel corso dell'anno sulla base dello stato di avanzamento delle attività realizzate nonché di eventuali nuovi fattori di rischio, esogeni ed endogeni, che possono portare a rivedere le priorità.

## 5 Il Collegio: composizione e attività

Nel 2024 la composizione del Collegio è rimasta invariata. Nel corso dell'anno la Commissione si è riunita 69 volte nell'arco di 46 settimane (il dato si attestava a 73 riunioni nel 2023), nel corso delle quali sono state esaminate 997 pratiche (962 nel 2023) ed emanate 429 delibere (402 nel 2023).

Tra le delibere adottate nell'anno, 180 si riferiscono a provvedimenti con cui si è ordinata la cessazione della violazione rappresentata dalla prestazione abusiva di servizi di investimento tramite internet che hanno condotto all'oscuramento di 200 siti internet (1.200 complessivamente tra il 1° luglio 2019 e il 31 dicembre 2024). Nel 2024 sono stati avviati 57 procedimenti sanzionatori (41 nel 2023), 47 dei quali si sono chiusi con l'adozione di delibere sanzionatorie nei confronti di 83 soggetti (67 nel 2023), per un ammontare complessivo delle sanzioni amministrative pecuniarie applicate pari a 11,6 milioni di euro (3,5 milioni nel 2023). Al riguardo, si rammenta che le somme connesse al versamento di dette sanzioni alimentano il bilancio dello Stato e, in parte, confluiscono nel Fondo per la tutela stragiudiziale dei risparmiatori e degli investitori istituito dall'art. 32-ter.1 del TUF.

Nell'anno la dottoressa Maria Antonietta Scopelliti ha cessato il proprio incarico di Segretario Generale, pur continuando a collaborare nella predisposizione del Libro *'CONSOB – 50 anni di storia. La regolamentazione e la vigilanza sui mercati finanziari dal 1974 al 2024'* celebrativo dei cinquant'anni dell'Istituto. Il 30 ottobre la dottoressa Nadia Linciano è stata nominata Segretario Generale. Il 16 ottobre la Commissione ha inoltre conferito ai Funzionari Generali dottor Aldo Magnoni e dottoressa Guglielmina Onofri le funzioni e i compiti di indirizzo, rispettivamente, per l'attuazione della riforma organizzativa e per l'attività dell'Istituto in materia di finanza sostenibile.

La CONSOB ha collaborato con la Banca d'Italia per agevolare l'esercizio delle rispettive funzioni di vigilanza, soprattutto con lo scambio di informazioni, il coordinamento nell'ambito dell'attività ispettiva e gli approfondimenti riguardanti singoli intermediari/emittenti, nonché con riferimento alle infrastrutture di mercato (trading e post-trading) e alla strategia comune per rafforzare la sicurezza cibernetica del settore finanziario italiano. È proseguita la collaborazione tra la CONSOB e la Banca d'Italia nell'ambito sia del Comitato strategico e del Comitato tecnico, istituiti nel 2018, sia dei numerosi tavoli tecnici di lavoro congiunto dedicati all'approfondimento di tematiche di comune interesse e alla redazione di protocolli d'intesa.

L'Istituto ha collaborato con l'IVASS, anche in seno ai Comitati tecnici istituiti nel 2021, per agevolare l'esercizio delle rispettive funzioni di vigilanza, soprattutto con lo scambio di informazioni, il coordinamento nell'ambito dell'attività ispettiva e gli approfondimenti riguardanti soggetti vigilati. Nell'anno, la CONSOB e l'IVASS hanno altresì tenuto numerosi incontri nei tavoli tecnici di lavoro congiunto dedicati all'approfondimento di tematiche di comune interesse e alla redazione di protocolli d'intesa.

Nel 2024 sono stati altresì sottoscritti due protocolli d'intesa di collaborazione in materia di emittenti, uno tra la CONSOB e la Banca d'Italia e uno tra la CONSOB e l'IVASS, con l'obiettivo di rafforzare la cooperazione tra le suddette Autorità nell'esercizio delle rispettive attività istituzionali. Nel mese di dicembre, altri due protocolli di intesa sono stati sottoscritti tra la CONSOB

e l'IVASS in materia di distribuzione di *insurance-based investment products* (IBIPs) e di *packaged retail and insurance-based investment products* (PRIIPs) relativamente agli IBIPs. I suddetti protocolli individuano informazioni, dati e documenti che possono essere oggetto di scambio tra le due Autorità, in via periodica, su richiesta o al ricorrere di determinati eventi, nonché le modalità di collaborazione in ambito ispettivo e regolamentare.

A marzo 2025, è stato sottoscritto e pubblicato il protocollo d'intesa tra la CONSOB e la Banca d'Italia avente ad oggetto il coordinamento operativo e informativo tra le due Autorità per adempiere ai compiti previsti dal MiCAR e dalle relative disposizioni di attuazione, europee e nazionali. Si sono altresì conclusi i lavori per la definizione e pubblicazione di un ulteriore protocollo d'intesa tra la CONSOB e la Banca d'Italia avente ad oggetto lo scambio di dati e informazioni rilevanti per l'esercizio del potere di intervento previsto dal Regolamento MiFIR.

Nel 2024 la CONSOB ha partecipato alle due riunioni del Comitato per le politiche macroprudenziali, istituito ai sensi del decreto legislativo 7 dicembre 2023, n. 207, dando attuazione a una raccomandazione del Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board – ESRB). Il Comitato, a cui partecipano le Autorità coinvolte nella tutela della stabilità del sistema finanziario nazionale, è composto dal Governatore della Banca d'Italia, che lo presiede, dal Presidente della CONSOB, dal Presidente dell'IVASS e dal Presidente della COVIP. Vi partecipa anche il Direttore Generale del Tesoro senza diritto di voto. Le sue principali funzioni, che non pregiudicano le competenze e le responsabilità che l'ordinamento già assegna alle Autorità che ne fanno parte, sono: i) analizzare i rischi per la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso e definire strategie e obiettivi intermedi per il suo perseguimento, con facoltà di effettuare segnalazioni al Governo in materia di rischio sistemico, pubblicamente o in via riservata; ii) indirizzare raccomandazioni alle Autorità che lo compongono; iii) formulare segnalazioni al Parlamento, al Governo, ad altre autorità, enti pubblici e organismi dello Stato circa l'opportunità di adottare misure, anche normative, volte a salvaguardare la stabilità del sistema finanziario italiano; iv) esprimere pareri sulle proposte di atti normativi rilevanti per i suoi obiettivi; v) elaborare e attuare metodologie e procedure per identificare le istituzioni e le strutture finanziarie con rilevanza sistemica, fatti salvi i poteri in materia attribuiti alle singole Autorità partecipanti al Comitato dalle rispettive normative di settore.

Nel 2024 è parzialmente cambiata la composizione del Comitato degli Operatori di Mercato e degli Investitori (COMI) con l'ingresso di due componenti con la delibera n. 23192 del 10 luglio e con la delibera n. 23240 del 10 settembre. Il mandato dei componenti ha durata biennale, può essere rinnovato una sola volta e decorre dalla prima riunione del COMI.



L'attività B



# Le iniziative per celebrare i 50 anni della CONSOB

Nel 2024 la CONSOB ha compiuto cinquant'anni dalla propria istituzione. Le iniziative realizzate per celebrare questo importante anniversario sono state numerose.

A giugno è stato pubblicato il Libro '*CONSOB - 50 anni di storia. La regolamentazione e la vigilanza sui mercati finanziari dal 1974 al 2024*' che ripercorre mezzo secolo di storia dell'Istituto, intrecciato in modo indissolubile con la storia del Paese e dei mercati finanziari italiani ed europei. Il volume è articolato in cinque capitoli, ognuno dedicato a un decennio di attività della CONSOB.

La CONSOB ha altresì organizzato due giornate di studio per celebrare i cinquanta anni di storia. La prima giornata, organizzata in collaborazione con Sapienza Università di Roma il 24 ottobre 2024, si è articolata in cinque sessioni, una per ogni decennio, seguendo l'impostazione del volume celebrativo. La seconda giornata di studio, organizzata in collaborazione con l'Università Bocconi di Milano, si è tenuta il 14 marzo 2025 ed è stata dedicata a un approfondimento sulle sfide connesse all'evoluzione dei mercati finanziari e al processo di integrazione dei mercati di capitali a livello europeo. Entrambi gli eventi hanno visto la partecipazione di autorevoli esponenti dell'accademia e delle istituzioni nazionali ed europee.

È stata realizzata una campagna di comunicazione istituzionale per promuovere il ruolo che da cinquanta anni la CONSOB svolge nel settore finanziario italiano. La campagna ha previsto la diffusione presso radio e reti televisive di uno spot informativo con l'obiettivo di rafforzare la visibilità e la riconoscibilità della CONSOB, affermando il suo ruolo come regolatore del mercato finanziario al servizio di risparmiatori e investitori, nonché di informare sui presidi che l'Istituto offre anche attraverso il contrasto all'abusivismo finanziario e i programmi di educazione finanziaria.

Infine, sono stati emessi anche un francobollo celebrativo, appartenente alla serie tematica 'Le Eccellenze del sapere' e raffigurante il logo del cinquantesimo anniversario dell'Istituto, e una moneta d'argento da cinque euro, che riporta su un lato una rivisitazione del logo della CONSOB e sull'altro lato un grafico indicativo degli andamenti di borsa racchiuso entro due mani, a rappresentare l'attività di salvaguardia del sistema finanziario condotta dall'Istituto.



## 1 I profili innovativi

### *La sicurezza cibernetica delle infrastrutture di mercato*

Nel 2024, in linea con gli obiettivi della strategia per rafforzare la sicurezza cibernetica delle infrastrutture finanziarie italiane delineata dalla CONSOB e dalla Banca d'Italia, è proseguita la valutazione delle *Cyber Resilience Oversight Expectations for Financial Market Infrastructures* (CROE) con riferimento alle sedi di negoziazione e alle infrastrutture di post-trading italiane.

La CONSOB ha altresì avviato le attività di collaborazione con la Banca d'Italia e l'IVASS nell'ambito del gruppo di coordinamento del *Threat Intelligence-Based Ethical Red-Teaming - Italy* (TIBER-IT), istituito a seguito dell'adozione della Guida nazionale TIBER IT per incrementare la resilienza cibernetica del sistema finanziario domestico attraverso l'adattamento e l'impiego nel contesto italiano del quadro europeo per lo svolgimento di test avanzati di sicurezza (*European Threat Intelligence-Based Ethical Red-Teaming*, cosiddetto TIBER EU).

Negli ultimi mesi dell'anno, inoltre, sono stati avviati i lavori di allineamento del TIBER-IT alla versione aggiornata del framework proposto dalla Banca centrale europea (BCE), il cosiddetto TIBER EU 2.0. Tale aggiornamento si è reso necessario in vista dell'applicabilità, a partire dal 17 gennaio 2025, delle previsioni contenute nel Regolamento (UE) 2022/2554 del 14 dicembre 2022 (Digital Operational Resilience Act - DORA) e, tra l'altro, del richiamo espresso nel DORA al TIBER-EU quale framework di riferimento per la definizione delle specifiche riguardanti l'effettuazione dei test avanzati.

Nelle giornate del 16 e del 17 aprile 2024 si è tenuta la *G7 Crossborder Coordination Exercise* (CBCE), esercitazione volta a testare la risposta e il coordinamento, soprattutto nella comunicazione, delle autorità finanziarie del G7 in caso di un incidente *cyber* rilevante con possibili impatti sistemici sul settore finanziario. Come nell'esercitazione del 2019, in Italia è stato sviluppato uno scenario locale parallelo a quello del G7, con l'attivazione del Gruppo di lavoro sulla continuità operativa del sistema finanziario (CODISE), il coinvolgimento del settore privato e la collaborazione con l'Agenzia per la Cybersicurezza Nazionale (ACN) e il CERT Finanziario Italiano (CERTFin).

### *Vigilanza sull'implementazione del DORA in vista dell'entrata in vigore nel 2025*

Nel corso del 2024 la CONSOB ha partecipato ai lavori per la finalizzazione e l'implementazione della normativa di secondo livello del DORA, entrato in vigore il 16 gennaio 2023 e applicabile a partire dal 17 gennaio 2025. DORA, insieme alle misure normative di livello 2 (*regulatory e implementing technical standards*, rispettivamente RTS e ITS), introduce specifici obblighi per le entità finanziarie e i fornitori terzi di servizi ICT.

La Banca d'Italia, la CONSOB, l'IVASS e la COVIP sono le autorità nazionali competenti per il rispetto degli obblighi posti dal Regolamento a carico dei soggetti vigilati, secondo le rispettive attribuzioni di vigilanza, e partecipano al *forum* di sorveglianza (*Oversight Forum*) incaricato di coadiuvare il comitato congiunto delle European Supervisory Authority (ESAs, *Joint Committee*) nella preparazione di atti e progetti comuni per la sorveglianza dei rischi informatici derivanti da terzi. Tali Autorità sono chiamate a supervisionare i requisiti DORA assumendo come priorità strategiche di vigilanza la resilienza operativa informatica e digitale, seguendo un approccio *risk-based* che tenga conto di profilo di rischio, dimensioni, scala e complessità delle attività delle entità finanziarie<sup>3</sup>.

In questa prima fase l'attività di vigilanza si è quindi concentrata su due assi principali. Da un lato, sono stati condotti dialoghi con gli operatori del sistema finanziario per aumentare la consapevolezza e valutare le iniziative relative all'attuazione del DORA; dall'altro, sono state poste in essere attività preliminari per adempiere agli obblighi introdotti dalla disciplina che impattano l'organizzazione e i sistemi delle autorità. In particolare, tali obblighi riguardano la gestione dei registri delle informazioni sugli accordi contrattuali con fornitori di servizi ICT e il monitoraggio, la registrazione e la classificazione degli incidenti ICT secondo criteri e soglie specifiche.

Nel corso dell'anno è stato così effettuato un esercizio volontario a livello UE (ESAs *Dry run exercise*) che ha coinvolto le sedi di negoziazione italiane e le infrastrutture di post-trading per la raccolta dei registri di informazioni.

La CONSOB ha anche partecipato ai lavori del tavolo istituito dal Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF), unitamente a Banca d'Italia, IVASS, COVIP e ACN, per valutare le misure necessarie all'adeguamento dell'ordinamento italiano al Regolamento DORA e dare attuazione, in un apposito decreto di recepimento, alle disposizioni non direttamente applicabili, in osservanza di principi e criteri direttivi contenuti nella delega di cui alla Legge di delegazione europea 2022-2023.

<sup>3</sup> Secondo quanto evidenziato dalle disposizioni di vigilanza strategica dell'UE formulate da ESMA (*Union Strategic Supervisory Priorities - USSP*) e dal programma europeo di revisione della vigilanza formulato dall'EBA (*European Supervisory Examination Programme - ESEP*).

### *Le attività connesse all'assetto delle infrastrutture di mercato*

Nel 2024 la CONSOB ha concluso le attività di monitoraggio e verifica del processo di integrazione di Borsa Italiana Spa e delle altre società del Gruppo (MTS Spa; Monte Titoli Spa, ora Euronext Securities; Cassa di Compensazione e Garanzia Spa, ora Euronext Clearing) all'interno del Gruppo Euronext, avviato nel 2021. In particolare, sono stati verificati gli aspetti di tipo organizzativo, microstrutturale e regolamentare, funzionali allo svolgimento della cosiddetta fase 3 del processo di migrazione dei mercati gestiti da Borsa Italiana sulla piattaforma tecnologica Optiq del Gruppo Euronext, avente ad oggetto il mercato IDEM (ora ridenominato Euronext Derivatives Milan), completata il 25 marzo 2024.

Sono proseguite le attività di supervisione e monitoraggio delle iniziative di sviluppo delle infrastrutture di negoziazione italiane. In particolare, l'anno è stato caratterizzato dall'analisi e dalla verifica di nuovi modelli di negoziazione, con specifico riguardo ai mercati *equity/equity-like* di Borsa Italiana, volte a migliorare le condizioni di esecuzione degli ordini, soprattutto se provenienti da clienti *retail*. Si fa riferimento all'introduzione dei cosiddetti ordini *mid-point*<sup>4</sup> per il mercato regolamentato Euronext Milan e per il sistema multilaterale di negoziazione Euronext Growth Milan e all'evoluzione del servizio *best of book*<sup>5</sup> sul mercato ETF.

Tali attività sono state svolte in stretta sinergia con le altre autorità nazionali competenti per la vigilanza sulle sedi di negoziazione appartenenti al Gruppo Euronext<sup>6</sup>, nell'ambito di un *College of Regulators* che opera sulla base di un *Memorandum of Understanding* e che nel 2024 è stato presieduto dalla CONSOB. Questo framework facilita lo scambio di informazioni e la definizione congiunta di linee d'azione e standard armonizzati, promuovendo così criteri regolatori comuni e rafforzando la supervisione complessiva dei mercati del Gruppo Euronext e l'integrità del sistema finanziario.

La CONSOB ha, infine, partecipato all'azione comune di vigilanza avviata dall'European Securities and Markets Authority (ESMA) per raccogliere maggiori dettagli su come le imprese di investimento dell'UE che effettuano negoziazione algoritmica applicano i controlli pre-negoziazione e per condividere le informazioni con l'obiettivo di un'applicazione coerente delle norme da parte degli Stati membri (*Common Supervisory Action on PTCs*).

4 Ordini che consentono agli operatori di ottenere l'esecuzione delle proprie proposte di negoziazione al valore medio dello spread denaro-lettera visibile nel *book* di negoziazione trasparente.

5 Che prevede l'abbinamento dei flussi *retail* esclusivamente con le quotazioni dei *liquidity providers* o con altri ordini *retail*, a condizione che queste quotazioni siano almeno pari al miglior prezzo disponibile sul lato opposto del COB o migliori.

6 Autoriteit Financiële Markten (AFM – Paesi Bassi); Autorité Des Marchés Financiers (AMF – Francia); Central Bank of Ireland (CBI – Irlanda); Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM – Portogallo); Finanstilsynet (FSA – Norvegia); Financial Services and Markets Authority (FSMA – Belgio).

### *L'attività connessa all'innovazione tecnologica*

Come anticipato nella Parte A, dal 9 gennaio 2024 è in vigore il pacchetto legislativo European Single Access Point (ESAP), che istituisce presso l'ESMA un unico punto di accesso alle informazioni finanziarie e non finanziarie relative ai prodotti di investimento e agli emittenti UE. Pubblicato il 20 dicembre 2023 nella Gazzetta Ufficiale dell'UE, il pacchetto comprende: il Regolamento (UE) 2023/2859 (Regolamento istitutivo ESAP), il Regolamento (UE) 2023/2869 (Regolamento Omnibus) e la Direttiva (UE) 2023/2864 (Direttiva Omnibus).

Il Progetto ESAP coinvolge 19 regolamenti e 16 direttive, la cui attuazione è stata suddivisa dal legislatore europeo in tre fasi, con un primo *go-live* a luglio 2026 e una fase finale a gennaio 2030. A regime, il sistema di *reporting* sarà a due livelli: il primo relativo alla trasmissione delle informazioni ai cosiddetti *collection bodies*, ossia agli organismi/autorità/registri individuati nell'ambito della normativa di riferimento o dagli Stati membri; il secondo relativo all'invio di tali flussi informativi dai *collection bodies* all'ESAP.

In tale contesto, a fine ottobre, le ESAs hanno pubblicato e inviato per l'approvazione alla Commissione europea il *Final Report on draft Implementing Technical Standard (ITS)*, che fornisce indirizzi attuativi relativamente ai *collection bodies* e a talune funzionalità dell'ESAP.

A livello nazionale la Legge di delegazione europea 2024, in fase di finalizzazione, prevede una delega al Governo per adeguare la normativa nazionale alle disposizioni del pacchetto ESAP, attraverso uno o più decreti legislativi da adottare entro dodici mesi dall'entrata in vigore della legge. Contestualmente, sono già cominciati i lavori con il MEF e con le altre autorità nazionali, per recepire il pacchetto ESAP nell'ordinamento nazionale.

Vista la complessità del progetto, che interessa anche Banca d'Italia, IVASS e COVIP, la CONSOB ha avviato nel 2024 le attività necessarie per pianificare e predisporre strutture e sistemi informatici interni, così da essere pronta a raccogliere e trasmettere i dati e i relativi metadati all'ESAP.

Si segnala, infine, l'iscrizione dei primi tre soggetti nell'Elenco dei responsabili dei registri per la circolazione digitale introdotto nell'ambito del nuovo quadro normativo italiano in materia di emissione e circolazione di strumenti finanziari in forma digitale (si veda in proposito la Parte A e il successivo paragrafo 5).

## **2 Le piattaforme di negoziazione, gli scambi e l'integrità informativa dei mercati**

La vigilanza sui mercati si è articolata in una serie di controlli aventi ad oggetto sia le piattaforme di negoziazione (i cui principali indicatori sono

riportati in Appendice alle Tav. al.1 - Tav. al.5) sia le infrastrutture di post-trading e ha riguardato, tra le altre cose, il monitoraggio dei meccanismi di gestione della volatilità, dell'andamento della liquidità *intraday*, delle condizioni di accesso agli scambi, dell'attività dei partecipanti al mercato e dei *liquidity providers*, nonché delle misure e dei presidi adottati per mitigare i rischi collegati alla resilienza operativa e alla sicurezza informatica.

### *La vigilanza regolamentare sulle piattaforme di negoziazione*

Nel 2024 la CONSOB ha svolto le consuete verifiche di conformità alla normativa delle modifiche apportate dai gestori ai regolamenti dei mercati (mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione, cosiddetti MTF) e alle relative disposizioni di attuazione (Tav. al.6 - Tav. al.8). Le modifiche ai regolamenti delle sedi di negoziazione gestite da Borsa Italiana hanno riguardato l'introduzione dei nuovi modelli di negoziazione sopra citati, oltre a interventi di razionalizzazione della regolamentazione volti a una migliore armonizzazione delle regole nell'ambito del Gruppo Euronext, all'indomani della conclusione del processo di integrazione.

Con riferimento ai sistemi multilaterali di negoziazione, Vorvel Sim Spa ha proseguito il riassetto dei propri mercati, attraverso lo spostamento dell'intera offerta obbligazionaria nel sistema multilaterale di negoziazione 'Vorvel Bonds' e l'eliminazione del segmento precedentemente dedicato alle obbligazioni del sistema multilaterale 'Vorvel Order Driven'. Relativamente al sistema 'Vorvel RFQ', è stata definita l'impostazione regolamentare che concentra nel cosiddetto 'Libro 1' le regole di funzionamento applicabili a tutti i mercati gestiti dalla società, mentre sono state riunite nel cosiddetto 'Libro 2' le norme che riflettono le specificità degli strumenti trattati e delle caratteristiche microstrutturali.

Relativamente a BondVision Europe gestito da MTS Spa, oltre ad alcuni affinamenti tecnici, sono state apportate alcune modifiche ai criteri di ammissione dei partecipanti, con l'eliminazione per i *dealers* del requisito di *market maker* o *primary dealer* e con l'introduzione di un requisito minimo di capitale.

Con riguardo agli internalizzatori sistematici, è proseguita la consueta vigilanza sulla verifica delle relative condizioni di operatività.

### *La segnalazione delle negoziazioni*

È proseguita la vigilanza sulla correttezza delle informazioni trasmesse dagli intermediari alla CONSOB, in ottemperanza agli obblighi di segnalazione delle operazioni all'art. 26 del Regolamento (UE) n. 600/2014 (Market in Financial Instruments Regulation – Regolamento MiFIR), cosiddetto regime di *transaction reporting*, e sono stati forniti ulteriori chiarimenti di carattere attuativo della disciplina.

Nell'anno è continuata anche l'attività volta ad affinare la qualità delle informazioni anagrafiche degli strumenti finanziari inviate dalle sedi di negoziazione italiane al database *Financial Instruments Reference Data System* (FIRDS) dell'ESMA, che costituisce il principale *benchmark* informativo per il contenuto anagrafico delle segnalazioni di *transaction reporting*.

#### *La trasparenza e l'ordinato svolgimento delle negoziazioni*

Nel 2024 è proseguito il riscontro delle modalità con cui le sedi di negoziazione rendono disponibili i dati di mercato, in conformità con quanto previsto dalla Direttiva 2014/65/EU (Markets in Financial Instruments Directive - MiFID II) e dal Regolamento MiFIR.

La CONSOB ha monitorato anche la corretta attuazione, da parte dei soggetti vigilati, dei requisiti di trasparenza delle negoziazioni previsti dal quadro regolamentare nazionale ed europeo, nonché svolto la consueta attività istruttoria relativa al regime di trasparenza pre- e post-negoziazione, inclusa la vigilanza collegata all'applicazione del cosiddetto meccanismo del massimale sul volume<sup>7</sup> (*double volume cap* – DVC; Tav. al.9).

#### *Partecipazione ai lavori di livello 2 e 3 della MiFIR Review*

Nell'anno la CONSOB ha partecipato ai lavori tecnici in ambito ESMA sulle misure di livello 2 e 3 in attuazione della revisione del quadro MiFID II-MiFIR. In particolare, sono stati portati a termine i lavori riguardanti: i) la revisione degli standard tecnici in materia di trasparenza su strumenti *equity*, *equity-like* e *bond*, *transaction reporting*, tenuta dei registri degli ordini, sincronizzazione degli orologi e gestione dei limiti di posizione per i derivati su merci; ii) la predisposizione di standard tecnici per l'implementazione del *consolidated tape provider* europeo, del nuovo regime di internalizzazione sistematica e dei principi di vendita dei dati di mercato su base commerciale ragionevole (*reasonable commercial basis*).

#### *Sostituzione dei dati FITRS con quelli di transaction reporting*

Una delle principali priorità dell'Unione europea è ridurre gli oneri e i costi legati ai diversi regimi di *reporting*. In questo quadro, nell'ambito della revisione del pacchetto MiFID II/MiFIR del 2024, l'ESMA ha condotto uno studio per semplificare i processi di segnalazione, unificando il flusso di dati destinato ai calcoli sulla trasparenza degli strumenti *equity* (FITRS) e al meccanismo del massimale del volume, così da rendere più efficiente la produzione e la qualità

<sup>7</sup> Il meccanismo DVC rappresenta un presidio a garanzia che le negoziazioni esentate dal regime di trasparenza pre-negoziazione si mantengano entro limiti prefissati. Tali esenzioni, consentite dalla regolamentazione, vengono tipicamente utilizzate per le negoziazioni realizzate nei cosiddetti *dark pools*. La revisione del quadro MiFIR/MiFID ha ricondotto il meccanismo di limitazione delle esenzioni alla trasparenza pre-negoziazione a un'unica soglia europea (*single volume cap*) rispetto al volume totale delle negoziazioni su ciascuno specifico strumento finanziario.

delle informazioni per le autorità nazionali e ridurre i costi per l'industria finanziaria.

Le autorità nazionali, inclusa la CONSOB, e l'ESMA sostengono fortemente il progetto, considerato che la situazione attuale prevede numerosi sistemi di segnalazione, con conseguenti elevati costi di manutenzione per gli operatori e un notevole impiego di risorse da parte dell'ESMA e delle autorità nazionali per le attività di verifica e miglioramento della qualità dei dati.

La novità principale del progetto è l'utilizzo dei dati del *transaction reporting* anche per i calcoli di trasparenza e di DVC. Tale passaggio verrà formalizzato tramite modifiche al Regolamento delegato (UE) 587/2024 e al Regolamento delegato 577/2024 (relativi, rispettivamente, alla trasparenza *equity* e al DVC). L'applicazione delle nuove norme è prevista per il 1° gennaio 2026 (1° gennaio 2027 per un sottoinsieme di dati anagrafici) per la trasparenza *equity*; a seguire, verrà estesa al DVC, sulla base delle verifiche in corso sulla qualità dei dati.

### 3 Il post-trading e i derivati OTC

In materia di obblighi di *reporting* dei contratti derivati previsti dal Regolamento (UE) n. 648/2012 (European Market Infrastructure Regulation - EMIR), la CONSOB ha verificato correttezza, completezza, accuratezza e aggiornamento ai nuovi standard di *reporting* di cui al Regolamento delegato (UE) 2022/1855 e al Regolamento di esecuzione (UE) 2022/1860, entrati in vigore il 29 aprile 2024. Nell'anno sono state ritenute sussistenti le condizioni per esentare le controparti di contratti derivati infragruppo dall'obbligo di segnalazione in 33 casi, alla luce di quanto previsto dal Regolamento EMIR.

In applicazione del Regolamento (UE) n. 909/2014 (Central Securities Depositories Regulation - CSDR), nel corso dell'anno la CONSOB e la Banca d'Italia hanno concluso il quarto processo di riesame di disposizioni, strategie, procedure e meccanismi adottati da Monte Titoli Spa, depositario centrale italiano. La CONSOB, sempre d'intesa con la Banca d'Italia, ha altresì autorizzato alcune modifiche al regolamento dei servizi offerti dal depositario centrale italiano volte a: i) semplificare l'accesso ai servizi di Monte Titoli Spa da parte di soggetti situati in paesi extra-UE (delibera CONSOB n. 22994 del 7 febbraio 2024); ii) allineare il regolamento alle novità apportate dal Regolamento delegato (UE) 2023/1626 del 19 aprile 2023 in materia di penali per *fail* (delibera CONSOB n. 23241 del 18 settembre 2024). Infine, con delibera n. 23312 del 13 novembre 2024, la CONSOB, d'intesa con la Banca d'Italia, ha autorizzato il depositario centrale italiano a esternalizzare ad alcune società infragruppo le attività ICT relative all'utilizzo della rete di comunicazione SWIFT, precedentemente esternalizzate a diverso fornitore.

Nell'anno la CONSOB e la Banca d'Italia hanno continuato a monitorare lo sviluppo del progetto di internalizzazione dei flussi di *clearing* dei mercati del Gruppo Euronext, finalizzato a designare la controparte centrale (CCP) italiana, Euronext Clearing (Cassa di Compensazione e Garanzia Spa), come unica CCP per i mercati dei derivati del Gruppo Euronext, dopo che, nell'ultimo trimestre del 2023, la CCP aveva già iniziato a prestare servizi di compensazione per i mercati a pronti.

A seguito della conclusione delle istruttorie di vigilanza, la CCP italiana ha iniziato a operare, il 15 luglio 2024, come controparte centrale unica per il mercato dei derivati su merci agricole Euronext MATIF (gestito da Euronext Paris) e, il successivo 9 settembre, come controparte centrale unica per i mercati dei derivati su azioni Euronext Paris, Euronext Amsterdam, Euronext Brussels, Euronext Lisbon ed euronext Oslo, così concludendo il progetto di internalizzazione dei flussi di *clearing*.

Nel primo trimestre 2024 la CONSOB e la Banca d'Italia hanno completato il riesame annuale di disposizioni, strategie e procedure adottate da Euronext Clearing, secondo quanto previsto dal Regolamento EMIR. Nella seconda metà dell'anno, le autorità hanno altresì effettuato la valutazione annuale del piano di risanamento della CCP, aggiornato dalla società ai sensi della disciplina di risanamento e risoluzione delle controparti centrali recata dal Regolamento (UE) 2021/23.

## 4 Le vendite allo scoperto

Le notifiche di posizioni nette corte su azioni italiane (PNC) ricevute dalla CONSOB nel 2024 sono state quasi 13 mila. Di queste, poco più dell'8% sono state pubblicate in quanto di entità pari o superiore allo 0,5% del capitale sociale dell'emittente (Tav. al.10).

A fine anno, 17 intermediari beneficiavano dell'esenzione dall'obbligo di notifica delle PNC e dal divieto di effettuare vendite allo scoperto 'nude' per le attività di *market making* svolte, mentre 17 intermediari beneficiavano dell'esenzione per le attività di *primary dealer* su titoli di Stato italiani.

## 5 I responsabili dei registri per la circolazione digitale

Come anticipato, a seguito dell'emanazione, a dicembre 2023, del Regolamento CONSOB sull'emissione e circolazione di strumenti finanziari in forma digitale (attuativo della delega regolamentare contenuta nel cosiddetto d.l. FinTech), nel 2024 e a inizio 2025 sono pervenute le prime istanze per l'iscrizione nell'Elenco pubblico dei responsabili dei registri per la circolazione digitale.

## Riquadro 1

### La tokenizzazione degli strumenti finanziari

La figura del responsabile del registro per la circolazione digitale è stata introdotta dal legislatore nazionale con il d.l. FinTech che, tra l'altro, ha definito nell'ordinamento italiano un inquadramento civilistico per la materia relativa all'emissione e alla circolazione di strumenti finanziari in forma digitale (cosiddetta 'tokenizzazione').

In virtù di questo nuovo impianto, per alcune categorie di strumenti finanziari (al momento sostanzialmente quelli *plain vanilla*, tra cui azioni, obbligazioni, quote di Oicr) gli emittenti possono evitare il ricorso al regime scritturale (presso i registri di un depositario centrale autorizzato, come Monte Titoli) o a quello cartolare e optare per l'emissione e la circolazione in forma digitale.

In particolare, per gli strumenti finanziari non ammessi alla negoziazione in una sede di negoziazione (come definite dalla MiFID II), l'emittente può scegliere che l'emissione e la circolazione dei propri titoli avvenga attraverso un 'registro DLT', vale a dire un sistema di scritturazioni basato appunto sulle cosiddette tecnologie a registro distribuito (*distributed ledger technologies* – DLT). La gestione di questo registro è demandata alla nuova figura del responsabile del registro, che deve essere iscritto in un elenco pubblico tenuto dalla CONSOB, previa verifica del rispetto di una serie di requisiti.

Tali requisiti, individuati in via generale dal d.l. FinTech, sono stati meglio dettagliati nel Regolamento sull'emissione e circolazione di strumenti finanziari in forma digitale (Regolamento DLT), adottato dalla CONSOB con delibera n. 22923 del 6 dicembre 2023. In particolare, l'Allegato 2 al Regolamento DLT individua gli elementi informativi minimi da inserire nella relazione tecnica illustrativa che deve essere allegata all'istanza da presentare alla CONSOB, a cura dei soggetti che intendono essere iscritti nell'elenco. Detti elementi informativi riguardano le specifiche tecniche dell'architettura di ICT che l'istante intende utilizzare per svolgere l'attività di responsabile del registro, con un focus sulle caratteristiche del registro distribuito utilizzato.

Conseguentemente, una parte importante dell'istruttoria svolta dalla CONSOB, ai fini dell'accertamento del possesso dei requisiti previsti dal d.l. FinTech, si incentra su aspetti tecnologici caratteristici delle DLT (tipicamente nella forma delle ormai note *blockchain*) che, come noto, si inquadrano nella scienza dei sistemi e del calcolo distribuito (*distributed computing*).

I vantaggi dell'emissione e della circolazione degli strumenti finanziari in forma digitale sono molteplici: la disintermediazione della catena dei detentori (che si frappone fra il titolare dello strumento finanziario e il depositario centrale) o, in alternativa, la possibilità di dismettere il regime cartolare, ma anche le promettenti potenzialità in termini di maggiore efficienza nella delicata fase del regolamento (*settlement*) delle transazioni.

Quest'ultimo aspetto potrebbe diventare sempre più *captive* già nel breve-medio periodo in connessione con la piena entrata in vigore, dal 30 dicembre 2024, del Regolamento MiCAR – per ciò che concerne la possibilità di emettere i cosiddetti *e-money tokens* – e con il crescente interesse dell'Eurosistema per un euro digitale all'ingrosso. Già nel 2024, la sperimentazione condotta da Cassa Depositi e Prestiti (CDP) ha permesso di realizzare l'emissione di un'obbligazione digitale sul registro distribuito denominato *Polygon PoS Chain* a fronte del regolamento delle contropartite monetarie previste durante la vita dell'obbligazione in moneta di banca centrale; il *settlement* è avvenuto nello stesso giorno di *pricing* e di *closing* dell'operazione.

Complessivamente il numero delle istanze pervenute è stato pari a sei; tre si sono concluse con l'iscrizione della società istante nel suddetto Elenco, una è stata ritirata, mentre i procedimenti amministrativi relativi per altre due istanze risultavano ancora in corso a inizio 2025.

Tra i soggetti iscritti nell'Elenco vi è Cassa Depositi e Prestiti, che a luglio 2024 ha emesso la prima obbligazione digitale conforme al d.l. FinTech nell'ambito dell'*exploratory work* dell'Eurosistema sull'utilizzo delle tecnologie a registro distribuito per il regolamento in moneta digitale all'ingrosso di banca centrale.

## 6 Gli studi societari e i giudizi di rating

La CONSOB ha proseguito la consueta attività di monitoraggio e di vigilanza riferita agli studi diffusi dagli intermediari finanziari e alle *rating action* delle agenzie di rating, riguardanti società italiane con titoli quotati su mercati regolamentati o negoziati su MTF, settori economici rilevanti e il debito sovrano italiano. Tale attività ha riguardato, altresì, le raccomandazioni di investimento diffuse tramite *social media* e altri canali online, oltre alle informazioni di sostenibilità contenute nelle raccomandazioni di investimento e nei rating di sostenibilità e creditizi.

### *Studi societari*

Con riferimento alla diffusione delle raccomandazioni di investimento (definite anche 'studi' o 'ricerche'), nel 2024 i soggetti abilitati hanno trasmesso alla CONSOB quasi 12 mila studi (in diminuzione del 4,6% circa rispetto al 2023) relativi a emittenti quotati nei mercati regolamentati o negoziati sull'Euronext Growth Milan, di cui circa il 22,9% di tipo monografico (Tav. al.11). Questi ultimi risultano prodotti in prevalenza da soggetti abilitati italiani (51,6% del totale). Si conferma inoltre, sebbene in diminuzione rispetto al 2023, la netta prevalenza, per quanto concerne i monografici, di studi con raccomandazione '*buy*', che costituiscono il 63,7% del totale, a fronte del 32,8% di giudizi '*hold*' e di solo il 3,5% di giudizi '*sell*'. In prospettiva, si ritiene che l'eliminazione dell'obbligo di *unbundling*<sup>8</sup>, previsto dalle recenti innovazioni alle norme europee sui mercati finanziari, cui ha contribuito attivamente la CONSOB, rappresenti una soluzione appropriata rispetto a una protratta problematica che può favorire, unitamente ad altri fattori (quali ad esempio la recente introduzione anche di disposizioni specifiche sulle *issuer-sponsored*

8 Con il termine *unbundling* si intende l'indicazione separata dei costi riferiti ai servizi di esecuzione da quelli di ricerca prestati dall'intermediario al cliente. La disciplina dell'*unbundling*, introdotta nel 2018 con l'entrata in vigore della Direttiva MiFID II, è stata modificata nel 2021 per escludere da tale obbligo le ricerche su emittenti la cui capitalizzazione di mercato fosse inferiore un miliardo di euro. La Direttiva (UE) 2024/2811 ha successivamente eliminato tale obbligo per tutte le ricerche, indipendentemente dalla capitalizzazione dell'emittente, introducendo al contempo alcune regole di trasparenza piuttosto stringenti.

*research*), un maggiore sviluppo della ricerca sulle società quotate a medio-bassa capitalizzazione.

Nell'anno in quattro casi (rispetto ai due del 2023) è stata richiesta ai soggetti abilitati la pubblicazione delle raccomandazioni d'investimento a seguito della divulgazione sul mercato di notizie o indiscrezioni sul loro contenuto suscettibili di fornire agli investitori una rappresentazione non corretta del quadro informativo, nonché in presenza di una sensibile variazione del prezzo di mercato o del volume degli scambi degli strumenti finanziari oggetto della raccomandazione.

È stato anche rafforzato il monitoraggio delle informazioni e valutazioni diffuse tramite siti web, *forum* e *social media*, per individuare quelle suscettibili di costituire delle raccomandazioni di investimento, ai sensi del Regolamento (UE) n. 596/2014 (Market Abuse Regulation – MAR), caratterizzate da criticità riferite sia a potenziali violazioni delle disposizioni in materia di *fair presentation* e *disclosure* dei conflitti di interesse, sia a possibili profili di abusi di mercato. Quest'area di attività è stata oggetto anche di un lavoro di analisi in sede europea che ha portato l'ESMA alla pubblicazione di un *warning* dal titolo '*For people posting Investment Recommendation on social media*', finalizzato a sensibilizzare il mercato, nel caso di diffusione di informazioni tramite *social media* o altri canali online, sugli obblighi informativi previsti da MAR.

È stata infine intensificata la vigilanza sulla diffusione delle informazioni relative a fattori ESG, presenti con sempre maggiore frequenza all'interno degli studi societari. La relativa attività di vigilanza ha riguardato, oltre a profili di *fair presentation*, il confronto sugli aspetti di sostenibilità tra l'informativa primaria diffusa dagli emittenti quotati e il contenuto degli studi, per individuare casi di mancata correttezza informativa, inclusi possibili fenomeni di *greenwashing* o abusi di mercato.

In questo ambito, la CONSOB è stata parte attiva nel progetto europeo avviato dalla DG REFORM della Commissione europea come *Technical Support Instrument* (TSI), denominato ESGRM TSI e finalizzato a rafforzare le capacità delle autorità di vigilanza nazionali di monitorare, mitigare e fronteggiare i rischi ESG nel settore finanziario.

### *I giudizi di rating*

Nel corso dell'anno è proseguita l'attività di monitoraggio sulla diffusione dei giudizi di rating, soprattutto in concomitanza di specifici eventi societari, per valutarne l'impatto sui titoli quotati o negoziati su MTF. L'attività è stata particolarmente intensa in occasione della diffusione dei giudizi di rating sul debito sovrano italiano.

È altresì proseguita la vigilanza sulla diffusione delle informazioni relative a fattori ESG contenute all'interno dei rating del credito e nei rating di sostenibilità riferiti agli emittenti quotati.

L'attività è stata orientata a individuare eventuali incongruenze o profili di mancata correttezza sia nell'informativa fornita dagli emittenti quotati sia in quella derivata, anche per valutare l'esistenza di possibili fenomeni di *greenwashing* o abusi di mercato.

## 7 Gli abusi di mercato

### *La detection*

Nel 2024, come di prassi, la sorveglianza sul regolare andamento delle negoziazioni è stata effettuata prevalentemente attraverso l'analisi delle evidenze relative a comportamenti anomali individuati dai sistemi di vigilanza, sia in tempo reale sia in modalità differita. La vigilanza su possibili condotte abusive si è avvalsa anche delle informazioni presenti nei dati contenuti nei flussi di *transaction reporting* forniti dagli intermediari e dalle competenti autorità estere, nelle segnalazioni di ordini e operazioni sospette trasmesse da intermediari e gestori di sedi negoziazione italiani (cosiddetto *Suspicious Transactions and Orders Report* - STOR), nonché negli esposti qualificati ricevuti da investitori.

I sistemi di vigilanza sono stati opportunamente adattati per garantire la continuità del monitoraggio sulle nuove piattaforme di negoziazione adottate in corso d'anno da Borsa Italiana Spa, alla luce della migrazione dalla piattaforma SOLA a Optiq, in uso presso tutti gli altri mercati gestiti da Euronext. Inoltre, la vigilanza in tempo reale è stata arricchita di una funzionalità volta a monitorare gli ordini inviati ai cosiddetti *dark pools*.

Nell'ambito delle attività di evoluzione dei sistemi di *detection* in differita, è stato posto in produzione uno dei due sistemi basati su algoritmi *machine learning* di tipo *unsupervised*, sviluppati internamente in collaborazione con una primaria università italiana e finalizzato all'individuazione di casi sospetti di insider trading.

Nell'anno è proseguito, in collaborazione con omologhe autorità europee, un programma di scambio di personale (cosiddetto *secondment*) e di visite *in loco* di funzionari esperti, allo scopo di condividere conoscenze e competenze su pratiche, modelli e strumenti di vigilanza per la prevenzione, individuazione ed *enforcement* di casi sospetti di abuso di mercato.

Come già per gli scorsi anni, la ricchezza e la granularità delle informazioni fornite dai flussi di *transaction reporting* e il continuo miglioramento dei processi di *data quality* hanno consentito l'accurata selezione dei casi in cui è stato necessario richiedere ulteriori informazioni a soggetti vigilati italiani. Permane la frequente necessità di ricorrere alla cooperazione internazionale quando una delle controparti delle transazioni sotto esame è un soggetto extra-UE operante per conto di clienti finali non indicati nei flussi di *transaction reporting*.

Nell'anno è continuata la vigilanza sui casi di omessa segnalazione di operazioni sospette che ha condotto all'irrogazione di quattro sanzioni amministrative ad altrettanti intermediari italiani; un quinto intermediario è stato convocato per acquisire chiarimenti sui sistemi e sulle procedure adottate per la *market abuse detection*.

Il 2024 è stato il primo anno in cui tutte le segnalazioni relative a condotte sospette sono state trasmesse alla CONSOB in tempo reale tramite un portale telematico dedicato. Tale circostanza ha garantito alla vigilanza l'immediata consapevolezza del numero, della tipologia e della gravità delle condotte segnalate. Dopo una fase iniziale di adeguamento e accompagnamento degli operatori nell'utilizzo del nuovo applicativo, i soggetti obbligati hanno pienamente integrato la novità nelle proprie procedure e prassi operative.

La qualità informativa delle segnalazioni ha mostrato un costante miglioramento, accompagnato da una crescita nel numero dei soggetti segnalanti, passato da 55 nel 2023 a 64 nel 2024 (di cui nove omologhe autorità estere), comprensivo di intermediari di dimensioni medio-piccole che in passato non avevano mai provveduto ad alcuna segnalazione.

#### *Le segnalazioni di operazioni sospette*

Nel corso del 2024 la CONSOB ha complessivamente ricevuto 593 segnalazioni relative a operatività potenzialmente sospetta di costituire un abuso di mercato, a fronte di 440 segnalazioni ricevute nel corso del 2023. Si tratta del primo significativo incremento su base annua (+34,8%) registrato a partire dall'entrata in vigore del MAR nel luglio 2016: dal 2017 al 2023 il numero annuo di segnalazioni ricevute è, infatti, passato da 352 a 440, con un incremento cumulato pari al 25% (corrispondente a un incremento medio annuo pari a circa 3,2%; Tav. al.12).

Le segnalazioni complessivamente ricevute in base all'obbligo previsto dall'art. 16 del citato Regolamento MAR sono state 559 (94,2% del totale) a fronte delle 427 nel 2023; 34 report (13 nel 2023) sono stati inviati su base volontaria come *market observations*, ossia come generiche descrizioni di situazioni di mercato ritenute pregiudizievoli del corretto svolgimento delle negoziazioni (questi casi costituiscono il 5,8% del totale).

Tra le 593 STOR, quelle inviate dai soggetti italiani obbligati (gestori di sedi di negoziazioni e soggetti che predispongono ovvero eseguono a titolo professionale operazioni sui mercati finanziari) sono state 452 (326 nel 2023) e rappresentano l'81% del totale. Le restanti 107 segnalazioni (101 nel 2023) sono state trasmesse da omologhe autorità estere e principalmente dalla FCA britannica. Si segnala anche una significativa presenza di casi segnalati dalle autorità tedesche, olandesi e francesi, nelle cui giurisdizioni hanno oggi sede numerosi intermediari esteri attivi sui mercati italiani, un tempo basati a

Londra. Si evidenzia che 24 STOR (4,3% del totale) sono riconducibili a segnalazioni inviate da succursali italiane di banche estere.

La CONSOB ha trasmesso a omologhe autorità estere 64 segnalazioni (38 nel 2023) che rappresentano il 10,8% del totale. Tali segnalazioni sono state trasmesse da soggetti italiani e riguardano condotte di propri clienti su mercati esteri, riconducibili nella quasi totalità a condotte di potenziale insider trading.

Delle 593 segnalazioni totali ricevute, il 68% ha riguardato condotte riconducibili - in prima battuta - all'abuso di informazioni privilegiate (62% nel 2023) e il 29% a ipotesi di manipolazione operativa (35% nel 2023). Il restante 3% (3% anche nel 2023) ha riguardato condotte riconducibili a diverse potenziali fattispecie illecite, compreso il *front running*.

La fattispecie maggiormente segnalata, pari a poco meno di due terzi del totale, rimane quella riguardante casi di possibili condotte di insider trading su strumenti azionari (61% a fronte del 56% nel 2023).

#### *La repressione degli abusi*

Nel corso del 2024, le indagini in materia di abusi di mercato hanno comportato l'invio di 602 richieste di notizie, dati e documenti (Tav. al.13 - Tav. al.14) e hanno condotto in sei indagini alla contestazione di illeciti amministrativi, anche oggetto di tre relazioni motivate all'Autorità Giudiziaria. Un'altra relazione motivata all'Autorità Giudiziaria ha riguardato un'indagine chiusa nel 2023. Ulteriori 17 indagini per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e un'indagine per ipotesi di manipolazione del mercato di tipo informativo sono state chiuse senza contestazioni di illeciti.

Tra le ipotesi di illeciti, tre casi sono relativi a condotte riconducibili all'abuso di informazioni privilegiate, concernenti, tra l'altro, un progetto relativo all'avvio di una *partnership* strategica tra due società quotate, con l'impegno di una di esse a diventare azionista rilevante dell'altra, e la promozione di un'Opa volontaria totalitaria su una società con azioni negoziate in un mercato di crescita. Tre casi riguardano ipotesi di manipolazione del mercato di tipo informativo, riferibili, tra l'altro, alla falsa e fuorviante informativa resa al pubblico da una società con azioni negoziate in un mercato di crescita circa prospetti contabili e operazioni commerciali e alla diffusione di informazioni false e fuorvianti rese al pubblico da una società calcistica.

La CONSOB ha avviato procedimenti sanzionatori amministrativi per abusi di mercato nei confronti di 18 persone fisiche e di due 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 (per i procedimenti sanzionatori conclusi si veda il capitolo VII 'L'attività sanzionatoria').

## Riquadro 2

### Listing Act e informazioni privilegiate

Il 14 novembre 2024 è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea il cosiddetto 'Pacchetto Listing Act', che incide in modo significativo, *inter alia*, sulla disciplina della comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate così come sui presidi preventivi degli abusi di mercato.

In particolare, le modifiche introdotte alla comunicazione delle informazioni privilegiate, in vigore dal 5 giugno 2026, prevedono che l'obbligo di diffusione al pubblico 'quanto prima possibile' non riguardi più le tappe intermedie di un processo prolungato di formazione della notizia, bensì il relativo evento finale. Le tappe intermedie, oltre a non dover essere necessariamente comunicate al pubblico, non dovranno essere sottoposte all'istituto del ritardo della comunicazione, ma dovranno essere mantenute confidenziali. Solo in caso di *leakage* informativi, l'emittente sarà obbligato alla relativa *disclosure*.

L'intervento sposterà quindi in un momento successivo l'attuale obbligo di comunicazione, con impatti sia sulla gestione dell'informativa da parte degli emittenti, sia sull'approccio di vigilanza. Non vi sono invece impatti sulla nozione di informazione privilegiata valida ai fini della normativa sugli abusi di mercato.

A completamento delle modifiche citate, il 12 dicembre 2024 l'ESMA, in ottemperanza a quanto previsto dal Listing Act e richiesto dalla Commissione europea, ha pubblicato un *consultation paper* contenente una proposta di elenchi – seppur non esaustivi – di: i) processi prolungati, relativi eventi o circostanze finali e momento di divulgazione, ii) esempi di contrasto tra l'informazione privilegiata da ritardare e l'ultimo annuncio pubblico dell'emittente. Il *consultation paper* mira a fornire criteri per chiarire l'oggetto e i termini della comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate e sottopone al mercato questioni cruciali, tra cui la definizione stessa di processo prolungato e le sue possibili categorizzazioni generali e, più in concreto, il corretto inquadramento delle offerte pubbliche di acquisto di natura ostile, dei *profit warning* e delle dichiarazioni previsionali.

Con riferimento alla comunicazione delle operazioni sugli strumenti finanziari dell'emittente effettuate dalle persone che esercitano funzioni di direzione, amministrazione o controllo degli emittenti con azioni negoziate su EXM o EGM, e dalle persone strettamente associate, è stata innalzata la soglia di materialità delle operazioni all'importo di 20 mila euro per anno solare (soglia già applicata in Italia), elevabile a 50 mila o riducibile a 10 mila euro dagli Stati membri, in base alle caratteristiche dei mercati di riferimento.

Il Listing Act amplia anche le esenzioni al divieto, per le persone che esercitano funzioni di direzione, amministrazione o controllo, di operare durante il cosiddetto *closed period*, specificando le tipologie di strumenti finanziari oggetto di possibili esenzioni e includendo tra queste operazioni o attività di negoziazione che non implicano decisioni di investimento, derivano esclusivamente da fattori esterni o da azioni di terzi o, ancora, si basano su condizioni prestabilite.

Quanto alla disciplina relativa all'elenco dei soggetti che hanno accesso a informazioni privilegiate, entro settembre 2025 l'ESMA rivedrà le norme tecniche di attuazione del formato semplificato degli elenchi che attualmente può essere utilizzato dagli emittenti ammessi alla negoziazione nei mercati di crescita per le PMI.

L'Istituto, su richiesta del Ministero della Giustizia, ha valutato un codice di comportamento in materia di prevenzione di abusi di mercato presentato da un'associazione, ritenendolo idoneo a costituire un valido riferimento ai fini della valutazione della responsabilità dell'ente per gli abusi di mercato.

### *La rappresentanza in giudizio*

Nel 2024 la CONSOB si è costituita parte civile in un nuovo procedimento penale per manipolazione del mercato (connesso a un reato di ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza; Tav. al.15).

Inoltre, due giudizi per abusi di mercato in cui la Commissione si era in precedenza costituita parte civile sono stati definiti in primo grado: uno (per manipolazione del mercato) con il riconoscimento della responsabilità penale degli imputati e la condanna al risarcimento dei danni in favore della CONSOB, l'altro (per abuso di informazioni privilegiate) con sentenza di assoluzione.

Nella sentenza di condanna, il Tribunale di Milano ha ritenuto gli imputati colpevoli dei delitti di manipolazione del mercato su azioni di una società del settore moda anche in base a elementi probatori desunti dalla delibera sanzionatoria amministrativa, in cui la «CONSOB aveva da subito ascritto gli illeciti amministrativi a entrambi a titolo di dolo», nonché dalle sentenze dei Giudici civili emesse a seguito di opposizione alle sanzioni amministrative, ove era emerso il ruolo decisivo degli imputati nella strategia manipolativa.

Tre giudizi penali per manipolazione del mercato (due dei quali riuniti in secondo grado) sono stati definiti in appello con due sentenze di conferma della condanna degli imputati e delle statuizioni civili.

Tra questi, in parziale riforma della sentenza di primo grado, la Corte d'Appello di Milano ha altresì condannato gli imputati al risarcimento del danno all'integrità del mercato in favore della CONSOB. La decisione assume rilievo avendo ritenuto che il diritto al risarcimento del danno all'integrità del mercato di cui all'art. 187-*undecies*, comma 2, del TUF non possa essere escluso: «non è possibile determinare il risarcimento de quo in misura pari a zero perché il danno ha natura polifunzionale, non è (solo) una pena e deve considerarsi come una 'riparazione' per il danno arrecato al mercato».

Un giudizio è stato definito innanzi alla Corte di Cassazione con l'annullamento agli effetti penali della sentenza di appello (perché il reato si era estinto per prescrizione), ma con il rigetto del ricorso dell'imputato agli effetti civili.

La decisione della Suprema Corte – riguardante un caso di manipolazione informativa su azioni Alitalia – ha ribadito l'orientamento secondo cui l'elemento costitutivo della cosiddetta *price sensitivity* è ravvisabile anche nel caso in cui *ex post* il prezzo dello strumento finanziario sia rimasto stabile: *«i giudici di merito, in linea con principi affermati da questa Corte, hanno correttamente inquadrato la fattispecie astratta nella categoria dei reati di pericolo concreto, sottolineando come essa possa sussistere anche quando l'alterazione del prezzo non si è verificata».*

## II La vigilanza sugli emittenti

### 1 I profili innovativi

#### *Le modifiche organizzative*

Nell'ambito della riorganizzazione amministrativa della CONSOB, attuata con delibera n. 23203 del 12 luglio 2024, è stata istituita una Divisione che accorpa tutte le funzioni di vigilanza sugli emittenti precedentemente ripartite in due divisioni distinte, dedicate una alla vigilanza in materia di governance societaria e l'altra alla vigilanza sull'informativa fornita dagli emittenti. Tale intervento ha consentito di creare – in linea con l'impostazione adottata dalle principali autorità estere e basata sul principio di vigilanza per soggetti – un unico interlocutore per gli emittenti, rendendo così più agevole il coordinamento tra le diverse unità organizzative e incrementando l'efficienza dell'attività di vigilanza. La Divisione comprende un Ufficio che si occupa dei prospetti di offerta e quotazione degli emittenti *corporate* e bancari, un Ufficio che esercita la vigilanza sul rispetto della normativa concernente le operazioni di Opa e Ops, i presupposti dell'Opa obbligatoria e gli obblighi informativi relativi agli assetti proprietari, un Ufficio che esercita la vigilanza sulla corretta applicazione delle regole di governo societario, l'esercizio dei diritti dei soci di emittenti quotati e il rispetto della disciplina in materia di assemblea e di operazioni con parti correlate e un Ufficio che esercita la vigilanza sull'informativa societaria degli emittenti.

#### *Le riforme per la competitività del mercato dei capitali e la semplificazione*

In materia di interventi a sostegno della competitività del mercato dei capitali, nel marzo del 2024 il Parlamento ha approvato la legge 5 marzo 2024, n. 21 (cosiddetta Legge Capitali). Tale Legge rappresenta il completamento dell'iniziativa governativa, avviata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) con la pubblicazione nel 2022 del Libro Verde *'La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita'*, volta a rimuovere gli ostacoli all'accesso al mercato da parte delle imprese e a stimolare gli investimenti.

La Legge Capitali ha inciso sulla disciplina applicabile agli emittenti quotati sotto il profilo delle regole di governo societario.

In primo luogo, il legislatore ha accresciuto gli strumenti di amplificazione del voto consentiti dall'emissione di azioni a voto plurimo e dalla maggiorazione del diritto di voto a favore degli azionisti stabili. Quanto al primo intervento, in linea con le proposte del Libro Verde, è stato innalzato da tre a dieci voti per azione il moltiplicatore massimo consentito per le azioni a voto plurimo previste dall'art. 2351 del Codice civile, le quali possono essere emesse dalle società italiane prima della quotazione ed essere mantenute anche dopo la quotazione sui mercati regolamentati. Quanto al voto maggiorato, oltre alla già prevista possibilità di prevedere nello statuto la maggiorazione del voto nella misura di due voti per azione in favore degli azionisti che mantengono la titolarità delle azioni per almeno due anni, è stata introdotta anche un'ulteriore facoltà per le società che prevede l'attribuzione di un voto incrementale, fino a dieci volte per azione, al termine di ogni ulteriore anno di mantenimento della titolarità delle azioni. Tale facoltà che prevede il 'potenziamento' del già previsto voto maggiorato è stata adottata in via statutaria da alcuni emittenti nel 2024 (si veda il successivo paragrafo 4). Al proposito, si rappresenta che la legge riconosce espressamente il diritto di recesso in favore degli azionisti che non abbiano concorso all'adozione di tale modifica statutaria.

Sempre tra le aree di intervento della Legge Capitali, adottando una soluzione che rappresenta un *unicum* a livello internazionale, il Parlamento ha approvato una norma sulle modalità di svolgimento delle assemblee volta a rendere stabile per le società, previo *opt-in* statutario, la possibilità di svolgere le assemblee secondo una soluzione consentita durante la pandemia da Covid 19 (e prorogata, con successivi interventi legislativi, da ultimo fino alla fine del 2025). In particolare, la Legge Capitali consente alle società di prevedere negli statuti, quale unica modalità di espressione del voto dei soci, quella del rilascio della delega a un rappresentante dalle stesse designato (pertanto, l'assemblea si svolge 'a porte chiuse', senza la partecipazione fisica dei soci). Nel 2024 circa la metà degli emittenti ha modificato lo statuto per prevedere tale facoltà.

La Legge Capitali ha altresì introdotto nel TUF una norma che consente espressamente agli statuti di prevedere che il consiglio di amministrazione (Cda) uscente sia legittimato a presentare una lista di candidati amministratori (fattispecie già oggetto del richiamo di attenzione pubblicato dalla CONSOB nel gennaio 2022). La norma indica le condizioni per l'esercizio di tale facoltà e il meccanismo di elezione degli amministratori, prevedendo un articolato sistema di riparto dei posti in consiglio tra lista del Cda (se risultata prima per numero di voti) e le liste di minoranza, nonché una seconda votazione su ciascun candidato della lista del Cda, volta a determinare l'ordine di elezione di tali candidati. Alla CONSOB è attribuita una delega ad adottare disposizioni attuative in vista dell'applicazione della nuova disciplina ai rinnovi degli organi amministrativi deliberati a partire dal 2025.

Su alcuni temi centrali della nuova disciplina la CONSOB ha avviato due consultazioni, finalizzate a definire le opportune modifiche al Regolamento Emittenti (si veda il capitolo VIII 'L'attività di studio e regolamentazione').

### *Le attività volte a incentivare la quotazione*

In linea con il Piano strategico 2022-2024 e in parallelo con le iniziative a sostegno della competitività e della semplificazione in ambito nazionale (Legge Capitali e riforma del TUF) ed europeo (quali il Listing Act), la CONSOB ha portato avanti, in molteplici direzioni, le attività finalizzate ad agevolare l'accesso delle imprese al mercato dei capitali, tramite semplificazioni della relativa disciplina, volte a ridurre gli oneri per gli emittenti e a rendere più celeri i procedimenti di approvazione dei prospetti, senza ledere i presidi posti a tutela degli investitori.

Al riguardo, nel contesto delle iniziative finalizzate a sostenere l'accesso al mercato dei capitali italiano, nel mese di dicembre 2023, nel solco delle modifiche regolamentari varate nel luglio 2022, la CONSOB ha sottoposto alla consultazione del mercato delle nuove ipotesi di modifica delle disposizioni del Regolamento Emittenti in materia di prospetto, e dei relativi allegati, che, a seguito dell'esito favorevole della consultazione, sono entrate in vigore nei primi mesi del 2024.

Tali modifiche hanno portato a una significativa semplificazione delle informazioni da fornire nella domanda di approvazione dei prospetti e dei relativi documenti da produrre, in linea con la normativa europea sul prospetto. Sono stati così predisposti i moduli elettronici di domanda di approvazione per le diverse tipologie di prospetto, al fine di rendere più celere la compilazione delle domande e ridurre i rischi di errori o di omissioni di informazioni. In aggiunta, sono state elaborate specifiche *Frequently Asked Questions* (FAQ) come ulteriore ausilio per gli emittenti nella predisposizione dei prospetti e durante l'intera istruttoria. I moduli e le FAQ, insieme alla normativa europea e nazionale di riferimento e alle indicazioni operative, sono stati resi disponibili sia in italiano sia in inglese in una nuova pagina del sito internet dell'Istituto dedicata ai prospetti.

Particolarmente rilevanti sono state le semplificazioni per i prospetti di titoli *non-equity* finalizzate a dare un nuovo impulso al mercato del debito italiano, che negli ultimi anni ha registrato una forte contrazione. In linea con le esigenze espresse dagli *stakeholders* nel corso di appositi incontri, la CONSOB ha implementato misure volte a garantire sia la celerità e la certezza della tempistica del processo di scrutinio e di approvazione dei prospetti, allineandoli alle prassi delle altre autorità competenti europee, sia la riduzione dei costi connessi all'istruttoria. Tali iniziative hanno prodotto un aumento delle istanze di approvazione dei prospetti di titoli *non-equity* nell'ultimo trimestre del 2024 con il rientro di operatori di mercato che erano precedentemente migrati verso altre giurisdizioni. Anche il rimpatrio (cosiddetto *reshoring*) di diversi programmi di emissione sul MOT di Borsa Italiana Euronext, realizzato da primari emittenti italiani nel corso dell'ultima parte dell'anno, testimonia il successo delle iniziative adottate. Tali programmi, approvati dalla CONSOB e quotati su Borsa Italiana, ammontano complessivamente a 24 miliardi di euro e sono stati redatti in lingua inglese. In

un caso il programma di emissione è disciplinato dalla sola normativa italiana. A valere su tali programmi, nel corso degli ultimi mesi del 2024 si sono realizzate due emissioni, ammesse alla negoziazione sul MOT per 1,25 miliardi di euro complessivi. Nei primi mesi del 2025, si sono altresì concluse offerte per un valore superiore ai 40 milioni di euro.

Sempre con riferimento ai prospetti di titoli *non-equity*, in aggiunta alle iniziative sopra descritte, la CONSOB ha sottoposto alla consultazione del mercato la proposta di attribuire la competenza all'adozione dell'atto finale di approvazione del prospetto a personale con qualifica dirigenziale, al fine di comprimere anche la fase dell'approvazione dei prospetti, riducendo i tempi tra la chiusura dell'istruttoria (cosiddetto '*no-further comments*') e l'approvazione del prospetto.

Con riguardo alle attività svolte in ambito ESMA, con riferimento alle previsioni normative sul prospetto contenute nel Listing Act, si segnala la partecipazione alla redazione del *consultation paper* e della *call for evidence* del 28 ottobre 2024 per il rilascio di pareri tecnici dell'ESMA, richiesti dalla Commissione europea, rispettivamente per l'adozione di atti delegati (tra cui quelli relativi ai nuovi schemi di prospetto) e per la predisposizione di una relazione sulla responsabilità civile per le informazioni fornite nel prospetto. La consultazione su tali documenti si è chiusa il 31 dicembre 2024.

Sempre nell'ambito dei lavori dell'ESMA, La CONSOB ha fornito contributi volti a promuovere la convergenza degli approcci di vigilanza delle autorità nazionali e ad agevolare l'applicazione della pertinente normativa settoriale europea (ad esempio, attraverso Q&As), in particolare in relazione alle novità introdotte in materia di prospetto nell'ambito del Listing Act (si veda il Regolamento (UE) 2024/2809) e alla nuova disciplina prevista dal Regolamento sui *green bond* (Regolamento (UE) 2023/2631 - EuGBR).

### *I mercati delle cripto-attività*

Con riferimento ai mercati delle cripto-attività, in vista della piena applicazione del Regolamento MiCAR dal 30 dicembre 2024, sono stati predisposti i moduli elettronici di notifica dei *white paper* per le diverse tipologie di cripto-attività, al fine di rendere più celere la compilazione delle domande e ridurre i rischi di errori o di omissioni di informazioni. I moduli di notifica, unitamente alla normativa europea e nazionale di riferimento e alle indicazioni operative, sono stati resi disponibili in italiano e in inglese in una nuova apposita pagina del sito internet dell'Istituto dedicata alle cripto-attività. Inoltre, sono state predisposte anche le *Frequently Asked Questions* (FAQ), quale ulteriore ausilio per gli operatori, che saranno messe a disposizione, in italiano e in inglese, nella medesima pagina del sito internet dell'Istituto.

In ambito europeo, la CONSOB ha contribuito anche alle attività volte alla definizione delle misure di livello 2 previste dal Regolamento (si veda il capitolo IX 'L'attività internazionale').

Sempre con riferimento alle cripto-attività, nel 2024 la CONSOB ha condotto preliminari e informali interlocuzioni con operatori interessati sia all'emissione e offerta di cripto-attività sia a un confronto sull'ambito di applicazione e gli obblighi derivanti dal MiCAR.

Sebbene tale Regolamento intenda garantire maggiore stabilità e trasparenza nel mercato delle cripto-attività, molti rischi permangono per coloro che investono in esse. Al riguardo, nel mese di marzo 2025, la CONSOB e la Banca d'Italia hanno pubblicato una comunicazione congiunta volta a richiedere agli emittenti che acquistano cripto-attività di fornire nei propri bilanci informazioni utili per comprendere gli effetti di tali attività sulla propria situazione patrimoniale, economica e finanziaria, ove rilevanti. La comunicazione è stata estesa anche alle società di revisione e ai revisori legali, segnalando le peculiarità e i rischi connessi allo svolgimento di incarichi su società che detengono cripto-attività.

#### *Il mercato delle obbligazioni verdi europee*

Il Regolamento sui *green bond* (Regolamento (UE) 2023/2631 - EuGBR), adottato nel 2023, è divenuto applicabile a decorrere dal 21 dicembre 2024<sup>9</sup>.

Anche in questo ambito, le iniziative poste in essere dalla CONSOB per rivitalizzare il mercato del debito italiano e per promuovere la finanza sostenibile hanno prodotto i loro effetti positivi. Infatti, già nelle more della applicazione del Regolamento EuGBR, un operatore ha richiesto l'approvazione di un prospetto di base i cui programmi di emissione comprendono anche obbligazioni verdi europee contraddistinte dallo standard 'EUGB' (European Green Bond; si veda il successivo paragrafo 6).

#### *Le attività in materia di finanza sostenibile*

Sono proseguite le attività di studio e di approfondimento su aspetti di regolamentazione e vigilanza connessi alle tematiche di sostenibilità. In particolare, sono continuati i lavori dello *Steering Committee* sulla finanza sostenibile, istituito nella CONSOB nel 2019 per promuovere lo studio e l'analisi dei temi legati alla sostenibilità. In tale ambito, la CONSOB ha avviato la realizzazione di uno studio avente ad oggetto le politiche di dialogo adottate dalle società quotate con la generalità degli azionisti, con l'obiettivo di osservare i loro effetti e l'attuazione delle previsioni contenute e temi più rilevanti ivi contenuti, inclusi quelli legati alla sostenibilità (per gli altri studi in tema di sostenibilità si veda il capitolo VIII 'L'attività di studio e regolamentazione').

Con riguardo alla rendicontazione di sostenibilità, la CONSOB ha contribuito nel 2024 ai lavori di recepimento a livello nazionale della Direttiva

<sup>9</sup> Ad eccezione delle previsioni di cui agli artt. 40 (decisione di equivalenza), 42, paragrafi da 1 a 8 (riconoscimento di un revisore esterno di un paese terzo), e 43 (avallo di servizi ai sensi del presente Regolamento prestati in un paese terzo) che si applicano a decorrere dal 21 giugno 2026.

sul Corporate Sustainability Reporting (CSRD), fornendo collaborazione tecnica al MEF in vista della predisposizione del testo del decreto delegato di recepimento (d.lgs. 125/2024), pubblicato il 10 settembre 2024 sulla Gazzetta Ufficiale. Il 13 marzo 2025 la CONSOB, ad esito di una consultazione pubblica avviata a dicembre, ha adottato delle modifiche al Regolamento Emittenti, in attuazione delle deleghe regolamentari contenute nel suddetto decreto.

In primo luogo, in attuazione della delega regolamentare contenuta nel novellato art. 118-*bis* del TUF, si è proposto di introdurre un nuovo art. 89-*quinquies* nel Regolamento Emittenti, recante la disciplina sulle modalità e sui termini del controllo della CONSOB sulle rendicontazioni di sostenibilità comprese nel suo perimetro di vigilanza, in quanto pubblicate da emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine. La norma proposta recepisce le indicazioni contenute nelle *Guidelines on Enforcement of Sustainability Information* (GLES) dell'ESMA, prevedendo un controllo annuale basato su una selezione dei soggetti da vigilare che – in linea con quanto già effettuato dalla CONSOB negli anni passati – è individuata mediante applicazione di parametri di rischio e di modelli di selezione casuale, nonché della necessità di assicurare un'adeguata rotazione dei soggetti sottoposti a controllo. Inoltre, nella delibera con cui si apportano al Regolamento Emittenti le modifiche oggetto del presente intervento si prevede una specifica disposizione transitoria al fine di precisare che, nella definizione con delibera annuale dei criteri di selezione delle rendicontazioni di sostenibilità da includere nel campione di vigilanza, si terrà conto di eventuali elementi rilevanti connessi all'evoluzione del quadro normativo europeo in materia di rendicontazione societaria di sostenibilità e, in particolare, agli sviluppi e agli esiti del negoziato sulla proposta *omnibus* pubblicata dalla Commissione europea il 26 febbraio 2025.

In secondo luogo, si è integrato l'art. 81-*ter*, comma 1, del Regolamento Emittenti – che già disciplina l'attestazione relativa al bilancio di esercizio, al bilancio consolidato e al bilancio semestrale abbreviato prevista dall'art. 154-*bis*, comma 5, del TUF – al fine di chiarire il contenuto dell'attestazione di conformità agli standard europei di rendicontazione e alle previsioni dell'art. 8 del Regolamento Tassonomia che il dirigente preposto o il dirigente della sostenibilità eventualmente individuato dalla società deve fornire, nei termini strettamente previsti dalla normativa primaria e senza l'introduzione di elementi innovativi.

In considerazione della sempre crescente rilevanza che i rischi connessi al cambiamento climatico stanno assumendo nell'analisi finanziaria e nel *corporate reporting*, come testimoniato dalle numerose iniziative delle autorità di vigilanza e degli *standard setter*<sup>10</sup>, la CONSOB, nel mese di dicembre, ha pubblicato il Richiamo di attenzione n. 2/2024 in materia di informativa sul

<sup>10</sup> Si fa riferimento, fra gli altri, ai documenti dello IASB pubblicati, rispettivamente, nel 2023 '*Effects of climate-related matters on financial statements*' e nel 2024 '*Climate-related and Other Uncertainties in the financial statements – Proposed illustrative examples*', nonché alle priorità di vigilanza ESMA.

clima da rendere in bilancio, in analogia con quanto effettuato da altre autorità europee, alla luce degli elementi emersi dalle analisi condotte sul tema e in vista dell'entrata in vigore degli obblighi sulla rendicontazione di sostenibilità richiesti dal citato d.lgs. 125/2024.

A tal fine, l'Istituto ha individuato tre aree meritevoli di attenta considerazione da parte degli emittenti, ossia: i) agevolare gli investitori nell'individuazione delle informazioni sugli aspetti climatici, considerando l'opportunità di riportare le informazioni sugli aspetti climatici in una specifica nota del bilancio, ovvero inserire specifici richiami alle note in cui queste ultime sono rappresentate; ii) promuovere la coerenza tra informativa finanziaria e di sostenibilità, ad esempio fornendo in bilancio informazioni rilevanti che consentano agli investitori di apprezzare gli eventuali impatti sulle stime contabili delle azioni individuate all'interno dei piani di transizione descritti nella rendicontazione di sostenibilità; iii) fornire un'informativa chiara sulle considerazioni effettuate in merito agli impatti dei fattori climatici sulla vita utile degli attivi iscritti in bilancio, sulle valutazioni delle perdite attese su crediti e sulla misurazione dei contratti assicurativi.

In ambito nazionale, nel 2024 la CONSOB ha partecipato ai lavori del Tavolo interistituzionale sulla finanza sostenibile (Tavolo Finanza Sostenibile), promosso e presieduto dal MEF, e a cui partecipano, oltre alla CONSOB, il Ministero dell'Ambiente e della Sicurezza Energetica, il Ministero delle Imprese e del Made in Italy, la Banca d'Italia, l'IVASS e la COVIP. Il Tavolo è stato istituito nell'ottobre 2022 con l'obiettivo di favorire il coordinamento delle iniziative delle istituzioni italiane, al fine di sviluppare e attuare strategie di finanza sostenibile e mobilitare le risorse private verso il conseguimento degli impegni assunti dal Paese a livello europeo e internazionale.

In particolare, la CONSOB ha contribuito all'elaborazione del *Documento per il dialogo di sostenibilità tra PMI e Banche*, pubblicato il 6 dicembre 2024 al termine di un processo di consultazione pubblica. Il Documento è il risultato di un'intensa ed estesa interlocuzione fra i partecipanti al Tavolo Finanza Sostenibile ed esperti del settore, *stakeholders* e consulenti incaricati nell'ambito del programma Technical Support Instrument (TSI) finanziato dalla Commissione europea. Il Documento ha l'obiettivo di supportare le PMI nella raccolta e produzione di informazioni attinenti agli impatti ambientali, sociali e di governance, per facilitare il dialogo con le banche sui temi della sostenibilità. Il Documento intende così offrire alle imprese di minori dimensioni un supporto concreto nella raccolta e produzione di informazioni relative agli aspetti ESG, al fine di: i) migliorare il proprio posizionamento concorrenziale; ii) favorire la standardizzazione delle richieste informative in materia ESG che vengono loro rivolte dalle banche (riducendone gli oneri); iii) valutare meglio i rischi; iv) pianificare gli investimenti; v) accedere a finanziamenti privati e a fondi e garanzie pubbliche. Inoltre, l'investimento mirato a ridurre la propria impronta ambientale (ad esempio, mediante l'efficientamento energetico o l'autoproduzione di energia da fonti rinnovabili)

e la propria esposizione ai rischi climatici permetterà alle imprese di aumentare la resilienza a shock energetici e climatici.

La CONSOB ha continuato a seguire con attenzione nel 2024 le fasi di attuazione dei progetti di *standard setting* in tema di rendicontazione di sostenibilità avviati in ambito europeo e internazionale (si veda il capitolo IX 'L'attività internazionale').

Sono altresì proseguite le attività di supporto tecnico al MEF nella fase del trilogico del negoziato sulla proposta di direttiva sulla Corporate Sustainability Due Diligence (CS3D). Il negoziato si è concluso con l'adozione della Direttiva (UE) 2024/1760 del 13 giugno 2024, pubblicata nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea il 5 luglio 2024. Nel mese di ottobre la CONSOB ha pertanto avviato un'interlocuzione con il MEF in merito al recepimento della stessa nell'ordinamento nazionale.

## 2 L'informativa sugli assetti proprietari

Nel 2024 la CONSOB ha ricevuto 654 comunicazioni relative a variazioni di partecipazioni rilevanti detenute in società quotate italiane, in aumento rispetto all'anno precedente<sup>11</sup> (427 nel 2023; Tav. all.1). L'incremento è in larga parte attribuibile all'operatività posta in essere sulle azioni delle società emittenti prestiti obbligazionari convertibili (POC) in favore di un unico investitore<sup>12</sup> (99 comunicazioni inviate dagli investitori istituzionali coinvolti nelle operazioni di POC).

Nell'anno sono pervenute all'Istituto 44 dichiarazioni di intenzioni, ai sensi del comma 4-bis dell'art. 120 del TUF, che risultano quindi più che raddoppiate rispetto alle 19 dell'anno precedente. Di tali dichiarazioni 27 sono state inviate da investitori esteri e 17 da italiani. Le dichiarazioni sono state rese in quasi la metà dei casi (19) in occasione del superamento della soglia del 10% del capitale dell'emittente. In 15 casi, invece, la dichiarazione ha

11 Il 26% circa dei casi è riferito a comunicazioni effettuate per il superamento della prima soglia di rilevanza (92 le comunicazioni su società quotate non PMI e 78 quelle su società quotate PMI), mentre il 28% circa delle comunicazioni è riferito alla riduzione delle partecipazioni entro le medesime soglie. Il restante 46% ha riguardato la variazione di partecipazioni rilevanti già detenute, suddivise tra comunicazioni di variazioni rilevanti di una partecipazione già comunicata (circa il 36% del totale delle dichiarazioni pervenute) e comunicazioni concernenti altre variazioni nel titolo del possesso o nella catena partecipativa (10%). Tra queste ultime sono comprese anche le notifiche effettuate su base volontaria dagli azionisti al fine, ad esempio, di aggiornare l'entità o la modalità di detenzione della partecipazione. Nel 2024 le comunicazioni da parte degli emittenti quotati riferite a operazioni su azioni proprie sono state 26 (35 nel 2023). Con riferimento alla tipologia dei soggetti dichiaranti, in linea con l'anno precedente, il 2024 ha registrato la prevalenza di soggetti esteri (71%), rispetto a dichiaranti italiani. Anche la ripartizione tra dichiarazioni provenienti da persone fisiche (31%) e persone giuridiche (69%) conferma sostanzialmente la netta preponderanza di quest'ultima categoria, già rilevata nel 2023.

12 Infatti, dalle analisi condotte sulle azioni di emittenti che hanno fatto ricorso a POC, è emerso come, per le modalità di funzionamento di tali prestiti, nel momento in cui l'investitore riceve le azioni derivanti dalla richiesta di conversione anche di una sola tranche del POC – circostanza che può verificarsi anche molto frequentemente – di solito le vende sul mercato di riferimento in un breve arco temporale, con conseguente (e dunque frequente) variazione delle partecipazioni rilevanti dallo stesso detenuta.

riguardato il superamento della soglia del 25% del capitale sociale, quasi sempre in emittenti qualificati come PMI, per i quali l'obbligo di Opa sorge al superamento del 30%. In sei di questi ultimi casi, inoltre, sebbene i dichiaranti avessero superato anche le soglie del 30% o del 50%, non è stata promossa alcuna Opa stante l'assenza dei presupposti dell'offerta obbligatoria o in considerazione dell'applicazione di specifici casi di esenzione; nei rimanenti casi, non è stata superata alcuna soglia rilevante ai fini dell'obbligo di offerta ed è stata dichiarata l'intenzione di non proseguire nell'acquisto di azioni al punto da acquisire il controllo dell'emittente.

I patti parasociali rilevanti ai sensi dell'art. 122 del TUF sono stati oggetto di 139 comunicazioni, riferibili a 64 società quotate (93 comunicazioni riferibili a 48 società quotate nel 2023). In particolare, 34 comunicazioni hanno riguardato la stipula di nuovi patti, 76 la variazione e/o il rinnovo di patti già in essere e 29 lo scioglimento.

A gennaio 2024, l'elenco delle società qualificabili come PMI quotate, aggiornato dalla CONSOB sulla base dei dati della capitalizzazione di mercato negli anni 2021, 2022 e 2023 (ai sensi del comma 1, lett. *w-quater. 1*) del TUF), contava 127 società su un totale di 217 società quotate aventi sede legale in Italia e con azioni ordinarie ammesse a negoziazione su Euronext Milan (EXM, già MTA). Tale elenco è stato successivamente aggiornato con l'entrata in vigore, il 27 marzo 2024, della Legge Capitali, che ha modificato il predetto art. 1, comma 1, lettera *w-quater. 1*, del TUF, innalzando la soglia di capitalizzazione di mercato ai fini della qualifica di PMI da 500 milioni a un miliardo di euro. Di conseguenza è aumentato il numero di società qualificate come PMI che è passato da 127 emittenti (pari al 58,53% delle società aventi sede legale in Italia e quotate su Euronext Milan al 31 dicembre 2023) a 142 emittenti (pari al 67,30% del totale).

### 3 Le offerte al pubblico di acquisto e di scambio

Nel 2024 sono state promosse 20 offerte al pubblico di acquisto e/o di scambio (21 nel 2023) di cui otto obbligatorie e 12 volontarie (due parziali per l'acquisto di azioni proprie e *warrant* e dieci totalitarie; Tav. all.2).

Il controvalore complessivo delle operazioni risultate efficaci è di circa 3,68 miliardi di euro (circa 2,22 miliardi nel 2023), di cui circa 204 milioni riferibili a due offerte di scambio promosse su *warrant* e azioni. Ad eccezione di un'operazione avente ad oggetto *warrant* quotati sull'EXM, tutte le altre offerte hanno riguardato azioni ordinarie, delle quali 14 quotate sull'EXM (quattro sul segmento STAR) e cinque negoziate sull'EGM.

### Riquadro 3

## Le offerte pubbliche svolte in Italia nel periodo 2020-2024

Negli ultimi cinque anni sono state promosse 96 offerte, di cui 13 nel 2020 (pari al 14%), 19 nel 2021 (pari al 20%), 24 nel 2022 (pari al 25%), 20 nel 2023 (pari al 21%) e 20 nel 2024 (pari al 21%). Nel periodo considerato nel 92% dei casi il pagamento del corrispettivo è avvenuto in denaro (88 Opa), mentre nel restante 8% il corrispettivo è rappresentato da strumenti finanziari (quattro Ops e quattro Opas) quotati o non quotati su mercati regolamentati italiani (nello specifico tra le Ops, in due casi sono state offerte in cambio azioni e in due casi obbligazioni, mentre tra le Opas gli strumenti offerti in cambio sono stati rappresentati esclusivamente da azioni). In termini di controvalore, tali offerte hanno registrato un valore complessivo pari a circa 29 miliardi di euro.

Venendo poi alla natura dell'offerta, i dati mostrano una prevalenza delle offerte volontarie (complessivamente pari a 59) su quelle obbligatorie (complessivamente pari a 37, dato che comprende anche gli obblighi di acquisto ex art. 108, comma 2, del TUF, cosiddetto 'fuori offerta'). In termini aggregati, le offerte volontarie hanno rappresentato circa il 61% delle offerte promosse, contro circa il 39% di quelle obbligatorie. All'interno della categoria delle offerte volontarie, 49 sono state totalitarie (pari al 51% del totale di tutte le offerte), mentre dieci sono state parziali (pari al 10%).

Analizzando le offerte per tipologia di prodotto finanziario, emerge che le azioni ordinarie sono state oggetto di offerta nel 97% dei casi delle offerte (93 operazioni sulle complessive 96), mentre nel restante 3% hanno riguardato azioni di risparmio e *warrant*. Si registra poi un trend crescente del numero delle offerte promosse su azioni negoziate su EGM (pari a 21 di cui un'offerta nel 2020 e nel 2021, quattro offerte nel 2022, dieci offerte nel 2023 e cinque offerte nel 2024).

Nel periodo in esame prevalgono le offerte di acquisto finalizzate all'incremento della partecipazione già detenuta dai soci di controllo nella società bersaglio (Opa da completamento) e al conseguente *delisting* dell'emittente (circa il 70% delle offerte). Rientrano in tali offerte anche le Opa obbligatorie a cui ha fatto seguito il *delisting*. Risultano residuali, invece, le offerte il cui obiettivo principale è l'acquisizione del controllo (pari a circa il 20%).

Queste evidenze mostrano che i cambiamenti di controllo si caratterizzano maggiormente per essere il risultato di transazioni 'amichevoli', tra gli azionisti di controllo storici e i nuovi acquirenti, piuttosto che come operazioni ostili.

Con riferimento al fenomeno del *delisting*, una possibile spiegazione potrebbe derivare da una 'disaffezione' verso lo *status* di società quotata da ricondurre all'ampio dibattito in corso in tema di prevalenza dei *private markets* sui *public markets*. In materia, tra le motivazioni dichiarate nei documenti di offerta da parte degli offerenti sono stati evidenziati i vantaggi per gli emittenti del conseguimento dello *status* di società non quotata (semplificazione normativa, minori oneri e maggior flessibilità gestionale e organizzativa, maggior competitività e velocità di esecuzione). In più occasioni emerge poi la circostanza che: i) la capitalizzazione di mercato spesso non riflette i valori fondamentali della società; ii) l'operatività degli investitori si caratterizza su orizzonti di breve periodo (cosiddetto *short termism*); iii) la liquidità dei titoli quotati registra valori inferiori alle attese degli emittenti (volumi di negoziazione bassi e insufficiente attività di sostegno alla liquidità da parte del *liquidity provider/specialista*).

Focalizzando l'analisi sulle sedi di negoziazione e, in particolare sui premi di negoziazione, emerge che i mercati che registrano una maggiore liquidità presentano premi mediamente più bassi su tutti gli orizzonti temporali considerati. In particolare, i premi maggiori si registrano sull'EGM. Nell'ambito del mercato EXM, il Segmento Euronext STAR Milan offre i premi minori.

Infine, si evidenzia come il reinvestimento dei soci dell'emittente nel capitale dell'offerente (o in altra società della catena di controllo di quest'ultimo), sia una pratica diventata sempre più comune nel periodo 2020-2024 (in 23 offerte sul totale di 96, pari al 24%). Il dato appare infatti quattro volte superiore nel periodo analizzato rispetto alle evidenze emerse nel periodo 2007-2019.

In continuità con la tendenza osservata negli ultimi anni, quattro offerte (a fronte di nove nel 2023) hanno previsto il reinvestimento (in tutto o in parte) nel capitale dell'offerente (o in altra società della catena di controllo di quest'ultimo) del corrispettivo ricevuto dalla cessione della partecipazione detenuta dagli azionisti di controllo ovvero il conferimento da parte di questi ultimi della partecipazione detenuta nell'emittente, nella società offerente o nella sua catena di controllo. Per tali operazioni l'attività della CONSOB è stata diretta ad assicurare il rispetto del principio della parità di trattamento fra azionisti.

Le operazioni direttamente finalizzate o comunque associate al *delisting* dei titoli azionari oggetto di offerta sono state 19 (18 nel 2023). A seguito di tali offerte il *delisting* su EXM si è realizzato in 12 casi (di cui uno si è perfezionato nel mese di gennaio 2025), per una capitalizzazione pari nel complesso a circa 14,4 miliardi di euro, mentre il *delisting* su EGM si è realizzato in tre casi, per una capitalizzazione pari nel complesso a circa 321 milioni di euro.

Tra le operazioni del 2024 merita di essere menzionato il primo caso di offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria promossa su una società avente sede legale in uno Stato membro UE diverso dall'Italia (Lussemburgo) e le cui azioni erano quotate esclusivamente sul mercato regolamentato italiano (EXM, segmento STAR). I profili di attenzione inerenti alla predetta offerta hanno interessato la normativa applicabile all'operazione, con riferimento alla ripartizione della competenza tra la giurisdizione italiana, competente in merito al corrispettivo dell'offerta e ai relativi aspetti procedurali e informativi, e la giurisdizione lussemburghese, competente in ordine alle questioni di diritto societario, con particolare riferimento al superamento delle soglie Opa e alle procedure di *sell-out* e *squeeze out*, inclusa la determinazione del prezzo. L'istruttoria si è pertanto caratterizzata per le costanti interlocuzioni tra la CONSOB e l'autorità di vigilanza lussemburghese, ossia la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

Nell'anno si sono svolte anche due offerte finalizzate al *delisting* di azioni che erano state già oggetto di offerte promosse nel 2022 e 2023 e che erano state dichiarate inefficaci dagli offerenti in considerazione del mancato raggiungimento delle soglie rilevanti. Diversamente dagli esiti precedenti, quelle promosse nel 2024, hanno avuto esito positivo portando al *delisting* delle azioni oggetto dell'offerta, anche in considerazione del maggior prezzo offerto.

## 4 Le operazioni con parti correlate e gli organi di controllo

### *Le parti correlate*

Con riferimento alla vigilanza sulle operazioni con parti correlate, è proseguita la supervisione dell'Istituto sulla disciplina che regola il compimento di tali operazioni da parte delle società con azioni quotate su mercati regolamentati. Al riguardo, per effetto delle novità introdotte dalla Legge Capitali, non sono più assoggettate alla disciplina in esame gli emittenti azioni diffuse presso il pubblico in misura rilevante.

Le società quotate hanno pubblicato 50 documenti informativi per operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate, in 18 casi relativi a modifiche o integrazioni di precedenti operazioni (Tav. all.3). Tali documenti hanno in prevalenza riguardato contratti di fornitura di beni e servizi ovvero di finanziamento (complessivamente nel 52% dei casi), mentre, con minor frequenza, operazioni che hanno determinato il trasferimento di beni, rami d'azienda, partecipazioni (24%) ovvero la modifica della struttura del capitale dell'emittente attraverso un aumento della partecipazione detenuta dalla parte correlata (24%). Le operazioni oggetto di documento informativo sono state principalmente realizzate con soci di controllo o di rilievo (80% dei casi); con minor frequenza, invece, le controparti dell'operazione sono state società

controllate dall'emittente o amministratori ed entità a questi riferibili (12% e 8% dei casi, rispettivamente).

In ottica di vigilanza preventiva e di confronto con i partecipanti del mercato, la CONSOB ha interloquuto con gli emittenti in merito a specifiche questioni applicative della disciplina in concrete fattispecie di operazioni, ovvero alla definizione delle regole procedurali che le società adottano e seguono in attuazione della disciplina. In particolare, le aree di maggiore interazione con il mercato hanno riguardato l'applicazione delle ipotesi di esenzione previste dalla disciplina, nonché le modalità di approvazione e aggiornamento informativo di modifiche a operazioni con parti correlate.

Di particolare rilevanza è stata l'interlocuzione con il mercato in merito alla corretta mappatura dei soggetti qualificati come parti correlate, nello specifico nei casi in cui si è reso necessario svolgere approfondimenti circa l'attribuzione della qualifica di soggetto che esercita influenza notevole ai sensi dello IAS 24 a un azionista che detiene, in via indiretta per il tramite di una controllata, una partecipazione rilevante (pur se inferiore al 20%) nel capitale sociale dell'emittente e circa la sussistenza di ulteriori indici di influenza notevole previsti dal medesimo IAS 24.

In alcuni casi è stata richiamata l'attenzione delle società e dei loro organi di controllo sulla più corretta applicazione della disciplina procedurale, in particolare al fine di assicurare che il processo deliberativo delle operazioni con parti correlate fosse strutturato in modo da garantire trasparenza e attivazione dei relativi presidi in modo tempestivo e coerente con le regole, anche nelle ipotesi in cui l'operazione consistesse in una modifica dei termini o in una proroga di accordi già assunti con parti correlate.

Le attività di *enforcement* sanzionatorio si sono concentrate su alcuni casi di violazione della disciplina di trasparenza tramite documento informativo su operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate nonché di mancata applicazione dei presidi procedurali previsti dalla disciplina per l'approvazione di operazioni con parti correlate anche di minore rilevanza.

Tenuto conto della importanza del ruolo attribuito agli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate e, più in generale, nell'efficace svolgimento delle funzioni del consiglio di amministrazione, è stata effettuata un'attività di analisi dei criteri individuati dagli emittenti per la valutazione dell'indipendenza dei propri amministratori, con particolare riferimento ai criteri qualitativi e quantitativi, raccomandati dal Codice di Corporate Governance delle società quotate italiane, utili a valutare la significatività delle relazioni commerciali e delle remunerazioni di consiglieri indipendenti e sindaci e resi noti principalmente nelle relazioni di governo societario.

### *Gli organi di controllo*

La vigilanza sugli organi di controllo si è concentrata sull'attività svolta dagli stessi e sull'informativa fornita nelle relazioni per le assemblee di bilancio sulle tematiche della continuità aziendale, dei sistemi di controllo interno e di gestione dei rischi e degli interventi effettuati o programmati per il loro adeguamento. La CONSOB ha costantemente interloquuto con gli organi di controllo per verificarne lo svolgimento dei compiti di vigilanza, anche in chiave preventiva e continuativa, e per rendere più tempestiva la rilevazione di criticità o aree di miglioramento nella governance degli emittenti. Nel 2024 sono state trasmesse dai sindaci quattro segnalazioni di irregolarità riscontrate a seguito di propri accertamenti ovvero aggiornamenti rispetto ad azioni di rimedio poste in essere per risolvere alcune carenze del sistema di controllo interno. Con particolare riferimento alla vigilanza sulle dichiarazioni non finanziarie (DNF), sono state acquisite informazioni dagli organi di controllo degli emittenti selezionati sulla base dei criteri pubblicati annualmente dalla CONSOB sull'esistenza di possibili aree di miglioramento o profili di attenzione emersi nell'ambito del processo di predisposizione dell'informativa non finanziaria, nonché sulle iniziative adottate dalle società per adeguarsi alle novità previste dal Regolamento Tassonomia e dalla Direttiva CSRD, alla luce dell'entrata in vigore della nuova disciplina. Anche nel 2024 sono stati organizzati incontri con le strutture societarie incaricate di predisporre la DNF e con l'organo di controllo su alcuni aspetti relativi alle medesime dichiarazioni, nonché sugli eventuali profili d'attenzione evidenziati nella documentazione ricevuta dai collegi sindacali, anche al fine di fornire indicazioni volte a migliorare i contenuti dell'informativa da rendere nelle successive DNF.

### *Le assemblee degli azionisti*

Nell'anno molti emittenti hanno adottato modifiche al proprio statuto per esercitare alcune delle opzioni che la Legge Capitali ha concesso loro in tema di svolgimento delle assemblee e maggiorazione del voto.

Nello specifico, circa la metà delle società quotate ha introdotto nel proprio statuto la facoltà per il consiglio di amministrazione di convocare l'assemblea tramite esclusivo conferimento di deleghe al rappresentante designato, resa possibile dal nuovo art. 135-*undecies*.1 del TUF introdotto dalla Legge Capitali. Tale modalità di svolgimento dell'assemblea è stata adottata dalla gran parte degli emittenti nell'ultima stagione assembleare, in virtù della proroga (poi estesa fino a fine 2025) delle norme straordinarie sullo svolgimento delle assemblee introdotte nel corso dell'emergenza pandemica. In particolare, nel 2024 il 73% delle assemblee si sono svolte con l'esclusivo conferimento di delega al rappresentante designato, mentre le restanti adunanze sono state svolte con le ordinarie modalità di partecipazione fisica

dei soci e, se prevista dagli emittenti come eventuale modalità aggiuntiva, anche con la partecipazione o espressione del voto tramite mezzi di comunicazione a distanza (6%) o tramite il rappresentante designato (15%).

In diversi casi gli emittenti hanno modificato la disciplina statutaria relativa allo svolgimento mediante mezzi di telecomunicazione a distanza delle riunioni degli organi di amministrazione e controllo nonché, se accompagnato da un quadro di regole chiare, delle assemblee degli azionisti in forma virtuale.

Nell'anno, 12 società quotate hanno approvato una modifica statutaria volta a introdurre un potenziamento della maggioranza del diritto di voto in favore dei soci stabili, facoltà prevista dalla nuova disciplina introdotta dalla Legge Capitali. La modifica statutaria in esame è allo stato divenuta efficace per dieci società, essendosi avverata negli altri due casi la condizione risolutiva volontariamente stabilita dagli emittenti legata all'esborso massimo da sostenere in favore degli azionisti che hanno esercitato il diritto di recesso in conseguenza di tale deliberazione.

Anche nel 2024 si sono registrati casi di presentazione di una lista per il rinnovo dell'organo amministrativo da parte del consiglio di amministrazione uscente. Tale facoltà era a inizio 2024 prevista in via statutaria da 50 società quotate. Nel corso dell'anno, in particolare, in cinque società, soprattutto ad azionariato particolarmente frammentato, il *board* uscente ha presentato una lista per il rinnovo della propria composizione. In linea con le indicazioni che la CONSOB ha fornito nel richiamo di attenzione n. 1/2022, le società si sono dotate di alcune regole preventive da osservare nello svolgimento del processo per favorirne la trasparenza e la documentabilità. La CONSOB ha esaminato le prassi adottate dalle società con particolare riguardo al processo seguito dal *board* nella formazione della lista, alle interlocuzioni con i soci nonché all'informativa fornita su tali aspetti in vista dell'assemblea.

## 5 L'informazione fornita dagli emittenti

Nell'ambito della vigilanza sull'informazione societaria, sono state effettuate 226 richieste di dati e informazioni ai sensi dell'art. 115 del TUF (su un totale di 251 richieste complessive) e dieci richieste di pubblicazione di dati e notizie ai sensi dell'art. 114. Sono inoltre stati concessi due esoneri dalla trasmissione di dati e documenti ai sensi del comma 6 del medesimo art. 114 del TUF. Ai soggetti abilitati, ai sensi dell'art. 69-*novies*, comma 2, del Regolamento Emittenti, è stata altresì richiesta la pubblicazione di quattro raccomandazioni di investimento. Nel corso dell'anno la CONSOB ha ricevuto 358 comunicazioni di ritardo nella diffusione di informazioni privilegiate da parte di emittenti con azioni negoziate su EXM o EGM, ai sensi dell'art. 17, comma 4, del Regolamento (UE) 596/2014 (Regolamento MAR). L'Istituto ha inviato altresì una lettera di richiamo (Tav. all.4 - Tav. all.5).

### *L'informazione contabile*

Il 24 ottobre 2024 l'ESMA ha pubblicato il *public statement* sulle priorità comuni europee di vigilanza sulle rendicontazioni 2024 (ECEP 2024). Come priorità di vigilanza per le informazioni finanziarie sono state individuate le seguenti macroaree: i) considerazioni sul rischio di liquidità; ii) politiche contabili, stime e giudizi significativi. In linea con quanto indicato dall'ESMA, la CONSOB monitorerà e vigilerà l'applicazione delle indicazioni contenute nel suddetto *statement*<sup>13</sup>. Nell'ambito della vigilanza sull'informativa finanziaria, l'Istituto ha selezionato nel 2024 le società da sottoporre a esame ai sensi dell'art. 89-*quater* del Regolamento Emittenti, tenendo prevalentemente conto, in linea con un approccio *risk-based*, dei fattori di rischio potenziali per la correttezza e la completezza dell'informativa finanziaria<sup>14</sup>. La selezione è stata effettuata utilizzando anche criteri casuali e di rotazione, volti a consentire il controllo anche degli emittenti per i quali non sono ravvisati rischi significativi, e per assicurare un'adeguata rotazione degli emittenti selezionati in linea con quanto richiesto dagli Orientamenti ESMA sul tema.

Nell'anno è proseguita l'attività di scambio di informazioni con le autorità di vigilanza prudenziali quali la Banca d'Italia e l'IVASS su temi relativi all'applicazione dei principi contabili internazionali ai bilanci degli emittenti dei settori finanziario e assicurativo.

Sono proseguite anche le verifiche di conformità alla regolamentazione in materia di formato elettronico unico di comunicazione (cosiddetto ESEF) dei bilanci. In particolare, i controlli hanno riguardato la conformità delle relazioni finanziarie annuali in formato elettronico alle disposizioni rinvenienti dalla Direttiva Transparency nonché alle norme tecniche di regolamentazione su ESEF di cui al Regolamento Delegato (UE) 2019/815 della Commissione europea del 17 dicembre 2018 (cosiddetto RTS ESEF)<sup>15</sup>. È stato adottato un approccio di vigilanza più sostanziale rispetto a quello seguito nei primi anni di applicazione della normativa in materia, basato prevalentemente su un dialogo costruttivo con gli emittenti. I controlli di conformità relativi alla correttezza del formato delle relazioni finanziarie annuali hanno riguardato la

13 Oltre alle suddette priorità di vigilanza, nello *statement* ESMA è stato, inoltre, richiamato un ulteriore documento pubblicato sempre a ottobre 2024 dall'ESMA relativo alla prima applicazione del principio contabile IFRS 17 sui contratti assicurativi. In tale documento, redatto dall'ESMA congiuntamente con le autorità nazionali, sono riportati gli esiti dell'analisi delle informazioni relative all'applicazione dell'IFRS 17 presenti nei bilanci 2023 di un campione di emittenti europei e sono fornite raccomandazioni su taluni profili di miglioramento.

14 Come previsto dalla norma, si è attuato un approccio *risk-based*, basato da un lato su specifici profili di criticità concernenti l'informativa finanziaria emersi nel corso dell'attività di vigilanza ovvero su segnalazioni provenienti da terzi qualificati e, dall'altro, adottando un modello di *risk scoring* volto a determinare un punteggio da assegnare agli emittenti in funzione di una serie di indicatori di rischio potenziali per la correttezza e la completezza dell'informativa finanziaria.

15 In tale contesto, sono stati svolti in primo luogo i controlli di conformità alla normativa di riferimento, articolati su due diversi livelli di analisi: controlli di alto livello, volti a verificare la conformità delle RFA alle disposizioni rinvenienti dalla Direttiva Transparency; e controlli granulari, volti a verificare la conformità alle norme tecniche di regolamentazione su ESEF di cui all'RTS ESEF. Tali controlli sono svolti prevalentemente in maniera automatizzata.

totalità degli emittenti assoggettati alla normativa ESEF e, nel caso in cui sono stati rilevati profili di non conformità alle previsioni della normativa di riferimento, è stato richiesto agli emittenti interessati un nuovo deposito.

Nel mese di dicembre si è tenuto un convegno organizzato da CONSOB e XBRL Italia, finalizzato a raccogliere spunti di riflessione sulle principali tematiche oggetto di dibattito in materia ESEF (si veda il successivo capitolo VIII 'L'attività di studio e regolamentazione'). Sempre nel mese di dicembre, l'ESMA ha sottoposto a consultazione pubblica un documento recante possibili modifiche all'RTS ESEF.

Anche nel 2024 la Commissione ha ritenuto di assoggettare a obblighi di informativa periodica aggiuntiva alcune società quotate in difficoltà finanziarie, 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 relazione semestrale) al fine di tener conto dell'evoluzione della situazione in cui gli stessi versano. Al 31 dicembre 2024, 16 società quotate risultano sottoposte a obblighi di informazione mensili (20 a fine 2023), e 11 società a obblighi di informazione trimestrali (nove a fine 2023)<sup>16</sup>.

La CONSOB ha altresì partecipato ai lavori del Financial Reporting Working Group, Gruppo di lavoro permanente dell'ESMA che si occupa del coordinamento delle attività di vigilanza sulle informazioni finanziarie e delle relative attività di *policy*.

### *L'informazione di sostenibilità*

Nel 2024 sono state pubblicate, ai sensi del d.lgs. 254/2016, 213 DNF relative all'esercizio 2023, di cui 145 da società con azioni quotate, 25 da emittenti con titoli quotati su mercati regolamentati, 23 da banche e assicurazioni non quotate e 20 in via volontaria (Tav. all.6).

L'attività di vigilanza si è concentrata sulle DNF relative all'esercizio 2022 pubblicate nel corso del 2023, selezionate alla fine dell'anno precedente<sup>17</sup>. Sulla maggior parte degli emittenti selezionati l'esame è stato esteso anche alle DNF 2023 per i profili di rilievo. In linea con le precedenti selezioni di vigilanza, è stata oggetto di specifica attenzione la tematica dell'analisi di materialità, anche nella prospettiva dei profondi mutamenti che

<sup>16</sup> In particolare, nel corso del 2024 due società assoggettate a obblighi mensili sono state delistate e per altre due, ad esito dell'attività istruttoria specificatamente svolta dagli Uffici, è intervenuta la revoca dagli obblighi mensili e l'assoggettamento ad obblighi trimestrali, mentre per una società sottoposta a obblighi trimestrali è intervenuta la revoca degli obblighi. Tre società nuove sono state assoggettate ad obblighi trimestrali (due come conseguenza del passaggio da obblighi mensili).

<sup>17</sup> La vigilanza è stata effettuata sia mediante richieste istruttorie inviate ai collegi sindacali, sia attraverso un confronto diretto con le società. Sono state richieste notizie riguardo allo scambio di informazioni intervenuto fra il collegio sindacale e il revisore incaricato di rilasciare l'attestazione sulle DNF, in particolare verificando se il revisore avesse rilasciato *management letter* con suggerimenti in esito ad attività svolte sulle DNF.

tale attività subirà alla luce della nuova disciplina della rendicontazione di sostenibilità introdotta dalla Direttiva CSRD e dagli standard europei di rendicontazione ESRS (principio di doppia materialità).

Con riguardo ai temi ambientali, sono state approfondite le tematiche relative ai piani di transizione climatica e al calcolo delle emissioni di CO<sub>2</sub>. In via generale, si è osservato che l'adozione del piano di transizione climatica è ancora poco diffusa, mentre è stata oggetto di analisi l'assenza nelle DNF 2022 di dati sulle emissioni di Scope 3, sebbene nelle DNF relative al 2023 sia emerso un miglioramento della informativa fornita che ha consentito di avere informazioni anche circa la presenza di progetti volti ad ampliare il calcolo delle emissioni di CO<sub>2</sub>, includendo anche le emissioni Scope 3.

Tra le società del campione selezionato, risultano ancora poco diffuse la formalizzazione di una politica di sostenibilità e l'adozione di un piano di sostenibilità integrato con la strategia aziendale, con la misurazione di KPI legati alle principali tematiche di sostenibilità e il monitoraggio e la valutazione delle performance raggiunte dal gruppo rispetto agli obiettivi.

Per quanto concerne l'informativa richiesta dal Regolamento Tassonomia e dai relativi atti delegati, va evidenziato che a differenza delle DNF 2021, dai controlli effettuati è risultato che tutti gli emittenti hanno riportato nella DNF l'analisi di ammissibilità. Gli interventi in tale ambito sono stati principalmente volti a richiamare l'attenzione sulle Priorità di vigilanza dell'ESMA in merito all'utilizzo obbligatorio dei *template* per la fornitura delle informazioni relative alla Tassonomia.

Nel 2024 sono state pubblicate le *Guidelines on Enforcement of Sustainability Information* dell'ESMA (GLESI), che contengono gli Orientamenti in materia di vigilanza sulle rendicontazioni societarie di sostenibilità. Tali Orientamenti, applicabili a partire dal 2025, riguardano la vigilanza sulle imprese i cui titoli sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato dell'Unione europea. Ai sensi del regolamento organizzativo dell'ESMA, le autorità nazionali competenti sono invitate a compiere ogni sforzo per conformarsi agli Orientamenti incorporandoli nei rispettivi quadri giuridici e/o di vigilanza nazionali. Sono dunque previsti specifici obblighi di segnalazione: entro due mesi dalla data di pubblicazione degli Orientamenti sul sito web dell'ESMA in tutte le lingue ufficiali dell'UE, le autorità competenti devono comunicare all'ESMA se sono conformi agli Orientamenti e in caso di non conformità, spiegarne le ragioni.

In vista dell'entrata in vigore della nuova disciplina sulla rendicontazione di sostenibilità, l'ESMA ha pubblicato uno *statement* sull'applicazione degli ESRS, fornendo alcune indicazioni in merito alle aree chiave di attenzione nella prima adozione dei nuovi standard ESRS a partire dal 2025.

Lo *statement* dell'ESMA sottolinea l'importanza di un dialogo continuo tra emittenti, revisori e altre parti interessate per migliorare la qualità del *reporting* di sostenibilità. Gli emittenti sono incoraggiati a rafforzare i sistemi di raccolta dati e controlli interni per garantire valutazioni solide sulla doppia materialità e informazioni dettagliate. In fase di prima applicazione, si raccomanda di individuare e colmare eventuali gap informativi, considerando anche aspetti organizzativi e di governance. Inoltre, per emittenti che hanno esperienza nella rendicontazione di sostenibilità, è essenziale verificare la coerenza con i nuovi standard CSRD ed ESRS, pianificando sin da subito la futura digitalizzazione del processo di *reporting*.

In linea con le indicazioni dell'ESMA, le società incluse nella selezione delle DNF 2022 alle quali sono state formulate richieste di informazioni hanno inoltre fornito elementi informativi circa le iniziative adottate per adeguarsi alle novità legislative in materia di *reporting* di sostenibilità.

In generale, dagli elementi raccolti si osserva che tutte le società avevano condotto o stavano conducendo una *gap analysis* fra requisiti informativi richiesti dalla vecchia e dalla nuova disciplina, anche con l'ausilio di società di consulenza specializzate, per poter poi elaborare un piano di interventi necessari per adeguarsi. In alcuni casi, tale adeguamento ha rappresentato anche l'occasione per irrobustire il processo di raccolta e gestione dei dati di sostenibilità.

#### *La vigilanza sulle cartolarizzazioni*

Al 31 dicembre 2024 si contano 29 operazioni di cartolarizzazione semplici, standardizzate e sintetiche (STS) di cui due sintetiche e 12 operazioni cosiddette *corporate* notificate alla CONSOB ai sensi della delibera n. 22833/2023 pubblicata dall'Istituto a seguito del recepimento nell'ordinamento nazionale del Regolamento (UE) 2017/2402 (Regolamento Cartolarizzazioni, cosiddetto SECR).

Al riguardo, a seguito del parere favorevole da parte dell'European Banking Authority (EBA), la CONSOB con delibera n. 23208/2024, ha esercitato la facoltà di concedere alle banche italiane il *waiver* di cui all'art. 26e(10), terzo sottoparagrafo, del Regolamento Cartolarizzazioni, consentendo alla maggior parte delle banche italiane di fare ricorso alle cartolarizzazioni sintetiche STS anche a fronte di un rating non in linea con il livello previsto dalla normativa poiché fortemente influenzato dal rating sovrano. In tale ambito è altresì proseguita la collaborazione e la cooperazione fra la CONSOB e la Banca d'Italia nell'ambito del Tavolo tecnico di coordinamento in materia di cartolarizzazioni.

Sempre nell'adempimento dei rispettivi mandati ai sensi del SECR, e al fine di garantire il rispetto di approcci coerenti nell'applicazione dei criteri STS, con avviso del 20 novembre 2024 la CONSOB ha comunicato all'EBA, per

il tramite della Banca d'Italia, che si conforma agli Orientamenti sui criteri STS per le cartolarizzazioni, in quanto integrati nelle proprie prassi di vigilanza.

Nel corso del prossimo anno, modifiche alla normativa di primo livello potranno inoltre derivare dalle risposte alla consultazione avviata dalla Commissione europea nel mese di dicembre 2024 per la revisione del quadro normativo delle cartolarizzazioni, alla quale la CONSOB ha partecipato fornendo un proprio contributo, nonché alla luce della conclusione del processo di *peer review* sulle cartolarizzazioni STS, cui l'Istituto ha partecipato in qualità di membro del *Peer Review Committee*.

A livello europeo, inoltre, l'Istituto fa parte della *Task Force sulle Cartolarizzazioni* (Securitisations Task Force - STF) e del *Joint Committee Securitisation Committee* (JCSC). Nel 2024, il JCSC è stato impegnato nella redazione del *2nd Report* ai sensi dell'art. 44 del SECR, con l'obiettivo non solo di fornire un aggiornamento circa l'evoluzione del mercato delle cartolarizzazioni in Europa (anche a confronto con il mercato statunitense), ma anche di fornire alla Commissione europea delle proposte di modifica della Regolamentazione di livello 1.

## 6 I prospetti informativi

Nel 2024 sono stati approvati tre prospetti di ammissione alle negoziazioni sul mercato regolamentato EXM, di cui un prospetto relativo a un passaggio (cosiddetto *translisting*) da EGM al mercato regolamentato e due prospetti relativi a operazioni di prima ammissione alle quotazioni (*initial public offering* - Ipo, a fronte di quattro nel 2023 e tre nel 2022), una delle quali ritirata per cause legate alla volatilità del mercato. Entrambi i prospetti di prima ammissione alle quotazioni sono stati redatti in lingua inglese, utilizzando la possibilità prevista dalle attuali disposizioni del Regolamento Emittenti. Tale possibilità è di particolare rilevanza per le società italiane considerata la tendenza, presente da diversi anni in Italia, di indirizzare le offerte, sia nelle operazioni di Ipo sia in quelle di *translisting* da EGM, esclusivamente agli investitori istituzionali che sono per la maggior parte internazionali (Tav. all.7).

Come accaduto negli ultimi anni, fattori quali l'incertezza macroeconomica globale e l'instabilità geopolitica, con la conseguente volatilità dei mercati, hanno portato diverse società a rinviare il processo di prima ammissione alla quotazione e, in alcuni casi, a ritirare la domanda già presentata.

Nell'anno sono stati approvati anche tre prospetti di offerta al pubblico di azioni, di cui uno di una società negoziata su EGM e due di banche non quotate.

## Riquadro 4

### Listing Act e la disciplina in materia di prospetti

Il Listing Act ha modificato anche il Regolamento (UE) 2017/1129 in materia di prospetti (Regolamento Prospetto), introducendo una serie di semplificazioni alla disciplina. Alcune delle nuove disposizioni hanno trovato applicazione dal 4 dicembre 2024 (ad esempio le esenzioni per le offerte secondarie), mentre altre si applicheranno dal 5 marzo 2026 (ad esempio quelle concernenti la nuova disciplina del cosiddetto 'prospetto di *follow-on*' o del 'prospetto di emissione UE della crescita'), ovvero dal 5 giugno 2026 (modifiche alla disciplina del contenuto del prospetto).

Le nuove norme innalzano da otto a 12 milioni di euro la soglia – riferita al controvalore dell'offerta su un periodo di 12 mesi – al di sotto della quale gli emittenti potranno effettuare offerte pubbliche non soggette all'obbligo di pubblicazione del prospetto, pur prevedendo la facoltà, per gli Stati membri, di stabilire una soglia più bassa (5 milioni di euro).

Ulteriori modifiche riguardano nuove esenzioni dall'obbligo di prospetto per le offerte secondarie da parte di società già presenti nei mercati. In particolare, l'esenzione è prevista per l'offerta di titoli destinati a essere ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un mercato di crescita per le PMI e fungibili con titoli già ammessi alla negoziazione nello stesso mercato, a condizione che i titoli offerti rappresentino, su un periodo di 12 mesi, meno del 30% del numero di titoli già ammessi alla negoziazione nello stesso mercato. Altro caso di esenzione è previsto per l'offerta al pubblico di titoli fungibili con titoli già quotati (nel mercato regolamentato o nel mercato di crescita) continuativamente per almeno i 18 mesi precedenti l'offerta. Analoghe esenzioni sono altresì previste per l'ammissione alle negoziazioni nel mercato regolamentato di titoli fungibili con titoli già quotati. In ogni caso, affinché l'emittente possa beneficiare di alcune delle esenzioni non deve trovarsi in una procedura di ristrutturazione o d'insolvenza, i titoli non devono essere emessi in occasione di operazioni straordinarie e deve essere pubblicato un documento di esenzione contenente le informazioni richieste dal nuovo Regolamento europeo.

La disciplina europea ha introdotto anche nuove forme di prospetto semplificato con l'obiettivo di agevolare il ricorso delle società a nuovi canali di finanziamento. In particolare, il prospetto di *follow-on* potrà essere utilizzato per l'offerta o per l'ammissione alle negoziazioni di titoli già ammessi alle negoziazioni su un mercato regolamentato o su un mercato di crescita continuativamente per i 18 mesi precedenti (quindi anche per il cosiddetto *translisting*). Il nuovo prospetto di emissione UE della crescita, invece, sostituisce il prospetto UE della crescita, e sarà utilizzabile per le offerte di titoli delle PMI e di altri emittenti indicati nella relativa disciplina purché non abbiano titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato.

Ulteriori semplificazioni della disciplina generale dei prospetti, riguardano l'introduzione di specifici limiti alla lunghezza del prospetto, nonché di un formato e di una sequenza di informazioni standardizzate. Tali regole potranno non essere applicate qualora i titoli siano destinati a essere ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato dell'UE e contemporaneamente offerti presso gli investitori in un Paese terzo che richiede la predisposizione di un documento di offerta secondo un formato prestabilito, in modo da evitare una duplicazione di oneri per gli emittenti interessati. Vengono in rilievo, da ultimo, le modifiche in materia di scrutinio da parte delle autorità competenti, specificando, tra l'altro, che l'attività di controllo della completezza, della coerenza e della comprensibilità delle informazioni fornite nel prospetto, non riguarda tuttavia l'accuratezza di tali informazioni.

I provvedimenti di approvazione riferiti a titoli *non-equity* sono stati 24, di cui 21 riferibili a emittenti bancari e tre a società non finanziarie. Nello specifico, dei documenti relativi a prestiti obbligazionari di emittenti bancari, redatti in lingua inglese ed emessi sul MOT di Borsa Italiana Spa Euronext<sup>18</sup>, un prospetto di base ha riguardato programmi EMTN e uno *covered bond*, mentre dei tre prospetti di obbligazioni *corporate*, uno ha riguardato obbligazioni verdi. I documenti relativi a *certificates* sono stati 11 (Tav. all.8 - Tav. all.9).

Rispetto all'anno precedente che si è caratterizzato per l'assenza di emissioni, il 2024 ha visto quattro richieste di emissioni di titoli di risparmio dell'economia meridionale (TREM) effettuate da tre banche appartenenti al medesimo gruppo bancario di tipo cooperativo (Tav. all.10).

La CONSOB ha verificato la completezza documentale e la regolarità del certificato di approvazione di 698 documenti approvati e notificati all'Istituto da autorità europee (603 nel 2023; Tav. all.11).

#### *La vigilanza sui Key Information Documents*

Nell'ambito della vigilanza sui Key Information Documents (KIDs) relativi ai prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (*packaged retail and insurance-based investment products, PRIIPs*), nel 2024 la CONSOB ha ricevuto oltre sette milioni di KIDs, in aumento rispetto al dato del 2023 (pari a circa cinque milioni), costituiti in gran parte da aggiornamenti (*updates*) di prodotti ideati da *manufacturers* in maggioranza di nazionalità estera. Per quanto riguarda il numero dei nuovi prodotti emessi, si segnala un moderato aumento soprattutto di *certificates* e *covered warrants* (Tav. all.12 e Tav. all.13).

18 Al riguardo si segnala che un prospetto di offerta approvato dalla CONSOB nel corso del 2024 di un operatore bancario prevede la possibilità di emettere prestiti obbligazionari che assumeranno la denominazione '*green*', '*social*', '*sustainable*' nonché di 'EUGB' nel caso in cui sia previsto in fase di emissione un vincolo sulla destinazione dei proventi verso attività legate a tematiche sulla sostenibilità.

# III La vigilanza sugli intermediari

## 1 I profili innovativi

### *L'attività relativa ai CASP*

Nel 2024 sono state condotte le attività propedeutiche alla piena applicazione del Regolamento MiCAR. Nello specifico, il d.lgs. 129/2024, attuativo del MiCAR, che ha delineato i poteri e le funzioni della CONSOB e della Banca d'Italia in materia di cripto-attività, ha definito altresì il regime transitorio e gli obblighi di trasparenza applicabili agli attuali operatori in valuta virtuale iscritti nella sezione speciale del registro OAM (cosiddetto VASP) che assumeranno la qualifica di *Crypto-Assets Service Provider* (CASP) ai sensi del MiCAR, previo ottenimento della relativa autorizzazione.

Con specifico riferimento ai servizi per le cripto-attività, alla CONSOB è stato attribuito il potere di: i) autorizzare i CASP, sentita la Banca d'Italia, alla prestazione di servizi per le cripto-attività; ii) ricevere le notifiche di avvio della prestazione di servizi per le cripto-attività da parte, tra gli altri, delle società di intermediazione mobiliare (Sim) diverse da quelle di classe 1<sup>19</sup>; iii) vigilare sui prestatori di servizi per le cripto-attività con riguardo alla trasparenza e alla correttezza dei comportamenti, all'ordinato svolgimento delle negoziazioni e alla tutela dei clienti.

Il 13 settembre 2024 è stata pertanto pubblicata la comunicazione CONSOB n. 1/24 '*Prima attuazione della nuova disciplina delle cripto-attività – preliminari indicazioni per gli operatori*', allo scopo di invitare gli operatori a pianificare l'adeguamento al MiCAR, fornendo chiarimenti sulle competenze assegnate all'Istituto dalla nuova disciplina e offrendo supporto tramite interlocuzioni informali per orientare la presentazione di istanze e notifiche future, in linea con i lavori ESMA. Il successivo 29 ottobre, la CONSOB e la Banca d'Italia hanno altresì pubblicato una nota di sintesi con la quale sono state riepilogate, a fini informativi, le competenze delle due Autorità nell'applicazione del MiCAR (si veda anche il capitolo V '*L'attività ispettiva e il contrasto all'abusivismo*').

Il 30 dicembre 2024 la CONSOB ha pubblicato sul proprio sito istituzionale un avviso contenente indicazioni operative per l'applicazione del MiCAR (si veda anche il capitolo II '*La vigilanza sugli emittenti*').

<sup>19</sup> Le Sim di classe 1 sono quelle con un attivo di bilancio pari o superiore a 30 miliardi di euro.

## Riquadro 5

### Le iniziative dell'ESMA sull'utilizzo dell'intelligenza artificiale nella prestazione di servizi di investimento

Nel corso del 2024, l'ESMA ha avviato approfondimenti specifici sul tema dell'utilizzo dell'intelligenza artificiale nella prestazione dei servizi d'investimento, alla luce delle rapide evoluzioni in corso.

#### *Lo statement per gli intermediari*

Nel quadro di tali attività, il 30 maggio 2024, è stato emanato il *Public statement on the use of Artificial Intelligence (AI) in the provision of retail investment services* in cui l'Autorità europea ha evidenziato le potenzialità derivanti dall'applicazione di tali nuove tecnologie in diversi ambiti di operatività degli intermediari sottolineandone al contempo i relativi rischi, in larga parte connessi al carattere fortemente innovativo.

L'ESMA ha pertanto fornito agli intermediari autorizzati prime indicazioni per la mitigazione di tali rischi, richiamando alcune misure chiave in tema di tutela degli investitori già esistenti nella MiFID II, ferma restando la rilevanza delle norme specifiche introdotte nel più ampio framework dell'UE sulla governance digitale (quali ad esempio l'AI Act e il DORA). Tra le principali disposizioni richiamate, oltre al generale principio dell'agire nel miglior interesse del cliente e alle correlate regole di condotta, nel documento si fa riferimento in particolare ai requisiti di natura organizzativo-procedurale per un'efficace gestione e un adeguato controllo di tali strumenti, compresi gli obblighi e le responsabilità dei vertici aziendali, la formazione del personale e le regole sull'*outsourcing*.

#### *Il richiamo per gli investitori*

Nell'anno l'ESMA ha affrontato anche il tema del crescente impiego degli strumenti di intelligenza artificiale disponibili online da parte degli investitori, quale supporto a scelte d'investimento prese in autonomia, in particolare senza il coinvolgimento di consulenti professionali.

In proposito, il 25 marzo 2025, sul sito internet dell'Autorità europea è stata pubblicata una scheda informativa in lingua inglese, che le autorità nazionali hanno ripreso nelle diverse lingue dell'Unione sui rispettivi siti istituzionali, con la finalità di accrescere la consapevolezza del pubblico sull'argomento. Il documento, intitolato *'Usare l'intelligenza artificiale per investire: cosa dovrete tenere presente'*, mira in particolare a evidenziare, con un linguaggio semplice e incisivo, l'esistenza di potenziali rischi derivanti da un eccessivo affidamento su tali tecnologie per effettuare scelte di investimento, invitando ad agire con particolare cautela e sempre dopo opportuni approfondimenti e controlli.

### *Le attività in materia di prodotti complessi e innovativi*

Nel 2024 la CONSOB ha continuato a monitorare la distribuzione di prodotti complessi e/o innovativi al fine di individuare eventuali fenomeni rilevanti per la tutela degli investitori.

In tale ambito – proseguendo e ampliando le attività già svolte nel 2023 – particolare attenzione è stata rivolta all'operatività realizzata dai principali intermediari distributori di *certificates*, anche in considerazione della progressiva crescita della rilevanza di tali strumenti nelle scelte di investimento della clientela *retail*. Un'indagine trasversale, che ha interessato un campione di banche rappresentativo di oltre il 90% del mercato domestico, ha permesso di approfondire le modalità operative degli intermediari in tale segmento di mercato. In particolare, è emersa la presenza di un'offerta caratterizzata in via prevalente da prodotti *captive*<sup>20</sup>, a capitale totalmente protetto, concentrata presso intermediari di grandi dimensioni. Le suddette attività esplorative sono state condivise con la Banca d'Italia. Dagli esiti dell'indagine hanno preso altresì avvio azioni di approfondimento, anche di tipo ispettivo, su specifici profili di attenzione presso alcuni intermediari. In aggiunta, un monitoraggio specifico ha riguardato l'operatività su *certificates* di emittenti esteri per i quali era stato previsto il *delisting*, a seguito del quale gli intermediari distributori sono stati richiamati ad assicurare un'adeguata informativa e assistenza alla clientela interessata dal relativo impatto.

Nell'anno, la CONSOB ha monitorato anche le iniziative dei soggetti vigilati connotate da una portata innovativa in termini di politica di investimento e/o processi di sottoscrizione e rimborso delle quote di fondi comuni. In questo contesto, l'attività di monitoraggio svolta sui fondi armonizzati (Ucits), passaportati per la commercializzazione in Italia, ha condotto ad azioni mirate alla ridefinizione della politica di investimento in prodotti esteri particolarmente innovativi, garantendone la conformità alla normativa comunitaria sugli attivi ammissibili.

### *L'attività in materia di finanza sostenibile*

L'attività di vigilanza della CONSOB sull'operatività degli intermediari si è concentrata anche sulle tematiche *environmental, social and governance* (ESG) e ha comportato la verifica del rispetto della relativa disciplina sia in sede di accesso all'attività di prestazione dei servizi d'investimento sia nell'ambito del consueto monitoraggio dell'attività svolta dagli intermediari.

Al riguardo, gli Oicr ESG presenti nei portafogli amministrati della clientela *retail* ammontavano a circa 318 miliardi di euro a fine settembre 2024, pari a circa il 25% del totale delle masse amministrato e al 50% della quota riferita a Oicr, in linea con il 2023. I fondi ex art. 8 del Regolamento Tassonomia continuano ad assorbire la quota di mercato più rilevante (oltre il

<sup>20</sup> Con questo termine si intende un prodotto finanziario che ha come sottostante il prezzo azionario di una società appartenente allo stesso gruppo del distributore.

92%). Significativo risulta altresì il grado di concentrazione del comparto relativo ai fondi ESG, che vede dieci intermediari detenere una quota pari a circa il 75% del totale dei fondi ESG amministrati per conto della clientela. Nel 2024 la raccolta dei fondi ESG è stata negativa, in linea con la raccolta dei fondi flessibili, bilanciati e azionari.

Passando al monitoraggio dei processi di adeguamento dell'industria nazionale alle innovazioni normative europee in materia di sostenibilità, nell'anno è stata condotta una indagine tematica che ha coinvolto 32 intermediari, rappresentativi dell'85% circa delle masse amministrate per conto della clientela *retail*. L'indagine ha approfondito i requisiti di trasparenza in tema di sostenibilità secondo quanto previsto dal Regolamento (UE) 2019/2088 (Sustainable Finance Disclosure Regulation – SFDR), l'integrazione delle preferenze di sostenibilità dei clienti nella valutazione di adeguatezza degli investimenti e la considerazione degli obiettivi legati alla sostenibilità nei processi di *product governance*. Le evidenze raccolte hanno mostrato che tutti gli intermediari hanno adottato processi operativi per adeguarsi al quadro normativo in continua evoluzione e individuare le soluzioni operative più avanzate e conformi.

Alla luce di tali evidenze e in considerazione della complessità del framework normativo europeo, il 25 luglio 2024 la CONSOB ha pubblicato il Richiamo di attenzione n. 1/24 in tema di adeguamento agli obblighi in materia di finanza sostenibile nella prestazione dei servizi di investimento. L'iniziativa ha diffuso la posizione dell'Istituto agli operatori del settore, evidenziando i punti chiave della disciplina e le prime prassi operative emerse dall'indagine. L'attività ha consentito anche di avviare, in una prospettiva *risk-based*, interventi mirati nei confronti di singoli intermediari, differenziati e graduati in ragione del livello di conformità rilevato. L'11 febbraio 2025 l'Istituto ha pubblicato un nuovo Richiamo di attenzione n. 1/25 sull'inclusione dei fattori ESG nel processo decisionale dei fondi d'investimento (Oicr) e sulla trasparenza informativa a livello di prodotto da parte dei gestori, con l'obiettivo di accompagnare l'industria nella corretta applicazione delle disposizioni normative esistenti in materia di finanza sostenibile.

I temi ESG sono stati integrati anche nell'ambito delle istruttorie per il rilascio di pareri alla Banca d'Italia sia per l'iscrizione all'Albo di nuovi operatori sia per il nulla osta alla commercializzazione di nuovi fondi di investimento alternativi (Fia) riservati e non riservati, nonché nell'ambito di specifiche attività, anche ispettive. La vigilanza si è concentrata, in via prioritaria, sulla conformità con le norme europee della disclosure fornita nella documentazione d'offerta, sul sito web e nelle comunicazioni di *marketing*.

La CONSOB ha inteso altresì valorizzare il proprio ruolo di indirizzo e di *soft-enforcement* preventivo sull'attività svolta dall'Organismo di vigilanza e tenuta dell'Albo unico dei consulenti finanziari (OCF), per favorire, in linea con i propri obiettivi strategici, lo sviluppo della finanza sostenibile nell'ambito del quadro normativo europeo.

Le azioni di vigilanza sono state condotte anche nel quadro della *Supervisory Action on MiFID II sustainability requirements*, annunciata dalla European Securities and Markets Authority (ESMA) il 2 ottobre 2023 e in svolgimento tra il 2024 e il 2025, basata sui requisiti ESG connessi alla valutazione di adeguatezza e alla *product governance*. Inoltre, nel 2024 si sono conclusi i lavori, in ambito domestico, della *Common Supervisory Action (CSA)* dell'ESMA in tema di *disclosure* dei profili ESG e integrazione dei rischi di sostenibilità nell'ambito della gestione collettiva del risparmio. I risultati trasmessi all'ESMA, unitamente a quanto rilevato negli altri Stati membri, potranno fornire ulteriori indicazioni armonizzate per la vigilanza.

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

A fine 2024, il numero di banche autorizzate alla prestazione di servizi di investimento era pari a 382 (386 a fine 2023), di cui 34 banche comunitarie abilitate a operare in Italia mediante stabilimento di succursale e otto banche di paesi terzi autorizzate a operare in Italia con o senza stabilimento di succursale (Tav. all.1).

La verifica di correttezza e trasparenza dei comportamenti tenuti dagli intermediari bancari nella prestazione di servizi di investimento nei confronti della clientela è stata svolta, come di consueto, secondo un approccio *risk-based*. Tale approccio ha consentito di orientare le indagini sui soggetti e/o i fenomeni più significativi e rischiosi, sulla base dell'analisi di informazioni acquisite anche attraverso 114 richieste di dati e notizie e 47 incontri con esponenti aziendali e associazioni di categoria (Tav. all.2).

L'attività si è avvalsa, come di consueto, dell'analisi degli esposti ricevuti dalla clientela e si è svolta anche in coordinamento con la Banca d'Italia. Alla CONSOB sono state altresì formulate tre richieste di collaborazione ispettiva ai sensi dell'art. 6-ter, comma 5, del TUF. Inoltre, la CONSOB ha disposto tre verifiche ispettive presso intermediari bancari (per i dettagli si veda il capitolo V 'L'attività ispettiva e il contrasto all'abusivismo').

A seguito dell'accertamento di ipotesi di violazione della normativa di settore, è stato avviato un procedimento sanzionatorio nei confronti di una banca avente ad oggetto l'operatività in depositi strutturati con la clientela.

Nel 2024 la CONSOB ha continuato ad approfondire e monitorare la conformità dei comportamenti degli intermediari bancari alla Direttiva 2014/65/EU (Markets in Financial Instruments Directive - MiFID II). Le evidenze raccolte hanno permesso di avviare o proseguire iniziative correttive verso gli intermediari, anche attraverso accertamenti *in loco* di *follow-up* per monitorare i miglioramenti. Le attività si sono concentrate su valutazione di adeguatezza/appropriatezza e *product governance*, fondamentali per la tutela degli investitori.

È altresì proseguita la vigilanza sul *self-placement*, avente ad oggetto strumenti finanziari *bailinable*<sup>21</sup>, in ragione del conflitto di interessi insito in tale attività, derivante dal contestuale ruolo di emittente e distributore rivestito dall'intermediario bancario. Inoltre, sono state monitorate le modalità di interazione con la clientela in occasione di operazioni di finanza straordinaria su azioni proprie realizzate dagli intermediari bancari.

La CONSOB ha altresì continuato a condurre interventi mirati nei confronti degli operatori in materia d'informativa *ex post* sui costi e oneri nella prestazione dei servizi d'investimento prevista dalla MiFID II al fine di sollecitare opportune azioni correttive.

Riguardo all'attività di distribuzione degli *insurance-based investment products* (IBIPs) da parte degli intermediari, nel 2024 la CONSOB ha continuato a prestare cooperazione all'IVASS in relazione al primo esercizio di *mystery shopping* a livello europeo coordinato dalla European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA). Le verifiche, effettuate 'in incognito' dai *mystery shoppers*, hanno riguardato le modalità di offerta degli IBIPs alla clientela da parte di taluni operatori.

Nell'anno, l'Istituto ha fornito altresì collaborazione all'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM) per un'istruttoria che ha condotto all'applicazione, da parte dell'AGCM, di una sanzione amministrativa pecuniaria nei confronti di un intermediario per pubblicità ingannevole e pratiche commerciali scorrette.

Da ultimo, la CONSOB, nel 2024, ha fornito alla Banca d'Italia complessivamente quattro pareri relativi all'estensione e alla decadenza dall'autorizzazione alla prestazione di servizi di investimento da parte di intermediari di tipo bancario.

### 3 Le imprese di investimento

A fine 2024, si contano 60 Sim iscritte nel relativo albo e 44 soggetti iscritti all'elenco delle imprese di investimento comunitarie autorizzate a operare in Italia mediante stabilimento di succursale (Tav. all.3). 82 sono, invece, le imprese di investimento inglesi iscritte nell'albo delle imprese di paesi terzi diverse dalle banche autorizzate a operare in Italia, di cui sette con succursale, 73 in libera prestazione di servizi e due in entrambe le modalità<sup>22</sup>.

21 Strumenti di debito emessi da banche o istituti finanziari che, in caso di difficoltà finanziarie, possono essere sottoposti al *bail-in*. Il *bail-in* è un meccanismo introdotto nell'ambito della normativa europea sulla gestione delle crisi bancarie (Bank Recovery and Resolution Directive - BRRD) che consente di coinvolgere azionisti, obbligazionisti e talvolta anche depositanti sopra una certa soglia nelle perdite di una banca in crisi, senza dover ricorrere a salvataggi pubblici (*bail-out*).

22 Nel corso dell'anno sono state autorizzate a operare in Italia come imprese di investimento di paesi terzi, ai sensi dell'art. 28 del Tuf e previa acquisizione del parere della Banca d'Italia, sei imprese di investimento britanniche in libera prestazione di servizi.

Nell'anno, la CONSOB ha verificato la correttezza e la trasparenza dei comportamenti delle Sim e delle altre imprese di investimento vigilate, adottando un approccio *risk-based* per identificare potenziali rischi di condotte non conformi. L'attività si è concentrata sulla coerenza delle strategie di offerta con la normativa e sul monitoraggio delle soluzioni operative degli intermediari, con particolare attenzione all'evoluzione normativa e all'innovazione tecnologica.

I controlli sono stati effettuati anche sulla base delle informazioni acquisite attraverso 16 richieste di dati e notizie e 79 incontri con esponenti di Sim e altre imprese di investimento vigilate.

Ad esito dell'attività istruttoria condotta nei confronti di una Sim e di un'impresa di investimento di un paese terzo con succursale in Italia, sono state effettuate due convocazioni di esponenti aziendali, ai sensi dell'art. 7, comma 1, lettera a), del TUF, finalizzate all'adozione, da parte dei suddetti intermediari, di interventi correttivi, concernenti aspetti rilevanti relativi alla prestazione dei servizi di investimento.

A seguito di accertamenti ispettivi condotti nei confronti di una Sim, è stato, altresì, avviato un procedimento sanzionatorio nei confronti della stessa per violazione della normativa di settore.

Nello svolgimento dell'attività di vigilanza nei confronti di due Sim, ci si è avvalsi anche della collaborazione ispettiva della Banca d'Italia, ai sensi dell'art. 6-ter, comma 5, del TUF, al fine di verificare *in loco* la correttezza di talune procedure dalla stessa adottate.

Nel corso del 2024 è, proseguita, come di consueto, la vigilanza su esposti e segnalazioni trasmessi alla CONSOB da parte degli investitori nei confronti delle Sim e delle altre imprese di investimento, ivi incluse quelle UE operanti in Italia in libera prestazione di servizi.

Da ultimo, la CONSOB ha fornito alla Banca d'Italia pareri relativi ai piani di risanamento di nove Sim, ai sensi dell'art. 55-ter, comma 3, del TUF.

## 4 Le società di gestione di portali di *crowdfunding*

Il 10 novembre 2023 è terminato il periodo transitorio previsto dal Regolamento (UE) 2020/1503 (Regolamento Crowdfunding) e, pertanto, hanno potuto prestare servizi di *crowdfunding* esclusivamente i soggetti autorizzati ai sensi dell'art. 12 del suddetto Regolamento. Nel corso del 2024 è quindi proseguita, in collaborazione con la Banca d'Italia, un'intensa attività istruttoria finalizzata al rilascio delle nuove autorizzazioni ai sensi della disciplina europea. Fino al 31 dicembre 2024 l'Istituto ha ricevuto, nel complesso, 74 istanze di autorizzazione, di cui 24 sono state ritirate.

Nell'anno i soggetti autorizzati dalla CONSOB, previa acquisizione del parere della Banca d'Italia, alla prestazione di servizi di *crowdfunding* ai sensi della disciplina europea sono stati 24, di cui 13 per il servizio di *investment-based crowdfunding*, nove per quello di *lending-based crowdfunding* e due per entrambi i suddetti servizi. A fine 2024, i fornitori di servizi di *crowdfunding* italiani iscritti nel relativo registro tenuto dall'ESMA ai sensi dell'art. 14 della Regolamento Crowdfunding erano 41 (Tav. all.4). Alla stessa data erano in corso di istruttoria nove istanze di autorizzazione.

L'attività di vigilanza si è concentrata, secondo un approccio *risk-based*, sulla correttezza e trasparenza dei fornitori di servizi di *crowdfunding* nei rapporti con la clientela sulla base dell'analisi delle informazioni acquisite (ivi incluse le schede contenenti le informazioni chiave sull'investimento, cosiddetti KIIS) anche attraverso 19 richieste di dati e notizie, 48 incontri con esponenti dei fornitori di servizi di *crowdfunding*, nonché l'avvio di accertamenti ispettivi (per i dettagli si veda il capitolo V 'L'attività ispettiva e il contrasto all'abusivismo').

Particolare attenzione è stata dedicata all'efficacia delle *policy* adottate dai fornitori di servizi di *crowdfunding* in materia di conflitti di interessi, oggetto di richiamo di attenzione e di convocazione del consiglio di amministrazione di due operatori. Profili di attenzione sono emersi anche con riferimento alle comunicazioni di *marketing*, atte a condizionare le decisioni di investimento della clientela.

Nel 2024, inoltre, a seguito di un provvedimento di limitazione dell'operatività in Italia adottato dalla Banca d'Italia nei confronti di un istituto di pagamento di diritto francese, prestatore di servizi di pagamento per la quasi totalità dei fornitori del servizio di *lending-based crowdfunding*, sono state condotte verifiche relativamente alle misure adottate, ivi inclusa l'informativa resa ai clienti (investitori e titolari di progetto).

Ad esito di un'ispezione svolta dalla CONSOB nel corso del 2024, è stato adottato nei confronti di un fornitore autorizzato alla prestazione del servizio di intermediazione nella concessione di prestiti, un provvedimento di sospensione per un periodo di 120 giorni, dalla prestazione del suddetto servizio, ai sensi dell'art. 30, par. 2, lett. h) del Regolamento Crowdfunding in considerazione delle irregolarità riscontrate relativamente al processo di individuazione e gestione dei conflitti di interesse, al processo di valutazione e selezione dei progetti, alle verifiche sugli investitori, agli obblighi informativi in capo ai fornitori di servizi di *crowdfunding* e alla trattazione dei reclami.

## 5 Gli intermediari gestori

A fine 2024 risultavano iscritte nei relativi albi 175 società di gestione del risparmio (Sgr) e 19 società di investimento a capitale fisso in gestione

interna (Sicaf cosiddette autogestite)<sup>23</sup>. Alla stessa data 104 gestori di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (Oicvm) e fondi di investimento alternativi (Fia) comunitari operavano in Italia per il tramite dello stabilimento di succursali.

Anche nel 2024, l'attività di vigilanza è stata condotta tenendo conto degli schemi documentali, previsti dal Regolamento (UE) 2021/2259 e dalla Direttiva (UE) 2021/2261, necessari per le offerte di Oicvm e Fia aperti destinate agli investitori *retail*. Nello specifico, per tali offerte la normativa ha introdotto, dal 2023, il documento contenente le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (cosiddetti KID PRIIP) che ha sostituito il previgente documento sulle informazioni chiave.

La vigilanza sugli Oicr si è concentrata, secondo un 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 e ai temi della finanza sostenibile.

Le verifiche sono state effettuate avvalendosi di fonti informative qualitative e quantitative, nonché sulla base delle informazioni acquisite attraverso 43 richieste di dati e notizie, 89 incontri con esponenti aziendali e accertamenti ispettivi effettuati anche in collaborazione con Banca d'Italia.

Nello svolgimento dell'attività di vigilanza nei confronti di una Sgr, ci si è avvalsi anche della collaborazione ispettiva della Banca d'Italia, ai sensi dell'art. 6-ter, comma 5, del TUF, al fine di verificare *in loco* la correttezza di talune procedure dalla stessa adottate.

Sotto altro ma connesso profilo, nel 2024 sono state trasmesse da parte della Banca d'Italia, sulla base del protocollo d'intesa stipulato con tale Autorità, risultanze di esiti ispettivi con riferimento a otto Sgr.

A seguito di accertamenti condotti nei riguardi di una Sgr, è stato altresì avviato un procedimento sanzionatorio nei confronti della stessa per violazione della normativa di settore.

La CONSOB ha esaminato le istanze per la commercializzazione in Italia e/o in Stati membri della UE di quote di Fia per verificare completezza, comprensibilità e coerenza della documentazione di offerta<sup>24</sup>, mentre per le Sgr di fondi immobiliari i controlli, riferiti in particolare ai gestori di fondi quotati destinati al pubblico *retail*, hanno riguardato la coerenza tra le attività di dismissione del patrimonio immobiliare e la scadenza prevista da ciascun

23 La Legge Capitali ha previsto misure di semplificazione del regime di vigilanza sulle Sicav e Sicaf che prevedono un gestore esterno (eterogestite). Per tali società non risulta pertanto più necessaria un'autorizzazione della Banca d'Italia e una conseguente iscrizione all'Albo delle Sicaf.

24 Le istruttorie di trasparenza riferite in particolare ai Fia non riservati e agli European Long-Term Investment Fund (Eltif) sono state condotte tenendo conto delle esigenze della clientela al dettaglio alla quale tali prodotti sono offerti.

fondo, nonché la corretta applicazione della disciplina in materia di conflitto di interessi.

Da ultimo, la CONSOB ha fornito alla Banca d'Italia 14 pareri di cui cinque per l'autorizzazione di nuovi intermediari gestori, tre per la cancellazione dall'Albo, due per operazioni straordinarie, due per l'estensione dell'operatività, uno per l'autorizzazione alla gestione di Eltif e uno per l'assoggettamento volontario al regime 'sopra - soglia' (cosiddetto *opt-in*).

## 6 La protezione degli investitori e la gestione degli esposti

Nel 2024, le segnalazioni ricevute dalla CONSOB da parte del pubblico sono state circa seimila; di queste 2.742 sono classificabili come esposti (2.713 nel 2023). Il 96% circa degli esposti è stato valutato di competenza dell'Istituto e, quindi, procedibile (Tav. all.5). Ai risparmiatori sono state inviate oltre 2.600 lettere di riscontro.

In più della metà dei casi gli esposti si riferiscono a soggetti non autorizzati, riconducibili a ipotesi di abusivismi finanziari (Tav. all.6).

Nonostante il canale web disponibile sul sito istituzionale consenta all'esponente di fornire un insieme di informazioni sempre più ampio e strutturato, solo il 15% degli esposti è stato ricevuto tramite tale canale.

# IV La vigilanza sulle società di revisione

## 1 Profili innovativi

### *Le modifiche organizzative*

Nell'ambito della riforma organizzativa della CONSOB, attuata con delibera n. 23203 del 12 luglio 2024, è stata istituita una nuova Divisione alla quale sono state attribuite le competenze in materia di revisione. Tale scelta organizzativa risponde all'esigenza di rendere più efficace l'attività di vigilanza su una categoria di professionisti chiamati a svolgere un presidio di fondamentale importanza nella qualità dell'informativa finanziaria e della rendicontazione di sostenibilità. Con l'istituzione della nuova Divisione si è inteso altresì fornire agli operatori del mercato un punto di riferimento più chiaro, anche in considerazione che nella maggior parte dei paesi dell'UE, nel Regno Unito e negli Stati Uniti, la vigilanza sui revisori è assegnata ad autorità specifiche. La nuova Divisione è articolata in due uffici di cui uno preposto allo svolgimento di attività di *enforcement* e di *standard setting* e l'altro dedicato alla vigilanza preventiva, svolta prevalentemente attraverso verifiche ispettive, con la realizzazione dei controlli di qualità.

### *Le attività in materia di assurance di sostenibilità*

È proseguita l'attività di studio e approfondimento su aspetti di regolamentazione connessi all'*assurance* di sostenibilità, attraverso la partecipazione ai lavori di recepimento della Direttiva (UE) 2022/2464 (Corporate Sustainability Reporting Directive - CSRD) nell'ordinamento nazionale, fornendo al Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) indicazioni per l'elaborazione del nuovo assetto normativo contenuto nel decreto legislativo 6 settembre 2024, n. 125.

Il decreto, che ha modificato il decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 39, relativo alla revisione legale, sancisce l'obbligo per le società rientranti nell'ambito di applicazione della CSRD di pubblicare la rendicontazione di sostenibilità e di sottoporla ad attestazione da parte di un revisore legale abilitato allo svolgimento di tali incarichi. Il revisore può coincidere con quello incaricato della revisione legale del bilancio. Alla CONSOB è attribuita la vigilanza sui revisori e sulle società di revisione di enti di interesse pubblico (EIP) o enti sottoposti a regime intermedio (ESRI) anche per gli incarichi di attestazione sulla rendicontazione della sostenibilità.

Nel 2024 i tavoli tecnici istituiti presso il MEF, ai quali la CONSOB partecipa, hanno elaborato uno specifico principio per regolare il lavoro dei revisori sull'attestazione della rendicontazione di sostenibilità, denominato SSAE (Italia), applicabile a partire dagli incarichi di attestazione relativi agli esercizi chiusi al 31 dicembre 2024 e resterà in vigore fino all'adozione del principio di attestazione europeo da parte della Commissione europea, prevista per il 2026. Nell'ambito dei medesimi Tavoli Tecnici è stato adattato il vigente Codice Italiano di Etica e di Indipendenza per estendere le previsioni dettate per i revisori del bilancio ai revisori della sostenibilità. Entrambi i principi sono stati adottati con determinazioni della Ragioneria Generale dello Stato del 30 gennaio 2025.

Nel 2024 l'attività della CONSOB dedicata ai temi ESG ha assunto particolare rilievo anche nell'ambito dei gruppi di lavoro istituiti presso il *Committee of European Auditing Oversight Bodies* (CEAOB) (si veda il capitolo IX 'L'attività internazionale').

## 2 Le società di revisione

Nel 2024 i soggetti abilitati alla revisione legale dei conti che hanno svolto incarichi su enti di interesse pubblico (EIP) e su enti sottoposti a regime intermedio (ESRI), analogamente al 2023, sono 42, di cui 20 società di revisione, 20 revisori legali e due Federazioni del Trentino-Alto Adige, per conto delle quali operano otto revisori legali persone fisiche (Tav. aIV.1).

Il mercato della revisione legale resta ancora molto concentrato, come attesta la distribuzione degli incarichi sulle società quotate riferibile per circa l'87% alle prime quattro società di revisione, percentuale in diminuzione del 2% rispetto a quella dell'anno precedente (Tav. aIV.2).

Nell'anno i casi di interruzione anticipata degli incarichi sono stati 74 (a fronte di 121 nel 2023). Il calo è connesso all'elevato numero di cessazioni anticipate di incarichi di *audit* che erano state registrate l'anno precedente a seguito del cambio del revisore di un importante gruppo bancario (Tav. aIV.3).

Con riguardo ai giudizi di revisione sugli emittenti quotati, i revisori hanno dichiarato l'impossibilità a esprimere un giudizio in tre casi (come nel 2023), tutti aventi alla base molteplici significative incertezze sulla continuità aziendale, mentre è stato espresso un giudizio con rilievi in due casi (come nel 2023). I giudizi senza modifica contenenti richiami di informativa sono stati 11 (sei casi nel 2023), di cui sette aventi ad oggetto incertezze significative sulla continuità aziendale (Tav. aIV.4).

### 3 I controlli di qualità

Nel 2024 è proseguita l'attività della CONSOB, prevista dalla normativa europea e nazionale, in materia di controlli di qualità sulle società di revisione e sui revisori legali soggetti alla propria vigilanza.

I controlli di qualità, svolti attraverso verifiche ispettive, mirano a valutare l'adeguatezza del modello organizzativo, delle procedure, della metodologia di *audit*, incluso l'uso di strumenti di *data analytics*, e il loro impatto sull'esecuzione degli incarichi di revisione. Le verifiche hanno riguardato anche le procedure adottate dalle società di revisione per lo svolgimento di incarichi di attestazione sulle DNF.

La pianificazione dei controlli di qualità è basata su una valutazione dei rischi rilevati all'esito di una preliminare analisi dei dati e delle informazioni ricevute dalla CONSOB periodicamente o sulla base di specifiche richieste. Sulla base di tale approccio (cosiddetto *risk-based*), sono individuate le procedure di controllo interno della qualità e selezionati gli incarichi di revisione in portafoglio da sottoporre a verifica. Le verifiche ispettive sono condotte utilizzando apposite *check-list*. Per le società di maggiori dimensioni, si adotta la *Common Audit Inspection Methodology* (CAIM), definita a livello europeo dal CEAOB, mentre per le società di revisione più piccole le *check-list* sono elaborate considerando i criteri di proporzionalità previsti dalle normative vigenti.

Nel 2024 si sono conclusi cinque controlli di cui quattro su federazioni e società di revisione di piccole dimensioni e uno su società di grandi dimensioni, alle quali è stata inviata la relazione, prevista dall'art. 26, comma 9, del Regolamento (UE) n. 537/2014 (Regolamento Audit), contenente gli esiti delle verifiche svolte, le carenze rilevate e le relative raccomandazioni di interventi correttivi (Report finale).

In particolare, il potenziamento dei presidi è stato richiesto sia con riferimento alle procedure interne del sistema di gestione della qualità, adottate dalle società di revisione sottoposte a verifica, sia riguardo allo svolgimento degli incarichi di revisione selezionati per le verifiche.

Con riferimento alle procedure, a fronte delle carenze rilevate nell'ambito dei controlli di qualità sono state raccomandate misure di potenziamento dei presidi organizzativi e procedurali sulle principali aree del sistema di gestione della qualità<sup>25</sup>, stabilendo altresì le tempistiche entro le quali realizzare gli interventi oggetto di raccomandazione.

25 Gli interventi raccomandati hanno riguardato in particolare i seguenti aspetti: i) rafforzamento del processo di accettazione degli incarichi per servizi non legati alla revisione legale (servizi *non-audit*) destinati a clienti già sottoposti a revisione legale attraverso meccanismi adeguati che garantiscano un'analisi approfondita della compatibilità del servizio proposto e una valutazione dei potenziali rischi per l'indipendenza, con particolare attenzione al rischio di auto riesame; ii) predisposizione di appositi memorandum riepilogativi del lavoro svolto, con riferimento ai servizi *non-audit* prestati in favore di clienti già sottoposti a revisione legale, che consenta la verifica, in assenza di specifici *deliverables*, della coerenza del lavoro effettivamente svolto rispetto al contenuto della proposta; iii) introduzione di presidi nell'ambito del processo di selezione

In esito ai controlli svolti con riferimento agli incarichi di *audit* selezionati, sono state raccomandate misure di sensibilizzazione del personale professionale, compresi i soggetti incaricati del riesame della qualità dell'incarico, nonché verifiche specifiche in sede di monitoraggio interno dell'attività di revisione<sup>26</sup>.

Nell'anno, sono stati inoltre avviati e svolti controlli di qualità su sei società di revisione (tre su società di revisione di grandi dimensioni, due di medie dimensioni e una di piccole dimensioni) non ancora conclusi a fine anno. È stata altresì prestata la cooperazione internazionale, ai sensi dell'art. 47 della Direttiva 2006/43/CE (Direttiva Audit), alla Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB - Autorità di vigilanza statunitense sui revisori) per lo svolgimento di una *joint inspection* su una società di revisione di grandi dimensioni.

Si è poi proceduto a verificare che gli adempimenti organizzativi e procedurali posti in essere dalle società di revisione, relativamente ai precedenti controlli di qualità, fossero in linea con le raccomandazioni formulate in esito ai controlli di qualità conclusi nell'anno precedente in conformità alle tempistiche di realizzazione stabilite (analisi di *follow up*).

In esito allo svolgimento di specifiche verifiche sull'applicazione del principio di revisione (SA Italia) 700B recentemente emesso (*Le responsabilità*

dei responsabili del riesame della qualità degli incarichi e nello svolgimento dell'attività riesame, fin dalle fasi preliminari dell'incarico; iv) individuazione di idonee modalità di documentazione delle valutazioni svolte in merito ad eventuali minacce segnalate in occasione del rilascio delle dichiarazioni di indipendenza e delle conseguenti misure intraprese; v) adozione di un processo di valutazione e remunerazione dei partner che tenga adeguatamente conto del raggiungimento o meno di obiettivi connessi alla qualità; vi) introduzione di specifici punti di controllo volti ad assicurare che la verifica dell'insussistenza di cause di incompatibilità in sede di acquisizione dell'incarico sia conclusa prima di accettare gli incarichi di revisione su clienti EIP/ESRI; vii) definizione di strumenti di rilevazione e monitoraggio degli interessi finanziari detenuti dai partner e dal restante personale professionale; viii) introduzione di misure volte a garantire che i carichi di lavoro dei partner risultino compatibili con l'obiettivo di assicurare un'adeguata supervisione del lavoro di revisione; ix) rafforzamento delle *policies*, dei presidi interni e dei programmi di formazione annuale volti a garantire il miglioramento della qualità degli incarichi di revisione su società operanti nel settore creditizio e finanziario; x) svolgimento di adeguate attività di *'root cause analysis'*, al fine comprendere in modo più approfondito i motivi del verificarsi di carenze riscontrate in sede di monitoraggio; xi) introduzione di criteri di selezione degli incarichi da sottoporre a monitoraggio interno, che garantiscano un'adeguata copertura sia degli incarichi di revisione legale sia degli aspetti incarichi di *assurance* sulle rendicontazioni di sostenibilità.

26 In particolare, sui seguenti aspetti: i) comprensione del sistema di controllo interno e amministrativo-contabile dell'impresa; ii) modalità di verifica dei criteri di contabilizzazione di partecipazioni rilevanti e della loro valorizzazione in bilancio; iii) documentazione delle procedure alternative a fronte di mancate risposte a richieste di conferma esterna; iv) documentazione delle verifiche di *audit* in ordine ad aspetti quali l'analisi dei rischi, le operazioni con parti correlate e le riconciliazioni di posizioni presenti nelle risposte ricevute dai legali; v) documentazione delle analisi svolte in ordine agli esiti di cause legali pendenti; vi) documentazione delle attività di riesame della qualità degli incarichi; vii) coinvolgimento di esperti per le verifiche su tipologie di attività per le quali sono richieste competenze professionali specifiche; viii) documentazione della rilevazione dei processi correlati alla gestione dei crediti (erogazione del credito, estinzione del credito, garanzie, *impairment*); ix) introduzione di appositi programmi di monitoraggio al fine di verificare la correttezza delle procedure di selezione dei campioni per i test. Inoltre, con riguardo agli incarichi di revisione su società di calcio, sono state raccomandate; x) verifiche sulle modalità di contabilizzazione e valutazione dei diritti pluriennali alle prestazioni dei calciatori; xi) adeguata documentazione delle verifiche sulla ragionevolezza delle assunzioni e delle stime sottostanti alla valorizzazione del marchio e dei diritti di archivio e immagine.

*del soggetto incaricato della revisione legale con riferimento al bilancio redatto secondo l'European Single Electronic Format – ESEF*), nel 2024 sono stati formulati richiami di attenzione a sei società di revisione sulla necessità di porre in essere adeguati presidi di controllo della qualità a garanzia del puntuale rispetto delle disposizioni contenute nel principio.

Infine, con riferimento ai revisori legali persone fisiche che svolgono incarichi di revisione legale di enti sottoposti a regime intermedio di piccole dimensioni, tenuto conto dei criteri di proporzionalità stabiliti dalle norme vigenti, sono state effettuate specifiche richieste volte ad acquisire, anche mediante la compilazione di appositi questionari, informazioni sul loro assetto organizzativo, sul disegno e messa in atto delle procedure adottate in relazione al sistema di controllo interno della qualità e sugli incarichi svolti.

# L'attività ispettiva e il contrasto all'abusivismo

## 1 I profili innovativi

Nell'ambito del processo di riorganizzazione interna della CONSOB, sono state consolidate in un'unica struttura le attività ispettive e le attività investigative volte a contrastare gli abusivismi, a beneficio del coordinamento interno e dell'efficienza dell'azione di supervisione ed *enforcement*.

Nel 2024 sono state condotte alcune attività ispettive particolarmente innovative. Si fa riferimento, in primo luogo, alle indagini sull'integrazione dei profili di sostenibilità nei processi aziendali degli intermediari, alla luce delle novità normative concernenti la valorizzazione di fattori *environmental, social and governance* (ESG) nella *product governance* e nel processo di valutazione di adeguatezza delle operazioni. In secondo luogo, è stata eseguita un'ispezione concernente l'attività di *lending* svolta da un fornitore di servizi di *crowdfunding* nell'ambito della quale sono stati analizzati il funzionamento dei *wallet* riferibili ai fruitori della piattaforma di *lending*, i flussi con l'istituto di pagamento e la segregazione rispetto ai conti riferibili al gestore della piattaforma stessa. Infine, nel corso di un'ispezione su una Sgr, sono state condotte indagini relative alle modalità con le quali quote di Oicr sono state commercializzate alla clientela mediante tecniche di comunicazione incentrate sull'uso dell'app di un soggetto terzo, partner della stessa Sgr.

Con specifico riferimento all'attività di prevenzione e contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo, in linea con le Raccomandazioni aggiornate dall'organizzazione intergovernativa Financial Action Task Force (FATF), è stato approfondito per la prima volta, mediante specifiche richieste e indicazioni di orientamento alle società di revisione e ai revisori vigilati, il tema dell'analisi e della valutazione del rischio di finanziamento dei programmi di proliferazione delle armi di distruzione di massa. L'analisi e la valutazione di tale rischio integreranno dal 2025 i documenti di analisi e valutazione annuale dei rischi di riciclaggio e finanziamento del terrorismo, redatti dai revisori e dalle società di revisione ai sensi dell'art. 6 del Regolamento CONSOB n. 20570/2018. Il Comitato di Sicurezza Finanziaria ha peraltro aggiornato l'analisi dei rischi nazionali di riciclaggio e finanziamento del terrorismo pubblicata nel 2019, confermando per le società di revisione e per i revisori una vulnerabilità di livello poco significativo, in ragione dell'elevata qualità della supervisione esercitata dalla CONSOB.

Nell'ambito di un progetto consistente nella applicazione sperimentale di strumenti di intelligenza artificiale (IA), nel 2024 la CONSOB ha condotto una simulazione sull'uso di strumenti informatici basati sull'IA per specifiche analisi ispettive e valutando i risultati ottenuti. La sperimentazione proseguirà anche nel corso del 2025, allo scopo di verificare in quale misura tali strumenti possano essere utilmente adottati per lo svolgimento di talune tipologie di analisi ispettive.

In tale contesto, è stata avviata, in collaborazione con due università italiane, un'attività di analisi volta all'adozione di nuove soluzioni tecnologiche per l'efficientamento dell'attività di contrasto agli abusivismi finanziari di competenza della CONSOB attraverso la realizzazione di un *software*, sviluppato come *proof of concept*, con funzioni di analisi degli esposti e dei contenuti di siti web. Il fenomeno degli abusivismi finanziari spesso si manifesta, infatti, attraverso schemi operativi online sempre più interconnessi con le nuove tecnologie che sfruttano anche tecniche di *gamification* e utilizzano piattaforme digitali che consentono l'offerta di servizi integrati relativi a strumenti finanziari, cripto-attività e all'effettuazione dei pagamenti (si veda il paragrafo 4). Negli ultimi anni il fenomeno è cresciuto notevolmente grazie all'utilizzo dei canali digitali di comunicazione che hanno permesso lo sviluppo di nuovi schemi operativi e modalità di interazione a distanza, tra cui i *social network* e le applicazioni per dispositivi mobili, oltre alle più tradizionali forme di contatto tramite siti web, e-mail e sollecitazioni telefoniche (*cold calling*), tutti veicoli che consentono di promuovere iniziative finanziarie abusive presso un'ampia platea di risparmiatori. Pertanto, al fine di rafforzare la protezione dei risparmiatori nell'ecosistema digitale (web e *social network*), sono state assunte iniziative volte ad avviare la collaborazione con le *social media platform* e sviluppare sinergie che possano consentire di filtrare in via preventiva contenuti illegali online relativi al settore finanziario. Questo tema è oggetto di approfondimento anche nell'ambito del confronto con le autorità estere, nelle competenti sedi internazionali.

Nel 2024 si è ulteriormente ampliato il novero di poteri della CONSOB per il contrasto agli abusivismi finanziari con le competenze attribuite dalla Legge Capitali relativamente all'attività pubblicitaria riferibile a intermediari finanziari non autorizzati (si veda il paragrafo 4).

Con l'entrata in vigore del Regolamento MiCAR, alla CONSOB sono assegnati, tra l'altro, poteri di contrasto delle iniziative abusive connesse all'offerta di cripto-attività diverse da *asset-reference tokens* (ART) ed *e-money tokens* (EMT) in assenza di *white paper* previamente notificato nonché alla prestazione di servizi per le cripto-attività senza autorizzazione. In relazione a tali fattispecie la CONSOB dispone, a partire da gennaio 2025, di poteri interdittivi nei confronti degli operatori abusivi del settore cripto nonché del potere di ordinare l'oscuramento dei siti web di cui questi si avvalgono.

A febbraio 2025 la CONSOB ha esercitato per la prima volta i nuovi poteri previsti dal MiCAR dapprima bloccando, con le delibere n. 23422 e n.

23423 del 12 febbraio 2025, alcuni operatori che prestavano servizi su cripto-attività senza le dovute autorizzazioni e in seguito, con delibera n. 23433 del 19 febbraio 2025, un sito che offriva al pubblico un token per il quale non era stato regolarmente notificato il *white paper*.

## 2 L'attività ispettiva e gli accertamenti sui siti internet

Nel 2024 sono state avviate 15 ispezioni e ne sono state concluse 14. Delle ispezioni concluse, otto erano state avviate nel 2023 (Tav. aV.1). Per l'accesso al soggetto ispezionato in due delle 15 ispezioni avviate è stata richiesta la collaborazione del Nucleo Speciale di Polizia Valutaria della Guardia di Finanza.

I soggetti interessati dalle ispezioni avviate nel corso dell'anno sono stati: cinque intermediari, quattro società di revisione contabile, due emittenti quotati e quattro soggetti riconducibili ad altre categorie (Tav. aV.2).

Delle 15 ispezioni avviate, quattro hanno riguardato verifiche sul rispetto delle regole di condotta in materia di intermediari e prodotti e tre verifiche in materia di informativa contabile, assetti proprietari, operazioni con parti correlate, nonché le modalità di svolgimento dei lavori di revisione contabile relativi a bilanci su emittenti quotati; una ha riguardato verifiche in materia di disciplina dei mercati regolamentati; tre verifiche sul rispetto della disciplina antiriciclaggio; tre verifiche sul rispetto della disciplina in materia di fornitori di servizi di *crowdfunding* (di cui due richieste dalla Banca d'Italia su profili di propria competenza); una, richiesta dalla Banca d'Italia, ha riguardato il rispetto della disciplina in materia di intermediari su profili di propria competenza (Tav. aV.3).

Nel corso dell'anno sono stati svolti 358 accertamenti relativi a fenomeni abusivi realizzati via internet e rientranti nelle competenze della CONSOB, che hanno comportato analisi e approfondimenti relativi a 741 siti web (Tav. aV.4). Sono stati altresì eseguiti quattro monitoraggi periodici, relativi a otto siti web, al fine di verificare l'ottemperanza di imprese di investimento UE operanti in regime di libera prestazione in Italia ai provvedimenti adottati dall'Istituto ai sensi dell'art. 7-*quater* del TUF.

## 3 La prevenzione e il contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo

È proseguita l'attività di vigilanza a fini di prevenzione e contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo nei confronti delle società di revisione e dei revisori legali con incarichi su enti di interesse pubblico o a regime intermedio.

Nel corso dell'anno sono state avviate tre verifiche ispettive in materia di antiriciclaggio nei confronti di altrettante società di revisione (Tav. aV.5).

L'attività di vigilanza cartolare, basata sull'analisi delle informazioni sui rischi e sui presidi organizzativi, procedurali e di controllo ricevute annualmente dalle società di revisione ai sensi dell'art. 6 del Regolamento CONSOB n. 20570/2018, è stata intensificata e ha condotto all'adozione di numerose iniziative, volte a individuare eventuali rischi di non conformità e/o a orientare le società di revisione al pieno rispetto degli obblighi della normativa di settore.

In particolare, sono state formulate sette azioni di raccomandazione e/o richiamo d'attenzione e tre richieste di adozione di specifici interventi correttivi. È stata svolta una *desk review* su un numero significativo di società di revisione vigilate per verificare le modalità di adempimento degli obblighi di adeguata verifica rafforzata. È stato altresì inviato un richiamo d'attenzione ai revisori e alle società di revisione vigilate sull'applicazione dei divieti imposti dalle misure restrittive UE legate alla crisi geopolitica russo-ucraina.

A seguito delle iniziative intraprese, ove opportuno sono stati organizzati incontri con le società di revisione o i revisori coinvolti, al fine di approfondire gli elementi informativi acquisiti o di richiamare l'attenzione su specifici adempimenti.

Nel 2024 è proseguita la collaborazione con l'associazione di categoria, in sinergia con l'Unità di Informazione Finanziaria (UIF). Questo lavoro ha portato alla condivisione delle metodologie relative agli indicatori di anomalia rilevanti nello svolgimento dell'attività di revisione contabile, di ausilio all'identificazione delle operazioni sospette di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo.

Nei confronti di una società di revisione è stato avviato un procedimento sanzionatorio per l'irrogazione di sanzioni amministrative pecuniarie (per i procedimenti sanzionatori conclusi si veda il capitolo VII 'L'attività sanzionatoria').

I rapporti di collaborazione con la Banca d'Italia e con l'UIF, regolati da appositi protocolli di intesa, sono stati intensi e hanno condotto a scambi informativi di evidenze per gli approfondimenti di rispettiva competenza, in ordine a fattispecie potenzialmente rilevanti in ottica di contrasto al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo.

Infine, l'Istituto ha partecipato ai lavori del Comitato di Sicurezza Finanziaria – presieduto dal Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) – volti al coordinamento dell'apparato nazionale di contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo, nonché dell'attività dei paesi che minacciano la pace e la sicurezza internazionale (ad esempio, per l'attuazione delle misure restrittive economico-finanziarie disposte dall'UE a seguito della crisi geopolitica russo-ucraina). Nell'ambito di tale collaborazione la CONSOB ha

fornito il proprio contributo ai lavori di redazione della citata analisi nazionale dei rischi di riciclaggio, di finanziamento del terrorismo e della proliferazione delle armi di distruzione di massa, nonché alle attività funzionali alla valutazione del sistema italiano di prevenzione e contrasto del riciclaggio, del finanziamento del terrorismo e della proliferazione delle armi di distruzione di massa, attualmente in corso da parte del FATF (*mutual evaluation*).

## 4 L'attività di contrasto all'abusivismo

Nel 2024 sono state trasmesse alla CONSOB 1.545 segnalazioni con cui i risparmiatori hanno denunciato una condotta potenzialmente integrante una fattispecie di abusivismo (+23% rispetto al 2023). Per il primo anno oltre la metà delle segnalazioni trasmesse alla CONSOB (2.975) riguarda casi di abusivismo finanziario. In aggiunta, sono state ricevute 169 richieste di collaborazione provenienti dall'Autorità Giudiziaria e dai diversi Corpi di Polizia.

Nell'anno sono state assunte 406 iniziative di contrasto agli abusivismi finanziari con l'oscuramento di 200 siti internet. In particolare, la CONSOB ha assunto 180 provvedimenti con cui si è ordinata la cessazione della violazione rappresentata dalla prestazione abusiva di servizi di investimento tramite internet, otto provvedimenti di sospensione cautelare di offerte abusive di prodotti finanziari, nove provvedimenti di divieto di offerte abusive e tre comunicazioni a tutela dei risparmiatori (cosiddetto *warning*). Inoltre, la CONSOB, nell'ambito di tale attività di contrasto, ha effettuato 206 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria (Tav. aV.6 - Tav. aV.7).

A partire da luglio 2019, da quando dispone del potere di ordinare l'oscuramento dei siti web mediante i quali sono svolte abusivamente attività finanziarie riservate, la CONSOB ha ordinato, alla data del 31 dicembre 2024, l'oscuramento di 1.200 siti web.

L'azione della CONSOB per il contrasto agli abusivismi finanziari si sviluppa principalmente lungo due direttrici: da un lato, il contrasto ai soggetti che prestano, in assenza di autorizzazione, servizi di investimento su strumenti finanziari, inclusa l'attività pubblicitaria; dall'altro, il contrasto alle abusive offerte al pubblico di prodotti finanziari, svolte in assenza del prescritto prospetto informativo e alla relativa attività pubblicitaria.

I casi più ricorrenti di prestazione abusiva di servizi di investimento sono rappresentati dallo svolgimento abusivo mediante piattaforme web di servizi di trading su strumenti finanziari derivati (quali i *contracts for difference* - Cfd) che hanno come sottostanti valute, indici di borsa, materie prime e, sempre più frequentemente, cripto-valute. Sul versante delle abusive offerte al pubblico di prodotti finanziari si riscontrano soprattutto le proposte di investimenti finanziari 'atipici', quali i contratti di investimento con cui sono promessi rendimenti di natura finanziaria.

Nel 2024, in forza dei poteri attribuiti dalla Legge Capitali, la CONSOB ha disposto l'oscuramento di siti internet che diffondevano campagne pubblicitarie relative a servizi finanziari abusivi facendo impropriamente leva sulla notorietà di esponenti di primo piano del mondo istituzionale italiano nonché sull'immagine di noti marchi industriali.

Tali iniziative sono veicolate anche mediante la realizzazione di cosiddetti *deepfake* video in cui è fatto indebito uso del nome e dell'immagine di personaggi noti al pubblico. Si riscontra, difatti, con frequenza l'utilizzo di strumenti di intelligenza artificiale generativa capaci di creare video, diffusi online, che riproducono artificialmente l'immagine e la voce di personaggi noti al fine di veicolare messaggi non veritieri con intenti fraudolenti.

Per contrastare gli abusi finanziari, sono stati pubblicati dei *warning* per aiutare i risparmiatori a riconoscere ed evitare iniziative fraudolente. Tra questi, una comunicazione ha messo in guardia sul fenomeno del *funded trading*, *financed trading accounts*, *shadow investment game* o delle cosiddette *prop firms*. Le segnalazioni ricevute hanno infatti evidenziato la diffusione di un modello in cui ai risparmiatori vengono offerti, online, corsi di formazione a pagamento per il trading. Questi corsi spingono ad aprire conti di trading virtuale (conti demo) presso società estere (*prop firms*), dove si possono effettuare operazioni simulate e si può partecipare a sfide di trading virtuale (*challenge*). Ai risparmiatori viene prospettata l'idea che, superando le sfide di trading simulato, le loro operazioni possano essere replicate nel mercato reale dalle stesse società, utilizzando capitale proprio. Questo viene presentato come un'opportunità per generare profitti da condividere con i risparmiatori, inducendoli a credere di poter guadagnare insieme a queste società. Tuttavia, secondo quanto riferito dai risparmiatori che hanno aderito, a pagamento, alle proposte delle *prop firm*, agli stessi non è poi stato corrisposto alcun beneficio economico. Come evidenziato nella comunicazione a tutela dei risparmiatori, i rischi del descritto fenomeno sono, peraltro, amplificati dall'effetto *gaming* delle *challenge* e dalla diffusa presenza del fenomeno sui *social media*, anche per l'attività di soggetti terzi che promuovono le *prop firms*.

L'attività svolta nel 2024 ha riguardato anche degli approfondimenti sugli aspetti di un nuovo modello operativo sottoposto alla CONSOB da un operatore finanziario. Il quesito riguardava l'uso della propria app mobile, oltre che per i servizi principali, anche per attività a favore di intermediari finanziari partner. Data la modalità operativa, queste attività sono state valutate come potenziale promozione di servizi di investimento e prodotti finanziari, poiché prevedono un'interazione diretta con gli utenti in un processo multifase che porta alla conclusione del contratto con l'intermediario partner.

Oltre all'azione di contrasto svolta mediante l'assunzione di iniziative di *enforcement*, la CONSOB già da tempo - considerata la pericolosità del fenomeno per il pubblico risparmio - offre anche una tutela informativa nei confronti degli investitori, sia promuovendo iniziative di *investor education* (si veda il successivo capitolo VI 'L'attività di comunicazione e le altre attività a

tutela dell'investitore') sia pubblicando, nella sezione del proprio sito web denominata 'Occhio alle truffe', informazioni volte a diffondere consapevolezza tra i risparmiatori, aiutandoli a individuare iniziative abusive che sono solitamente attività truffaldine.

Al riguardo si segnala che, a febbraio 2025, l'Istituto ha diffuso tramite il proprio sito istituzionale un'*Avvertenza sulle cosiddette 'truffe al quadrato'*, ossia truffe che si presentano come un'offerta di recupero crediti per chi è già stato vittima di una truffa finanziaria, utilizzando indebitamente il logo e il nome della CONSOB o di altre autorità.

# VI L'attività di comunicazione e le altre attività a tutela dell'investitore

## 1 I profili innovativi

Nella nuova compagine organizzativa adottata nel 2024 le attività di comunicazione assumono una grande rilevanza come testimonia l'istituzione di una Divisione dedicata. Tale intervento riflette la volontà di potenziare la presenza della CONSOB nell'ecosistema mediatico e di allineare l'Istituto alle più evolute prassi di settore nazionali e internazionali.

Alla luce dell'evoluzione del contesto di riferimento, caratterizzato in misura crescente dai processi della digitalizzazione e della disintermediazione, la reputazione è da considerarsi un patrimonio strategico di importanza cruciale per un'Autorità di regolamentazione e di vigilanza, da tutelare e consolidare attraverso gli strumenti di comunicazione più opportuni.

In tale prospettiva si intende operare per migliorare la visibilità dell'Istituto e la sua reputazione attraverso un'attività di comunicazione più efficace. Tale attività deve utilizzare strumenti e canali idonei a valorizzare al meglio sul mercato dell'informazione tutte le attività realizzate, da quelle di vigilanza e regolamentazione a quelle di studio e ricerca, dagli eventi di educazione finanziaria (si veda il paragrafo successivo) ai convegni e alle attività di formazione (si veda il capitolo VIII 'Le attività di studio e regolamentazione'). Nel prossimo futuro la CONSOB intende, quindi, ampliare la sua presenza mediatica rispetto al perimetro attualmente presidiato da carta stampata, web, radio e Tv. Oltre agli strumenti tradizionali, come per esempio i comunicati stampa (77 nel 2024), è prevista l'apertura – ormai improrogabile – di profili *social* istituzionali nonché il rilancio del sito internet in una versione rinnovata dal punto di vista grafico e tecnologico, più funzionale e più facilmente fruibile anche attraverso dispositivi mobili<sup>27</sup>.

Nella medesima prospettiva muovono le attività connesse alla reingegnerizzazione e innovazione degli applicativi in uso all'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF), tese a migliorare l'accessibilità degli investitori ai ricorsi, e le analisi volte all'applicazione dell'intelligenza artificiale nei procedimenti amministrativi, a supporto dell'operatività dell'Arbitro.

<sup>27</sup> Nel 2025 è prevista anche la riprogettazione della piattaforma intranet a supporto della comunicazione interna.

Con specifico riferimento alle attività di educazione finanziaria, alla luce dei suddetti rischi legati alla digitalizzazione e alla disintermediazione informativa, si intende potenziare l'azione istituzionale e moltiplicare i destinatari raggiungibili attraverso l'ampliamento e il rafforzamento della rete dei partner di riferimento – dall'università, alla scuola alle associazioni di categoria – e un calibrato utilizzo di media e *social network* come canale di divulgazione.

## 2 Le attività di educazione finanziaria

Nel primo bimestre del 2024 sono stati realizzati i *Percorsi per le competenze trasversali e l'orientamento* (PCTO, già 'alternanza scuola-lavoro'): i diversi moduli del percorso sono organizzati con cadenza annuale, in presenza e online, e si avvalgono del contributo pluridisciplinare di funzionari impiegati in diverse unità organizzative: nell'anno scolastico 2023-24, sono stati raggiunti complessivamente 14 istituti per un totale di oltre 600 studenti.

Nel corso dell'anno si è concluso il primo *Percorso formativo modulare dedicato alle piccole e medie imprese (PMI)*, volto a incrementare la conoscenza di nozioni e strumenti utili a incentivare l'accesso al mercato da parte delle stesse. Sviluppato e realizzato in collaborazione con l'Università degli Studi dell'Insubria e avviato nel corso dell'ultimo trimestre del 2023, il percorso si è costituito di diversi moduli, in presenza e online, dedicati anche a sostenibilità e finanza digitale, e ha raggiunto imprenditori, rappresentanti di associazioni di categoria e professionisti.

L'ultimo trimestre dell'anno è stato animato dalle oltre 20 iniziative della settima edizione del Mese dell'educazione finanziaria, promosso dal Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria (Comitato Edufin), e della ottava edizione della Settimana Mondiale dell'Investitore (World Investor Week, WIW), promossa dalla International Organization of Securities Commissions (IOSCO). Quasi duemila cittadini hanno potuto partecipare a seminari, *workshop* e conferenze-spettacolo dedicati a tematiche quali la prevenzione delle frodi e delle truffe, la gestione delle finanze personali, la finanza digitale, le cripto-attività e la cybersicurezza.

A dicembre, infine, la CONSOB ha offerto ai docenti delle scuole secondarie di II grado, tre incontri di formazione nell'ambito del progetto *Finanza, una storia da raccontare*, teso all'inserimento dell'educazione finanziaria nel *curriculum* scolastico, in modo flessibile e multidisciplinare. Durante gli incontri, i docenti sono stati accompagnati nello sviluppo di percorsi didattici e nella selezione di contenuti, materiali e strumenti di valutazione da utilizzare nelle proprie lezioni.

Come di consueto, durante l'anno i rappresentanti dell'Istituto hanno partecipato al Comitato Edufin contribuendo all'attuazione del nuovo Programma, approvato nel mese di marzo 2024, teso a valorizzare il ruolo del Comitato quale garante della qualità e dell'inclusività delle molteplici e frammentate iniziative di educazione finanziaria svolte sul territorio nazionale; ciò sia in termini di competenze e minimizzazione dei conflitti di interesse di chi eroga educazione finanziaria sia in termini di capacità di coinvolgimento, anche sul piano territoriale, di tutti i gruppi sociali.

Oltre alle attività realizzate in ambito nazionale, la CONSOB ha confermato il proprio contributo ai principali *fora* internazionali dedicati all'educazione finanziaria - il *Committee on Retail Investors* (Committee 8) della IOSCO, il network OCSE-INFEE e il sotto-gruppo del *Joint Committee* delle European Supervisory Authorities (ESAs) - dove i rappresentanti delle istituzioni partecipanti per i diversi paesi membri collaborano per l'individuazione delle migliori pratiche nel campo dell'educazione finanziaria.

### 3 La gestione del sito internet e le relazioni con l'esterno

La cura delle relazioni con l'esterno richiede sia la manutenzione e aggiornamento del sito internet istituzionale sia la gestione di segnalazioni e richieste informative in merito a operazioni societarie e di mercato pervenute dai risparmiatori. Al sito accedono numerosi operatori per acquisire dati e informazioni (nella sezione 'Servizi per gli operatori') nonché studenti, studiosi e risparmiatori (interessati, in particolare, alle sezioni 'La CONSOB e le sue attività' e 'Educazione finanziaria'; Tav. aVI.1). Con riferimento, invece, alle segnalazioni e alle richieste informative, delle oltre tremila richieste scritte, circa 2.400 sono state ricevute attraverso il Sistema Integrato per l'Esterno (SIPE), mentre le restanti tramite posta elettronica, posta certificata e posta ordinaria (Tav. aVI.2). Si rammenta, infine, che attraverso un canale di ascolto telefonico, viene dato riscontro alle istanze di risparmiatori e investitori, fornendo informazioni e indicazioni sui vari documenti e dati presenti sul sito istituzionale, utili ai fini di un compiuto processo di investimento, e assistenza in caso di segnalazioni di attività potenzialmente dannose per gli investitori ad opera di intermediari e/o soggetti abusivi.

### 4 L'attività dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie

Nel 2024 l'ACF ha ricevuto 961 ricorsi che, come negli anni precedenti, sono pervenuti prevalentemente dalle regioni del Nord (43,7% dei casi) e Sud Italia (29,7%; Tav. aVI.3).

Come in passato i ricorsi sono stati trasmessi, quasi integralmente, da persone fisiche (97,3%, a fronte del 2,7% di persone giuridiche) e prevalentemente da uomini (67% dei ricorsi), dato che riflette il divario di genere nella gestione della ricchezza che connota le famiglie italiane. Quanto all'età dei ricorrenti, le fasce anagrafiche più rappresentate sono le tre comprese tra i 45 e i 74 anni che rappresentano, nel complesso, il 70,6% del totale, con una prevalenza dei ricorrenti di età compresa tra i 55 e i 64 anni (29,8%); stabile rispetto al dato 2023 risulta la percentuale degli over 74 (20,3%).

Dopo la flessione registrata negli anni precedenti, il dato dei ricorsi pervenuti nel 2024 si sta attestando su un livello che risulta in linea con le stime elaborate dalla CONSOB nella fase di progettazione dell'Organismo, quando, nel 2016, fu stimato un flusso annuo non superiore ai 1.000 ricorsi. Tale stabilizzazione ha confermato la progressiva riduzione del contenzioso di tipo seriale, ossia quello di origine prevalentemente bancaria generatosi a seguito delle crisi che hanno interessato tale comparto a fine 2015 e metà 2017, che ha fortemente caratterizzato i primi anni di operatività dell'ACF.

I ricorsi hanno superato il vaglio di ammissibilità/ricevibilità nell'82% dei casi (76% nel 2023). Sono stati, dunque, 178 i ricorsi considerati inammissibili/irricevibili. Alla base dei giudizi di inammissibilità/irricevibilità, si rileva l'estraneità della controversia all'ambito di operatività dell'Arbitro (71% dei ricorsi) e il mancato inoltro del preliminare reclamo all'intermediario (6%).

Le decisioni adottate dal Collegio (680 a fronte delle 879 del 2023) hanno riguardato, come negli anni precedenti, criticità legate al set informativo messo a disposizione della clientela e a carenze di tipo comportamentale addebitate agli intermediari, in particolare con riguardo alla fase precontrattuale e ad alcune fasi significative dell'operatività da remoto<sup>28</sup>. Restano elevati sia il tasso di accoglimento dei ricorsi (pari al 50%) sia il tasso di adempimento delle decisioni (92,5% dei casi) da parte degli intermediari coinvolti (71, di cui 60 banche; Tav. aVI.4). Il valore complessivo dei risarcimenti richiesti si è attestato a circa 65 milioni di euro, con un valore medio superiore a 67 mila euro. Il totale dei risarcimenti riconosciuti ai risparmiatori è stato pari a circa 9,2 milioni di euro.

Nel 2024 sono stati conclusi complessivamente 1.037 procedimenti (11.294 dal 2017 al 31 dicembre 2024). La durata media di trattazione dei procedimenti (dalla presentazione del ricorso all'assunzione della decisione finale) è stata pari a 241 giorni e dunque inferiore rispetto a quella del 2023 (pari a 319 giorni).

In attuazione del protocollo d'intesa tra CONSOB e Banca d'Italia, stipulato il 19 marzo 2020, è proseguita l'attività di coordinamento e di

<sup>28</sup> A queste si aggiungono: le decisioni di irricevibilità/inammissibilità assunte dal Presidente e le dichiarazioni di estinzione del ricorso (179), anch'esse assunte direttamente dal Presidente, a seguito di rinunce al ricorso o per intervenuti accordi tra le parti.

scambio informativo con l'Arbitro Bancario Finanziario (ABF). Nell'ambito degli incontri di coordinamento sono state affrontate questioni di merito e di rito di possibile interesse per l'attività decisoria dei Collegi, utili a rafforzare la collaborazione e lo scambio informativo tra ABF e ACF e a facilitare il ricorso della clientela *retail* ai rispettivi sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie.

Nell'ambito del Tavolo costituito nel 2023 con le associazioni di categoria degli intermediari e dei consumatori, infine, sono state gettate le basi per la definizione di un progetto formativo volto ad accrescere la conoscenza dell'Organismo e le modalità di corretta presentazione dei ricorsi all'ACF da parte degli operatori delle associazioni.

## 1 I profili innovativi

L'analisi dei provvedimenti sanzionatori adottati nel corso del 2024 fa emergere la particolare rilevanza delle violazioni del Regolamento (UE) n. 236/2012 (Regolamento Short Selling); la CONSOB ha, infatti, adottato cinque delibere sanzionatorie per violazione degli artt. 5, 6, 9 e 12 del suddetto Regolamento, a carico di soggetti esteri che, nei giorni centrali dell'aumento di capitale di Saipem Spa del luglio 2022, hanno effettuato ingenti vendite allo scoperto nude di azioni emesse dall'emittente (ossia, vendite eseguite senza avere la previa disponibilità, ottenuta nei modi di legge, dei titoli venduti allo scoperto) e non hanno comunicato alla CONSOB e al pubblico le posizioni nette corte in tal modo acquisite in occasione del superamento (o, della discesa al di sotto) di talune soglie normativamente fissate. Tale irregolare operatività sul titolo ha interessato cospicue percentuali del capitale sociale pre-aumento dell'emittente (pari complessivamente a circa il 58% del totale) e si è, in tutti i casi, associata a notevoli ritardi di consegna da parte dei venditori delle azioni vendute allo scoperto (*settlement fails*) rispetto ai prescritti tempi di regolamento. In relazione a tali condotte, la CONSOB ha irrogato sanzioni amministrative pecuniarie per 5,4 milioni di euro e disposto la confisca di beni per 5,5 milioni di euro.

Nell'ambito dei procedimenti sanzionatori in materia di offerte al pubblico, meritano di essere segnalate quelle riferibili a offerte di asset digitali, tra cui le sanzioni amministrative pecuniarie applicate, per violazione del combinato disposto dell'art. 3 del Regolamento (UE) n. 2017/1129 e dell'art. 94 del TUF, a carico di una società con sede nel Liechtenstein e del suo *director* per un'offerta abusiva di token cui hanno aderito 161 risparmiatori italiani e quelle adottate per violazioni dell'art. 94-*bis* del TUF, in relazione a offerte al pubblico residente in Italia dei cosiddetti *equity convertible notes* (ECN). Di interesse sono altresì le sanzioni amministrative pecuniarie comminate, per violazione dell'art. 94-*bis* del TUF, a due *director* di società con sedi a Londra e a Stoccolma, per l'attività di offerta in sottoscrizione al pubblico residente in Italia di contratti di investimento dal ritorno economico prefissato, parametrato al capitale versato dall'investitore e ottenuto mediante presunti algoritmi che avrebbero effettuato in automatico operazioni di arbitraggio su cripto-valute scambiate su diverse piattaforme, qualificabili come prodotti finanziari.

Ad assumere particolare rilievo per l'attività sanzionatoria sono stati altresì i procedimenti definiti nella materia degli abusi di mercato per condotte consistenti nella comunicazione illecita, nell'abuso di informazioni privilegiate e nella manipolazione del mercato sia, in taluni casi, per la complessità delle indagini svolte dall'Autorità sia per il numero di soggetti sanzionati.

## 2 I provvedimenti sanzionatori

Nel 2024 sono stati avviati 57 procedimenti sanzionatori (41 procedimenti sanzionatori nel 2023). Di questi, 47 sono sfociati nella adozione di delibere sanzionatorie, con applicazione di sanzioni pecuniarie nei confronti, complessivamente, di 83 soggetti (67 nel 2023); in sei casi invece i procedimenti sanzionatori, tutti in materia di *transaction reporting* (Regolamento MiFIR), si sono estinti anticipatamente e senza applicazione di sanzioni, essendosi i soggetti interessati avvalsi della facoltà del pagamento delle sanzioni in misura ridotta (cosiddetta oblazione). A tale titolo l'importo delle somme pagate è risultato complessivamente pari a 360 mila euro. Infine, per quattro procedimenti sanzionatori, è stata disposta l'archiviazione.

L'ammontare complessivo delle sanzioni amministrative pecuniarie applicate nel 2024 è risultato pari a circa 11,6 milioni di euro (3,5 milioni di euro nel 2023). Le sanzioni interdittive accessorie, nel loro complesso, sono state pari a 260 mesi (176 mesi applicati nel 2023); il controvalore dei beni oggetto di confisca è stato pari a circa 5,8 milioni di euro (432 mila euro nel 2023; Tav. aVII.1).

### 2.1 I provvedimenti relativi alla disciplina dei mercati

Più nel dettaglio, nel 2024 sono stati adottati in totale 19 provvedimenti sanzionatori per le violazioni del MAR, con la conseguente applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie complessivamente pari a 3,6 milioni di euro. Di questi provvedimenti, otto (sette nel 2023) hanno riguardato violazioni concernenti le condotte di insider trading e manipolazione del mercato e 11 (sei nel 2023) sono stati adottati per altre violazioni del MAR, come di seguito illustrato (Tav. aVII.2 – Tav. aVII.3).

Con riferimento agli illeciti in materia di abusi di mercato quattro hanno avuto ad oggetto le condotte di comunicazione illecita e abuso di informazioni privilegiate e gli altri quattro hanno riguardato condotte di manipolazione del mercato. Sono state applicate sanzioni amministrative pecuniarie complessivamente pari a circa 3,1 milioni di euro (1,5 milioni di euro nel 2023) nei confronti di 29 soggetti, di cui 24 persone fisiche e cinque persone giuridiche; queste ultime sono state sanzionate per complessivi 710 mila euro ai sensi dell'art. 187-*quinquies* del TUF. Nei confronti delle persone fisiche sanzionate sono state adottate le sanzioni amministrative accessorie di

cui all'art. 187-*quater* del TUF (perdita temporanea dei requisiti di onorabilità e incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo nell'ambito di società quotate per una durata non inferiore a due mesi e non superiore a tre anni) per complessivi 239 mesi. Nei confronti di 11 persone fisiche è stata inoltre disposta la confisca dei beni ai sensi dell'art. 187-*sexies* del TUF, per un valore complessivo pari a circa 363 mila euro.

Come anticipato, oltre alle già citate violazioni in materia di abusi di mercato e *short selling*, nel 2024 sono stati anche adottati 11 provvedimenti sanzionatori per violazioni di previsioni del MAR diverse da quelle concernenti le condotte di insider trading e manipolazione del mercato, con l'applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie complessivamente pari a euro 460 mila. Tra queste rilevano le delibere sanzionatorie adottate per la mancata segnalazione di operazioni sospette (art. 16 del MAR) e quelle per la violazione della disciplina dell'*internal dealing* (art. 19 del MAR); queste ultime, in particolare, si sono caratterizzate per l'applicazione, unitamente alla comminazione di una sanzione amministrativa pecuniaria, delle misure dell'ordine di porre termine all'infrazione e dell'avvertimento pubblico.

## 2.2 I provvedimenti relativi agli intermediari

Nel corso del 2024, è stato adottato un provvedimento sanzionatorio (quattro nel 2023) nei confronti di un'impresa di investimento di diritto cipriota, oggetto di numerose segnalazioni trasmesse alla CONSOB da parte di investitori italiani che lamentavano il mancato riscontro alle richieste di rimborso dai medesimi presentate a seguito della chiusura dei relativi conti, per violazione dell'art. 21, comma 1, lett. a), del TUF, che prevede in capo agli intermediari autorizzati l'obbligo di assumere una condotta diligente, corretta e trasparente, per servire al meglio l'interesse dei clienti. Tale condotta è stata sanzionata con l'applicazione di una sanzione amministrativa pecuniaria pari a 240 mila euro (Tav. aVII.4).

## 2.3 I provvedimenti nei confronti di emittenti e società di revisione

I provvedimenti sanzionatori assunti dalla Commissione, concernenti le violazioni in materia di emittenti, informativa al pubblico e revisione legale sono stati 22 (12 nel 2023). Le sanzioni amministrative pecuniarie applicate sono risultate complessivamente pari a circa 2,4 milioni di euro (1,3 milioni di euro nel 2023; Tav. aVII.5).

In particolare, in materia di offerta al pubblico sono stati adottati cinque provvedimenti sanzionatori, con applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie pari complessivamente a 920 mila euro e, nei confronti di due persone fisiche, sono state adottate sanzioni interdittive accessorie, di cui all'art. 191-*bis*, commi 1 e 2, del TUF, per complessivi 21 mesi. In materia di

offerte pubbliche di acquisto e scambio, è stato adottato un provvedimento sanzionatorio, con applicazione della sanzione amministrativa pecuniaria di 100 mila euro nei confronti della società e di 100 mila nei confronti del suo rappresentante legale. Per quanto concerne le violazioni in materia di informativa societaria e al pubblico sono stati adottati quattro provvedimenti sanzionatori, con l'applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie per un importo pari a 260 mila euro, mentre in materia di informazione finanziaria è stato adottato un provvedimento sanzionatorio per la violazione dell'art. 154-ter, comma 1, del TUF, con l'applicazione di una sanzione amministrativa pecuniaria complessivamente pari a 40 mila euro. In materia di partecipazioni rilevanti (di cui all'art. 120, commi 2 e 4, del TUF), sono stati adottati quattro provvedimenti sanzionatori nei confronti di una società e di tre persone fisiche, con l'applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie pari a 75 mila euro. Inoltre, per quanto concerne i doveri in capo ai componenti del collegio sindacale, sanciti dall'art. 149, commi 1 e 3, del TUF, sono state adottate due delibere sanzionatorie, con applicazione di complessivi 240 mila euro nei confronti di sei membri del collegio sindacale di due emittenti per inottemperanza ai propri doveri di vigilanza e di segnalazione delle irregolarità alla CONSOB.

Nei confronti delle società di revisione contabile e dei responsabili dei lavori di revisione, infine, sono stati complessivamente adottati cinque provvedimenti sanzionatori. Di questi, tre provvedimenti hanno riguardato violazioni concernenti i lavori di revisione contabile e uno ha riguardato violazioni del decreto legislativo n. 231 del 21 novembre 2007 (disciplina antiriciclaggio). È stata altresì adottata una delibera sanzionatoria ai sensi dell'art. 187-*quingiesdecies* del TUF nei confronti di un revisore legale incaricato della revisione legale sulle relazioni di gestione dei fondi comuni di investimento di diritto italiano – rientranti nella categoria degli enti sottoposti a regime intermedio ex art. 19-*bis*, comma 1, lett. f-*bis* del decreto legislativo n. 39 del 27 gennaio 2010; il mancato riscontro, da parte del revisore, a talune richieste dell'Autorità ha ritardato l'esercizio delle funzioni di vigilanza attribuite alla CONSOB. Con i cinque provvedimenti menzionati sono state irrogate sanzioni amministrative pecuniarie complessivamente pari 640 mila euro.

# Le attività di studio e regolamentazione VIII

## 1 I profili innovativi

In un contesto in continua evoluzione in cui la CONSOB ha visto il proprio perimetro d'azione ampliarsi significativamente, si è ritenuto opportuno intervenire sulla struttura organizzativa anche al fine di creare maggiori sinergie tra l'attività di studio e ricerca e quella di regolamentazione.

Tale intervento pone l'attività di ricerca a più diretto supporto delle attività istituzionali e crea un centro unitario di riferimento per la gestione dei dati di vigilanza. Si creano così le condizioni per migliorare la qualità, la sistematicità e la coerenza dell'attività di supervisione e regolamentazione grazie alla valorizzazione del patrimonio informativo della CONSOB e delle evidenze raccolte attraverso ricerche e analisi di impatto della regolamentazione.

## 2 Gli studi e i report periodici

Nel 2024, le attività di analisi e ricerca sono state coronate dalla pubblicazione di numerosi studi e rapporti periodici. L'ampiezza e l'eterogeneità dei temi trattati, tutti rilevanti sotto i profili di *policy*, testimoniano la ricchezza e il valore che la CONSOB riconosce nella costante collaborazione con i principali atenei italiani, con i quali l'Istituto ha sottoscritto circa 40 convenzioni e accordi di collaborazione.

Nella collana dei *Quaderni giuridici* sono stati pubblicati due lavori dedicati, rispettivamente, agli strumenti di debito chirografario di secondo livello (i cosiddetti *senior non-preferred bonds*) e all'assistenza finanziaria nell'ambito delle operazioni sulle azioni proprie (cosiddette operazioni bacciate) e ai relativi riflessi in termini di *investor protection*. Ai primi mesi del 2025 risale, invece, il Quaderno sugli elementi di *gamification* introdotti nell'operatività delle piattaforme digitali e nella circolazione di informazioni finanziarie tramite i *social media*; il documento è stato firmato da docenti delle Università di Brescia, Genova e Roma Tre.

La collana dei *Quaderni FinTech*, che ospita studi in materia di digitalizzazione dei processi di intermediazione finanziaria realizzati dalla CONSOB anche in collaborazione con l'Accademia, si è arricchita di una indagine conoscitiva sul *crowdfunding* per la quale ci si è avvalsi della collaborazione dell'Università Politecnica delle Marche e di un Quaderno sulle

tecniche per la riduzione dimensionale dei dati a supporto del rilevamento dei casi di insider trading, sviluppato con il contributo della Scuola Normale Superiore di Pisa.

L'applicazione delle tecniche di intelligenza artificiale, in particolare delle tecniche di *machine learning*, è stata oggetto anche di un altro studio focalizzato sull'analisi dell'impatto del fattore ESG sulla performance industriale, i cui risultati sono contenuti in un *Quaderno di finanza sostenibile*, pubblicato nel mese di giugno.

Tra gli *Occasional reports* sono, invece, stati diffusi un'analisi delle principali caratteristiche del risparmio *retail* amministrato da banche e uno studio delle principali evidenze relative alle offerte pubbliche di acquisto e/o scambio effettuate in Italia tra il 2020 e il 2023.

Tra i report periodici, al *Rapporto sulla rendicontazione non finanziaria delle società quotate italiane* e a due edizioni del *Bollettino statistico* si aggiungono il *Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane*, l'*Indagine mirroring consulente-cliente* e il *Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane* tutti e tre presentati nel corso di eventi pubblici che hanno visto la partecipazione dell'accademia e dell'industria. Da ultimo, a gennaio 2025 è stato pubblicato il *Rapporto sulla congiuntura* che analizza l'andamento economico e i rischi per il sistema finanziario italiano nel confronto internazionale, con particolare riferimento alle dinamiche che possono rilevare per il raggiungimento degli obiettivi istituzionali della CONSOB.

### 3 I convegni e le altre iniziative

Molteplici eventi aperti al pubblico si sono aggiunti alle iniziative condotte nell'ambito delle celebrazioni dei cinquanta anni della CONSOB e di quelle connesse all'attività di educazione finanziaria (si veda, per le prime, la Premessa e, per le seconde, il capitolo VI 'L'attività di comunicazione e le altre attività a tutela dell'investitore').

A marzo, si sono tenuti il convegno *Soffitti di cristallo e muri di gomma - Leadership femminile e missione ESG* e il seminario, in collaborazione con Sapienza Università di Roma, su *Governance, Gender and Climate* del ciclo accademico dedicato alle *Nuove frontiere nei mercati finanziari e nella regolamentazione finanziaria*<sup>29</sup>; a seguire, sono stati organizzati una conferenza, in collaborazione con Borsa Italiana, dedicata alla presentazione delle iniziative volte ad aumentare l'efficienza e la competitività del mercato

<sup>29</sup> Al medesimo ciclo afferisce il seminario *Equity listings, delistings and growth opportunities in the EU*, tenutosi nel mese di novembre.

primario del debito italiano e un seminario sulla tokenizzazione di strumenti finanziari e le prospettive per il mercato italiano.

L'ultimo bimestre si è chiuso con: il convegno, organizzato con Sapienza Università di Roma e con il patrocinio della Camera dei deputati, dedicato a *La tutela del risparmio al tempo dei social - Frodi finanziarie e nuove tecnologie digitali*; un seminario per il lancio dell'Osservatorio di ricerca PMI - Mercato dei capitali, curato da CONSOB e l'Università Cattolica del Sacro Cuore-CeTIF; le conferenze rispettivamente intitolate *La convergenza tra FinTech e Cybersecurity: regolamentazione, sicurezza e innovazione* e *La gerarchia mondiale delle borse e il nuovo Listing Act inglese*; il convegno *Innovazione tecnologica e tutela del risparmio: nuovi scenari, nuove criticità, nuove opportunità*, in collaborazione con l'Arbitro per le Controversie Finanziarie, l'Università Sapienza di Roma e l'Associazione Nazionale per lo Studio dei Problemi del Credito; il convegno organizzato da CONSOB e XBRL Italia, finalizzato a raccogliere spunti di riflessione sulle principali tematiche oggetto di dibattito in materia di European Single Electronic Format (ESEF), tra cui quelle relative all'accessibilità dei documenti, alla qualità dei dati in essi presenti e alle relative modalità di utilizzo. Ciò anche in ragione della prossima applicazione del formato in argomento alle rendicontazioni di sostenibilità nonché della istituzione di un Punto di Accesso Unico Europeo (ESAP; si veda in proposito il capitolo I 'La vigilanza sui mercati').

Come anticipato, in altre occasioni gli eventi sono stati organizzati in concomitanza con la pubblicazione dei lavori di ricerca e della reportistica pubblicati dall'Istituto. È il caso, ad esempio, della presentazione delle evidenze raccolte nel *Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane*, nell'*Indagine mirroring consulente-cliente* e nel *Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane*.

Si rammenta, infine, che nel 2024, a seguito di un nuovo riconoscimento per l'Istituto dello *status* di 'ente formatore terzo' da parte del Consiglio Nazionale dell'Ordine dei Giornalisti (CNOG), la CONSOB ha svolto due incontri - uno a Roma e uno a Milano - dedicati a *Giornalismo e abusi di mercato: rischi professionali tra vigilanza e deontologia*, nell'ambito dei piani di formazione professionale continua obbligatoria per i giornalisti. Le due giornate di formazione hanno fornito un'occasione di confronto e di dialogo su un tema particolarmente rilevante per la CONSOB e per la professione giornalistica.

## 4 Le modifiche alla normativa primaria

La CONSOB ha contribuito al processo di adeguamento della normativa nazionale all'evoluzione del quadro europeo, fornendo supporto tecnico al Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF).

## 4.1 Legge di delegazione europea 2022-2023

Nel 2024 sono proseguiti i lavori, già avviati nel 2023, volti all'adeguamento dell'ordinamento nazionale alla normativa europea sulla base dei criteri di delega contenuti nella legge 21 febbraio 2024, n. 15, recante la delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea (Legge di delegazione europea 2022-2023).

In tale ambito l'Istituto ha fornito supporto al MEF per la definizione del decreto legislativo 6 settembre 2024, n. 125, di attuazione della Direttiva 2022/2464/UE (Corporate Sustainability Reporting Directive - CSRD) sulla rendicontazione societaria di sostenibilità, che ha innovato significativamente la disciplina previgente in materia di dichiarazione non finanziaria introdotta dalla Direttiva 2014/95/UE (Non-Financial Reporting Directive - NFRD, recepita nel nostro ordinamento con il decreto legislativo 30 dicembre 2016, n. 254).

Tale decreto, in particolare, detta la disciplina sostanziale degli obblighi di rendicontazione di sostenibilità e di *assurance* per le grandi imprese e le PMI che hanno valori mobiliari negoziati su mercati regolamentati (si vedano il capitolo II 'La vigilanza sugli emittenti' e il capitolo IV 'La vigilanza sulle società di revisione').

Un'ulteriore attività di supporto al MEF ha riguardato, come già descritto, la predisposizione del decreto legislativo 5 settembre 2024, n. 129, di adeguamento della normativa nazionale al Regolamento MiCAR. Il decreto designa la CONSOB e la Banca d'Italia quali Autorità competenti ai sensi del MiCAR e definisce il relativo riparto di competenze, dotando le medesime Autorità dei poteri di vigilanza e sanzionatori necessari per lo svolgimento delle rispettive funzioni. Vengono altresì disciplinate anche le forme di cooperazione tra le Autorità nazionali competenti e con le Autorità competenti degli altri Stati membri, individuando la CONSOB e la Banca d'Italia quali punti di contatto, rispettivamente, con l'ESMA e con l'EBA (per ulteriori dettagli circa le novità connesse con la piena applicazione del Regolamento MiCAR si vedano anche il capitolo I 'La vigilanza sui mercati', il capitolo II 'La vigilanza sugli emittenti' e il capitolo III 'La vigilanza sugli intermediari').

## 4.2 Legge di delegazione europea 2024

Nel 2024 sono stati avviati i lavori preparatori per la definizione dei criteri di delega da introdurre nell'emananda Legge di delegazione europea 2024.

In tale ambito, l'Istituto ha prestato supporto al MEF e al Ministero delle Imprese e del Made in Italy (MIMIT) per la definizione dei criteri di delega al Governo per l'adeguamento dell'ordinamento nazionale: i) alla Direttiva (UE) 2023/2673, per quanto riguarda i contratti di servizi finanziari conclusi a distanza; ii) al Regolamento (UE) 2023/2631, in materia di obbligazioni verdi europee e di informativa volontaria per le obbligazioni commercializzate come

obbligazioni ecosostenibili e per le obbligazioni legate alla sostenibilità; iii) al Regolamento (UE) 2023/2859, che istituisce un punto di accesso unico europeo che fornisce un accesso centralizzato alle informazioni accessibili al pubblico pertinenti per i servizi finanziari, i mercati dei capitali e la sostenibilità; iv) al Regolamento (UE) 2023/2845, che modifica il Regolamento (UE) n. 909/2014 per quanto riguarda la disciplina di regolamento, la prestazione di servizi transfrontalieri, la cooperazione in materia di vigilanza, la prestazione di servizi accessori di tipo bancario e i requisiti per i depositari centrali di titoli di paesi terzi.

### 4.3 Altri atti europei da recepire

Nel corso del 2025 dovranno, altresì, essere avviati i lavori per il recepimento nell'ordinamento nazionale dei seguenti atti europei: i) il pacchetto legislativo, cosiddetto Listing Act, composto dal Regolamento (UE) 2024/2809, dalla Direttiva (UE) 2024/2810 e dalla Direttiva (UE) 2024/2811, che investe in modo trasversale diversi di ambiti della disciplina europea in materia finanziaria; ii) la Direttiva (UE) 2024/790 e il Regolamento (UE) 2024/791, che modificano, rispettivamente, la Direttiva MiFID II e il Regolamento MiFIR; iii) la Direttiva (UE) 2024/927 che modifica le Direttive AIFMD e UCITS per quanto riguarda gli accordi di delega, la gestione del rischio di liquidità, le segnalazioni a fini di vigilanza, la fornitura dei servizi di custodia e di depositario e la concessione di prestiti da parte di fondi di investimento alternativi; iv) il pacchetto legislativo, composto dal Regolamento (UE) 2024/2987 e Direttiva (UE) 2024/2994, recante principalmente la revisione del Regolamento EMIR sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni e circoscritte modifiche a ulteriori atti comunitari.

### 4.4 Altre attività normative rilevanti

Nel 2024 ha assunto particolare rilevanza l'attività di supporto al MEF, già avviata nel 2023, nell'ambito dei lavori volti a individuare proposte legislative a sostegno della competitività dei capitali, proposte poi confluite nella legge 5 marzo 2024, n. 21 (Legge Capitali).

La citata legge ha introdotto alcune modifiche al TUF con l'obiettivo di modernizzare e rendere più efficiente i mercati dei capitali, sostenendo l'accesso agli stessi delle piccole e medie imprese, promuovendo l'innovazione e l'internalizzazione dei mercati e rafforzando le tutele per gli investitori. In tale contesto, è stata introdotta, tra l'altro, una nuova disciplina sulle liste del consiglio di amministrazione delle società quotate (che muove dalle prassi già in essere in taluni emittenti) nonché l'istituto degli 'impegni', volto alla definizione anticipata del procedimento sanzionatorio della CONSOB e a

deflazionarne il connesso contenzioso (si veda il capitolo II 'La vigilanza sugli emittenti').

La Legge Capitali ha previsto una delega al Governo per la riforma organica del TUF, con l'obiettivo di innovare ulteriormente la disciplina dei mercati dei capitali e delle società quotate.

I criteri per la citata delega legislativa consentono di intervenire su diverse materie quali la disciplina degli intermediari, dei mercati, degli emittenti e delle Autorità di vigilanza, per tenere conto dell'esigenza di rilanciare lo sviluppo dei mercati finanziari e della necessità di attrarre investimenti, in modo da consentire alle imprese che intendono quotarsi di trovare in Italia un terreno normativo 'fertile' per nuove iniziative economiche.

La CONSOB ha partecipato, e continuerà a partecipare nel 2025, ai suddetti lavori preparatori di riforma del TUF unitamente ai rappresentanti di altre istituzioni e del mondo accademico.

Da ultimo, l'Istituto ha prestato supporto al Governo nella fase di avvio dei lavori volti alla definizione dei criteri di delega per il recepimento della Direttiva (UE) 2024/1760, relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità, nell'ordinamento nazionale. Tale attività risulta tuttora in corso.

## 5 Le modifiche alla normativa secondaria

Con delibera n. 23016 del 20 febbraio 2024 l'Istituto ha apportato delle modifiche alle disposizioni regolamentari contenute nel Regolamento Emittenti concernenti le domande di approvazione dei prospetti di offerta al pubblico e/o di ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato e dei relativi documenti da allegare (si veda anche il capitolo II 'La vigilanza sugli emittenti').

Nello specifico, con tale intervento, sono stati ridotti i termini per l'approvazione dei prospetti, semplificata la relativa disciplina - al fine di rendere più efficiente l'accesso delle imprese ai mercati dei capitali - razionalizzati gli oneri amministrativi a carico degli operatori, mantenendo elevati presidi posti a tutela degli investitori.

I citati interventi si inseriscono nel più ampio quadro delle misure di semplificazione e razionalizzazione delle regole in materia di prospetti avviate da tempo da parte della CONSOB tenendo conto delle disposizioni euro unitarie<sup>30</sup>.

30 Si fa riferimento alle modifiche varate nel luglio 2022 (cfr. delibera n. 22423 del 28 luglio 2022) concernenti la riduzione dei documenti da allegare alle domande di approvazione dei prospetti riguardanti i titoli di capitale; la possibilità per l'emittente e/o per l'offerente di sottoporre preliminarmente alla CONSOB questioni di particolare rilevanza riguardanti l'operazione di offerta pubblica o l'ammissione alle

Ad esito di una pubblica consultazione del mercato, la CONSOB ha adottato il Regolamento in materia di autorizzazione e vigilanza dei soggetti legittimati a presentare offerte nel mercato delle aste delle quote di emissione dei gas a effetto serra ai sensi dell'art. 20-ter del TUF (delibera n. 23270 del 3 ottobre 2024).

Il citato Regolamento disciplina, nei margini consentiti dalla normativa europea di riferimento (Regolamento delegato (UE) 2023/2830), le modalità di presentazione delle istanze di autorizzazione da parte degli operatori di mercato diversi dai soggetti abilitati (banche e Sim), che intendono accedere alle vendite all'asta delle quote di emissione in conto proprio e/o in conto terzi e che non ricadono nel perimetro applicativo della Direttiva MiFID in quanto svolgono attività di negoziazione o prestano servizi di investimento aventi ad oggetto quote di emissione in via accessoria rispetto al loro business principale.

Il Regolamento stabilisce i termini delle istruttorie, i contenuti minimi della domanda di autorizzazione, nonché le prescrizioni comportamentali che gli operatori in esenzione MiFID devono osservare per l'accesso in conto terzi al mercato delle aste delle quote di emissione.

Da ultimo, si segnala che, in relazione alle nuove disposizioni introdotte dalla Legge Capitali, la CONSOB ha avviato due consultazioni pubbliche al fine di definire le disposizioni regolamentari aventi ad oggetto, rispettivamente, la disciplina della lista del consiglio di amministrazione uscente e degli impegni in ambito sanzionatorio.

Con riferimento alla prima consultazione, come anticipato (si veda in proposito il capitolo II 'La vigilanza sugli emittenti'), l'art. 12, comma 2, della Legge Capitali, ha introdotto nel TUF il nuovo art. 147-ter.1, che attribuisce alle società italiane con azioni quotate in un mercato regolamentato la facoltà di prevedere negli statuti la presentazione di una lista da parte del consiglio di amministrazione uscente, dettando una disciplina specifica applicabile in tale ipotesi e demandando alla CONSOB il potere di stabilire con proprio regolamento le relative disposizioni di attuazione.

La consultazione pubblica si è articolata in due fasi (si vedano il documento di consultazione del 24 novembre 2024 e quello del 19 dicembre 2024) finalizzate a definire interventi regolamentari con due principali obiettivi: i) individuare le disposizioni necessarie a fornire al mercato una cornice attuativa della nuova disciplina coerente con le regole e la *ratio* della legge, anche alla luce della più generale disciplina della nomina dell'organo amministrativo al cui interno si inserisce; ii) operare un opportuno coordinamento tra l'ipotesi di presentazione di una lista da parte del consiglio

negoziazioni; la possibilità di redigere il prospetto in inglese, prevedendo in taluni casi specifici la traduzione in italiano della sola nota di sintesi.

di amministrazione uscente e le previsioni regolamentari vigenti adottate dalla CONSOB.

Con la consultazione in materia di impegni la CONSOB ha dato avvio ai lavori di revisione del proprio Regolamento sul Procedimento Sanzionatorio per l'esercizio della delega prevista dall'art. 196-*ter* del TUF, introdotto dall'art. 23 della Legge Capitali, la quale attribuisce all'Istituto il potere di definire in via regolamentare le regole procedurali che disciplinano la presentazione e la valutazione degli impegni.

Con tale intervento (si veda il documento di consultazione del 27 gennaio 2025), la CONSOB ha inteso, in particolare, fornire delle istruzioni per l'utilizzo del nuovo strumento, definendo: i) i termini e le modalità da seguire per presentare una proposta di impegni, dopo aver ricevuto una lettera di contestazione degli addebiti; ii) l'esame di ammissibilità e di ricevibilità della proposta; iii) la fase decisoria in cui la CONSOB è chiamata a valutare la proposta di impegni, potendo alternativamente disporre l'approvazione, che rende gli impegni obbligatori e chiude il procedimento sanzionatorio, ovvero il rigetto con il conseguente riavvio del procedimento sanzionatorio; iv) la disciplina relativa ai casi di mancato rispetto degli impegni resi obbligatori; v) la riapertura del procedimento sanzionatorio, oltre che nel caso di rigetto di cui sopra, qualora si modifichi in modo determinante la situazione di fatto rispetto a un elemento su cui si sia fondata la decisione, i soggetti interessati contravvengano agli impegni assunti e la decisione si sia fondata su informazioni (trasmesse dalle parti) incomplete, inesatte o fuorvianti.

Con l'occasione, inoltre, la CONSOB ha proposto ulteriori interventi di modifica al Regolamento sul Procedimento Sanzionatorio, funzionali a fornire chiarimenti, nonché miglioramenti in termini di efficienza, efficacia e tempestività dell'azione amministrativa nel suo complesso.

Nel 2024 sono state avviate le seguenti ulteriori consultazioni con il mercato, le cui istruttorie si concluderanno nel corso del 2025: i) proposta di revisione della Comunicazione n. 1/23 del 3 maggio 2023, avente ad oggetto Operazioni di rafforzamento patrimoniale riservate a un unico investitore: POC non standard, SEDA, SEF e altre operazioni aventi caratteristiche analoghe (si veda il documento di consultazione dell'11 luglio); ii) modifiche al Regolamento Emittenti volte all'attuazione delle disposizioni dell'art. 95 del TUF in tema di prospetti informativi relativi a titoli '*non-equity*'. (si veda il documento di consultazione del 26 luglio); iii) modifiche alla normativa secondaria in attuazione del decreto legislativo 6 settembre 2024, n. 125, che recepisce nell'ordinamento nazionale la CSRD in materia di rendicontazione societaria di sostenibilità (si veda il documento di consultazione del 13 dicembre).

## 1 L'innovazione tecnologica digitale e la risposta regolatoria

Il 2024 ha visto in Europa il consolidamento del quadro regolatorio sulla finanza digitale attraverso l'elaborazione e adozione degli atti delegati accompagnatori del Regolamento (UE) 2022/2554 del 14 dicembre 2022 (Digital Operational Resilience Act - DORA) e del Regolamento (UE) 2023/1114 (Markets in Crypto-Assets Regulation - MiCAR), entrato in vigore il 29 giugno 2023 e la cui disciplina è interamente applicabile a partire dal 30 dicembre 2024. Sono state avviate inoltre diverse iniziative dirette ad assicurare in modo proattivo la coerenza tra gli approcci di vigilanza delle diverse autorità nazionali (si veda anche il capitolo I 'La vigilanza sui mercati').

In questo ambito, le Autorità europee di supervisione (ESAs) hanno iniziato a sviluppare i principali elementi costitutivi per consentire l'avvio della supervisione dei fornitori di servizi terzi critici (CTPP) nel 2025. In assenza di un regime transitorio e stante l'importanza del DORA per affrontare i rischi ICT e *cyber*, il *Joint Committee* delle ESAs ha pubblicato nel mese di dicembre una dichiarazione per richiamare le entità finanziarie ad adottare un approccio solido e strutturato per adempiere ai propri obblighi in modo tempestivo.

Con riguardo al MiCAR, il quadro di riferimento per le cripto-attività non è stato completato a causa della complessità e pervasività della disciplina di secondo livello<sup>31</sup>. L'elaborazione delle proposte normative è stata effettuata dalle ESAs in stretta collaborazione con le autorità nazionali competenti, a seguito di consultazioni e interlocuzioni dirette con i partecipanti ai mercati. È stato così definito con maggiore precisione l'universo delle cripto-attività. Nel dicembre 2024 l'EBA ha fornito criteri indicativi su come distinguere i depositi tokenizzati dai token di moneta elettronica (EMT), mentre l'ESMA ha adottato linee guida sulle condizioni e i criteri per la qualificazione di alcune cripto-attività come strumenti finanziari. Infine, il *Joint Committee* delle ESAs ha pubblicato delle linee guida destinate a facilitare la coerenza nella classificazione normativa delle cripto-attività secondo MiCAR. Sia l'EBA che l'ESMA hanno continuato a monitorare gli sviluppi dei mercati delle cripto-

31 Sono infatti previsti circa 35 diversi mandati per atti delegati, norme tecniche di regolamentazione e norme tecniche di attuazione, alcuni già pubblicati nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea mentre altri ancora a diversi stadi del processo di adozione.

attività pubblicando a dicembre il rapporto congiunto *Recent developments in crypto-assets*.

La CONSOB ha ricoperto un ruolo di primo piano in tali ambiti, detenendo la presidenza del *Digital Finance Standing Committee* dell'ESMA e in virtù della sua partecipazione ai diversi gruppi di lavoro istituiti in seno al *Joint Committee* delle ESAs<sup>32</sup>.

A livello internazionale il FSB ha preparato uno *status-report* per il G20 in cui evidenzia gli sviluppi del mercato delle cripto-attività, ponendo le basi per alcuni lavori futuri in ambiti quali la regolamentazione delle attività transfrontaliere condotte da giurisdizioni *offshore* e le sfide nella supervisione ed *enforcement* delle norme in materia. In linea con le priorità stabilite dal G20 nella *Policy implementation roadmap* del settembre 2023, il FSB e la IOSCO sul finire dell'anno hanno avviato i lavori diretti a verificare l'implementazione delle rispettive raccomandazioni sulla gestione dei rischi associati alle cripto-attività.

La tokenizzazione degli asset finanziari è stata inserita tra le priorità dell'agenda 2024 delle istituzioni internazionali in quanto considerata un fattore chiave di cambiamento nel settore finanziario, anche nell'ottica di agevolare l'accesso a canali di finanziamento per le PMI in modo trasparente ed efficiente. La sua adozione sta seguendo percorsi eterogenei e progredisce a ritmi diversi tra le varie giurisdizioni.

La Commissione europea, in collaborazione con la Banca centrale europea (BCE) e l'ESMA, è stata impegnata nella realizzazione di un *workshop* sulla tokenizzazione degli asset oltreché in studi e rapporti (*Enhancing financial services with permissionless blockchains*). Aspetti chiave sotto la lente della Commissione hanno riguardato le sfide allo sviluppo di mercati secondari e l'interoperabilità tra *blockchain*.

Nel 2024 l'ESMA e le autorità nazionali competenti sono state impegnate nelle istruttorie per il rilascio delle prime autorizzazioni ai sensi del Regolamento (EU) 2022/858 (DLT Pilot Regime)<sup>33</sup>. A livello internazionale si è scelto di adottare una prospettiva di tipo *'wait and see'*, ossia di monitorare il fenomeno in considerazione della sua attuale contenuta diffusione e al contempo di considerare modi per colmare le lacune sui dati e informazioni al riguardo. Nel rapporto di ottobre intitolato *'The financial stability implications of tokenisation'*, il FSB ha sottolineato che, sebbene l'adozione della tokenizzazione sia ancora limitata, essa potrebbe avere implicazioni per la

32 In particolare, con riferimento al mercato primario e alle offerte di cripto-attività, la CONSOB ha partecipato a due gruppi ESMA dedicati alla stesura delle citate linee guida su criteri e condizioni per la qualificazione di un *crypto-asset* come strumento finanziario, nonché alla redazione di un *implementing technical standard* relativo al formato e al contenuto del *white paper*, ai sensi degli artt. 6, 19 e 51 del MiCAR. Entrambi i documenti sono stati pubblicati nel mese di dicembre 2024.

33 A gennaio 2025, l'ESMA ha pubblicato uno *statement*, rivolto ai *crypto-asset service providers* (CASPs), in materia di prestazione di servizi per le cripto-attività in relazione ad *asset-referenced tokens* (ART) ed *e-money tokens* (EMT) non conformi al MiCAR.

stabilità finanziaria qualora dovesse espandersi in modo significativo. I principali ostacoli che impediscono il pieno sviluppo di un mercato per gli asset tokenizzati sono infatti evidenziati nel rapporto dell'OCSE del gennaio 2025 ('*Potential impediments to market development and policy implications*'). In quest'ambito, la IOSCO ha istituito nel marzo 2024, nell'ambito della FinTech Task Force, un gruppo di lavoro dedicato incaricato di monitorare lo stato dello sviluppo della tokenizzazione nei mercati dei capitali al fine di migliorarne la comprensione dei costi, dei benefici e dei rischi per l'integrità del mercato e la protezione degli investitori.

Il settore delle cripto-attività (come definite dal MiCAR) è soggetto anche a presidi antiriciclaggio. A tale riguardo si rammenta che nel 2024 si è concluso l'iter di approvazione delle proposte legislative che compongono il cosiddetto AML Package, presentato dalla Commissione europea nel luglio 2021, tra cui il Regolamento (UE) 2024/1620 del 31 maggio 2024, che istituisce l'Autorità antiriciclaggio europea (AMLA), il Regolamento (UE) 2024/1624 del 31 maggio 2024, relativo alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo, e la Direttiva (UE) 2024/1640 del 31 maggio 2024, concernente i meccanismi che gli Stati membri devono istituire per prevenire l'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo. Il nuovo *rulebook* armonizzato è volto a potenziare l'azione di prevenzione e ad assicurare un quadro fortemente omogeneo dei presidi all'interno dell'Unione, con la principale novità rappresentata dall'istituzione dell'AMLA, con sede a Francoforte e operativa dalla metà del 2025, che agirà nella doppia veste di supervisore sovranazionale e di meccanismo di supporto e coordinamento delle Financial Intelligence Union.

Le tematiche relative all'uso e all'analisi dei dati hanno continuato a essere al centro delle iniziative di *policy*. La crescita esponenziale dei dati, la crescente adozione di sistemi basati su *cloud* e l'innovazione nel calcolo quantistico, hanno reso prioritario per gli *standard setter* la definizione di approcci condivisi a livello internazionale per presidiare la sicurezza informatica. In Europa la Direttiva (UE) 2022/2555 (Network and Information Security - NIS2), il Regolamento DORA e altre nuove normative sulla sicurezza e resilienza informatica hanno già progressivamente introdotto standard di *cybersecurity* più rigorosi per le istituzioni finanziarie, al fine di proteggere i dati sensibili e garantire la continuità operativa in caso di attacchi informatici<sup>34</sup> (si veda anche il capitolo I 'La vigilanza sui mercati').

Le azioni in materia si sono concentrate sulle misure necessarie per colmare le lacune esistenti e per migliorare la condivisione e la qualità dei dati. In Europa, tra le nuove iniziative avviate nel 2024 figura la proposta di regolamento che modifica i regolamenti istitutivi delle ESAs, dell'European

34 Ad esempio, il Regno Unito ha annunciato che presenterà il Cyber Security and Resilience Bill nel 2025 per rafforzare le difese informatiche in settori chiave, incluse infrastrutture e servizi digitali.

Systemic Risk Board (ESRB) e del programma InvestEU. Tale proposta legislativa è intesa a dare impulso allo scambio di dati tra le autorità, con l'obiettivo di un uso più efficiente dei dati nonché del contenimento degli oneri in capo ai soggetti su cui gravano gli obblighi di *reporting*. Nel mese di settembre la Commissione europea ha fornito indicazioni non giuridicamente vincolanti sulle implicazioni pratiche del Data Act, mentre nel dicembre 2024 è stato raggiunto l'accordo politico in seno al Consiglio dell'Unione europea sul Financial Data Access Regulation. La piattaforma di finanza digitale della UE è entrata nella sua seconda fase, che include l'introduzione di un *data hub*, al fine di incoraggiare le autorità di vigilanza e le imprese innovative a collaborare attraverso la condivisione di dati di vigilanza in forma sintetica.

L'ESMA ha rafforzato le sue capacità di gestione dei dati finanziari attraverso iniziative chiave, tra cui lo sviluppo della piattaforma dati ESMA, la creazione dell'European Single Access Point (ESAP), gli studi sulla centralizzazione delle informazioni e l'esplorazione di strumenti di intelligenza artificiale per finalità di monitoraggio diretto a rilevare anomalie e prevenire abusi di mercato.

Per effetto dell'entrata in vigore il 1° agosto 2024 del Regolamento (EU) 2024/1689 (Artificial Intelligence Act), un *unicum* a livello internazionale in materia, sono state avviate diverse iniziative che gli organismi dell'UE dovranno adottare per la sua attuazione. In particolare, la Commissione europea ha pubblicato la bozza di impegni del Patto per l'intelligenza artificiale al fine di anticipare il rispetto dei requisiti per i sistemi ad alto rischio per gli sviluppatori e gli utilizzatori di intelligenza artificiale. Ha inoltre avviato una serie di consultazioni, tra cui si citano la consultazione mirata per raccogliere contributi sull'uso dell'intelligenza artificiale nel settore finanziario nonché quella su un codice di buone pratiche per i fornitori di modelli di intelligenza artificiale di uso generale (GPAI). Inoltre, la Commissione europea ha pubblicato, in collaborazione con i paesi e le parti interessate dello Spazio europeo della ricerca (SER), degli orientamenti per sostenere la comunità scientifica nell'uso responsabile dell'intelligenza artificiale generativa.

Il Consiglio d'Europa ha adottato a Strasburgo la prima convenzione giuridicamente vincolante volta a garantire il rispetto dei diritti umani, della democrazia e dello Stato di diritto nell'utilizzo dei sistemi di intelligenza artificiale nel settore pubblico e privato, firmata anche dalla UE. L'ESMA ha pubblicato nel maggio 2024 le sue prime linee guida formali sull'utilizzo dell'intelligenza artificiale nella fornitura di servizi di investimento al dettaglio, mentre nel febbraio 2025 ha pubblicato uno studio sul grado di adozione, le strategie e l'esposizione di portafoglio dei fondi di investimento UE.

Stante la natura *cross-border* e *cross-sectional* dell'intelligenza artificiale, si sono moltiplicate anche a livello globale le iniziative di approfondimento degli *use-cases*, delle relative vulnerabilità e dei connessi rischi, così come le iniziative di collaborazione e *info-sharing* tra i vari attori coinvolti. L'OCSE ha pubblicato a settembre un rapporto (*Regulatory*

*approaches to artificial intelligence in finance*) che illustra il quadro regolamentare relativo all'intelligenza artificiale nel settore finanziario, sulla base di un'indagine riferita a 49 paesi (sia membri sia non membri dell'Organizzazione) e a novembre un ulteriore rapporto (*'Assessing potential future artificial intelligence risks, benefits and policy imperatives'*) che identifica benefici e rischi principali dell'intelligenza artificiale e le relative priorità di *policy*. Il FSB, in un rapporto di novembre, si è focalizzato sui recenti sviluppi nell'adozione dell'intelligenza artificiale in finanza e sulle potenziali implicazioni per la stabilità finanziaria (*'The financial stability implications of artificial intelligence'*). La IOSCO in collaborazione con il FSB, G7 e altre organizzazioni internazionali ha pubblicato a marzo 2025 un rapporto sui problemi, i rischi e le sfide in tema di intelligenza artificiale con riguardo, tra gli altri, ai profili di confidenzialità dei dati, di rischio di discriminazione algoritmica, concentrazione del mercato, interconnessione delle reti e dipendenza da terze parti. Partendo dalla ricognizione delle iniziative in atto, l'obiettivo della IOSCO è quello di addivenire a un quadro basato su alcuni fondamentali principi di governance. L'intelligenza artificiale era anche al centro del Piano d'azione del G7 sotto la presidenza italiana.

La CONSOB ha contribuito ai lavori sull'intelligenza artificiale in tutti gli ambiti sopra descritti, beneficiando dell'esperienza che sta maturando nell'adeguamento strategico dell'Istituto riguardante l'utilizzo dell'intelligenza artificiale per finalità di vigilanza.

## 2 Il percorso verso una finanza e un'economia sostenibili

Nel 2024, è proseguito il rafforzamento del quadro giuridico europeo in materia di sostenibilità. Il 1° gennaio 2025 è entrato in vigore il Regolamento (UE) 2024/3005 che introduce norme volte a garantire l'integrità e la trasparenza dei rating *enviromental, social and governance* (ESG) nell'UE. Tra le principali disposizioni figurano obblighi di autorizzazione, trasparenza delle metodologie e prevenzione dei conflitti di interesse per i fornitori di rating ESG. La CONSOB ha partecipato ai negoziati insieme alla Banca d'Italia e all'IVASS, sotto il coordinamento del MEF. Nel corso dell'anno è stata altresì condotta in sede ESMA una consultazione pubblica sulla revisione del Regolamento delegato (UE) 447/2012 e dell'Allegato I del Regolamento (CE) n. 1060/2009. Il *'Final Report'*, contenente un *Technical Advice* alla Commissione europea, ha a oggetto modifiche regolamentari di livello 1 e 2, riguardanti le metodologie dei rating del credito e la *disclosure* relativa agli stessi, con l'obiettivo di introdurre disposizioni riferite alla considerazione dei fattori ESG nell'ambito delle valutazioni relative ai rating creditizi.

Nella seconda parte dell'anno, la Commissione europea, tenendo conto delle sfide critiche evidenziate nei Rapporti Letta e Draghi sulle

tematiche di sostenibilità e responsabilità delle imprese UE, ha orientato la nuova agenda strategica verso una maggiore fruibilità, coerenza e proporzionalità del quadro regolamentare, per semplificare e ridurre i connessi oneri amministrativi soprattutto per le piccole imprese e per quelle in transizione verso la sostenibilità, anche in un'ottica di maggiore competitività sul piano internazionale. In tale contesto si inquadrano: i) la potenziale revisione del Regolamento (UE) 2019/2088 (Sustainable Finance Disclosure Regulation – SFDR), relativo all'informativa di sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, in merito al quale il *Joint Committee* delle ESAs, nell'*Opinion* di giugno 2024, ha già formulato indicazioni sulle possibili aree di miglioramento; ii) la proposta *omnibus* del 26 febbraio 2025 di consolidamento e semplificazione della disciplina contenuta nei tre pilastri legislativi principali in cui si articola il *Green Deal* europeo ossia la Tassonomia UE, la Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) e la Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CS3D). Anche l'ESMA si è espressa al riguardo, prefigurando, in una *Opinion* rilasciata a luglio, i possibili miglioramenti di lungo termine potenzialmente apportabili al quadro di riferimento per la finanza sostenibile per facilitare l'accesso degli investitori agli investimenti sostenibili e rafforzare l'efficace funzionamento della catena del valore degli stessi.

La Direttiva (EU) 2024/1760 (CS3D), entrata in vigore il 25 luglio 2024, rappresenta una delle più importanti novità normative a livello europeo per promuovere pratiche aziendali responsabili e sostenibili, introducendo un vero e proprio canone di comportamento delle imprese, inteso quale obiettivo da tenere in considerazione nei processi organizzativi lungo la catena del valore. La CS3D non si applica alle PMI, alle microimprese e al settore finanziario, la cui eventuale inclusione futura è oggetto di una clausola di revisione. In quest'ambito, la CONSOB ha fornito un supporto tecnico al MEF nella fase del trilogico del negoziato sulla proposta di direttiva. A seguito dell'adozione della CS3D, nel mese di ottobre 2024 la CONSOB ha avviato un'interlocuzione con il MEF in merito al recepimento della stessa nell'ordinamento nazionale.

Con riguardo ai nuovi obblighi sul *reporting* di sostenibilità, per i quali è prevista un'implementazione graduale nel periodo 2024-2028 (con applicazione dal 1° gennaio 2024 per le grandi imprese di interesse pubblico già soggette alla Direttiva (UE) 2013/34 - NFRD), la Commissione europea ha pubblicato, il 7 agosto 2024, una serie di chiarimenti sui principi europei di rendicontazione della sostenibilità (European Sustainability Reporting Standards - ESRS), in conformità alla CSRD e al Regolamento delegato (UE) 2023/2772, al fine di agevolarne l'applicazione pratica e promuovere uniformità e comparabilità delle informazioni di sostenibilità a livello europeo.

Il suddetto quadro normativo è stato integrato il 17 dicembre 2024 con la pubblicazione ad opera dell'European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG) dei Voluntary Sustainability Reporting Standard for SMEs

(VSME), un framework volontario e semplificato per la rendicontazione ESG da parte delle micro, piccole e medie imprese che non rientrano nell'ambito di applicazione degli ESRS, mentre sono tuttora in preparazione gli standard obbligatori per le PMI quotate. Le iniziative in parola si inseriscono nel più ampio contesto del pacchetto di misure a favore delle PMI annunciato dalla Commissione europea nel settembre 2023, con l'obiettivo di agevolare l'integrazione delle PMI nei mercati finanziari sostenibili, quale potenziale fattore di incremento della trasparenza, competitività e scalabilità delle medesime.

Con la pubblicazione dei chiarimenti interpretativi sull'applicazione del Regolamento Tassonomia del novembre 2024, la Commissione europea ha altresì fornito indicazioni dettagliate sul contenuto e sulla presentazione delle informazioni relative alla tassonomia ad opera delle imprese finanziarie.

La CONSOB ha collaborato alla predisposizione delle linee guida per le autorità nazionali competenti sull'applicazione delle informazioni sulla sostenibilità, la cui versione finale è stata pubblicata dall'ESMA il 5 luglio 2024. Le linee guida sono state sviluppate in stretta coerenza con quelle preesistenti relative alle informazioni finanziarie (*Guidelines on the Enforcement of Financial Information*), al fine di garantire la connessione tra informazioni finanziarie e di sostenibilità. L'esigenza di una coerenza tra l'informativa sui rischi e le opportunità climatiche riportata nei bilanci e quella presente nella rendicontazione di sostenibilità è ribadita nelle *European Common Enforcement Priorities* pubblicate dall'ESMA il 24 ottobre 2024.

La natura globale del cambiamento climatico impone che gli standard di *reporting* nelle diverse giurisdizioni siano interoperabili, garantendo la comparabilità delle informazioni su base transnazionale e riducendo l'onere di comunicazione per le imprese che operano anche al di fuori dei confini domestici. A maggio 2024, l'EFRAG e la Fondazione IFRS (International Financial Reporting Standard) hanno così elaborato una guida volta a fornire un supporto pratico per le aziende nelle attività necessarie a conformarsi in modo efficiente sia alle norme dell'UE (ESRS) sia a quelle internazionali (ISSB standard) in materia di rendicontazione di sostenibilità.

Nel 2024 le istituzioni europee hanno intensificato l'attenzione sulla necessità di valutare, gestire e monitorare i rischi climatici, riconoscendone il significativo impatto sulla tutela degli investitori, l'integrità dei mercati e sulla stabilità finanziaria.

Il 19 giugno 2024 è stata pubblicata la Direttiva (UE) 2024/1619 (Capital Requirements Directive - CRD VI) sui requisiti patrimoniali degli istituti di credito che contiene, tra l'altro, l'obbligo per le banche europee di elaborare e attuare piani di transizione climatica dettagliati, con obiettivi quantificabili e processi strutturati per monitorare e affrontare adeguatamente i rischi finanziari derivanti dai fattori ESG. Obblighi di elaborazione e attuazione di piani specifici per affrontare i rischi finanziari derivanti dai fattori di

sostenibilità sono stati introdotti anche per le imprese di assicurazione in occasione della revisione della Direttiva 2009/138/EC (Solvency II Directive).

Per rafforzare la capacità dell'UE di fronteggiare le sfide climatiche, la Commissione europea ha promosso una serie di iniziative mirate. Nello specifico, il 12 marzo 2024, ha presentato una comunicazione sulla gestione dei rischi climatici, che evidenzia l'urgenza di affrontare minacce gravi e immediate per i settori economici chiave dell'UE. Il 1° luglio 2024, la Commissione europea ha pubblicato il primo report sul monitoraggio dei rischi climatici per la stabilità finanziaria, che promuove il miglioramento della raccolta e analisi dei dati per monitorare efficacemente questi rischi e rafforzare così la resilienza del sistema finanziario europeo. Un ulteriore contributo significativo è arrivato dall'*European Systemic Risk Board* (ESRB) che, il 28 marzo 2024, ha pubblicato un rapporto sull'integrazione dei rischi climatici nei principi contabili internazionali.

È proseguita la partecipazione della CONSOB a gruppi di lavoro in sede europea nel *Committee of European Auditing Oversight Bodies* (CEAOB) e internazionale (IFIAR). Oltre al *Work Stream* in materia di sostenibilità, i lavori hanno riguardato il controllo di qualità, l'attività di *enforcement* e di *standard setting*. Il CEAOB, in un'ottica di rafforzamento della fiducia nel *reporting* di sostenibilità, ha pubblicato, il 30 settembre 2024, le linee guida finali sull'*Assurance* limitata per il *reporting* ESG. Queste ultime, sviluppate su richiesta della Commissione europea, offrono supporto ai revisori legali e ai fornitori di *assurance* nell'intento di favorire l'adozione di un approccio convergente nello svolgimento degli incarichi di attestazione della conformità nella materia.

La CONSOB, nell'ambito del sottogruppo ristretto *Sustainability Reporting Assurance Work Stream*, ha partecipato all'elaborazione, su specifica richiesta della Commissione europea, delle Linee guida del CEAOB per la *limited assurance* dei report di sostenibilità che potranno essere utilizzate a partire dall'esercizio chiuso al 31 dicembre 2024 e fino all'adozione da parte della Commissione europea dello standard europeo di *assurance*. In tale ambito, la CONSOB ha inoltre partecipato all'elaborazione della risposta del CEAOB alle consultazioni pubblicate dallo IESBA (International Code of Ethics for Professional Accountants) in merito ai nuovi principi internazionali di etica e indipendenza specificamente dedicati alle attività di *assurance* del *reporting* di sostenibilità.

Inoltre, nel luglio 2024, la CONSOB è entrata a far parte del *Consultative Group* del CEAOB, che rappresenta il comitato di supporto al *Chair* con il compito di facilitare il coordinamento e l'efficienza dei lavori.

La CONSOB ha continuato a prestare un impegno attivo nei lavori condotti presso i *fora* europei e internazionali (ESMA, FSB, IOSCO, CEAOB), che hanno contribuito ad arricchire il quadro di riferimento in materia di finanza sostenibile. Numerose sono state le iniziative in sede ESMA in materia di

contrasto ai fenomeni di *greenwashing* tra cui si menzionano: i) le linee guida sulla nomenclatura dei fondi di investimento che utilizzano i termini legati alla sostenibilità, con cui si introducono regole e indicazioni affinché i nomi dei fondi riflettano correttamente le loro politiche di investimento al fine di tutelare gli investitori rispetto a dichiarazioni di sostenibilità infondate o esagerate; ii) il *Final Report on Greenwashing*, elaborato in risposta alla richiesta della Commissione europea, che identifica anche possibili aree di intervento ad opera delle autorità competenti, dell'ESMA e della Commissione europea stessa, per mitigare il rischio di *greenwashing*, a supporto di una informativa sulla sostenibilità chiara, corretta e non fuorviante.

A livello internazionale, il 12 novembre 2024 il FSB ha pubblicato il *2024 progress report on climate-related disclosures*, sulla necessità di armonizzare le normative nazionali e standard internazionali per migliorare la trasparenza e ridurre il rischio di *greenwashing*. Il rapporto raccomanda l'adozione di indicatori chiave di performance (KPIs) uniformi e una supervisione più rigorosa per garantire la credibilità delle informazioni fornite dagli operatori finanziari.

In qualità di membro dell'IFIAR (International Forum of Independent Audit Regulators), la CONSOB partecipa attivamente alla *Technology Task Force* e alla *Sustainability Assurance Task Force*. La prima ha il compito di analizzare, attraverso l'interazione con i principali network della revisione, gli aspetti metodologici e l'implementazione da parte degli stessi di strumenti e tecniche che utilizzano le nuove tecnologie, inclusa l'intelligenza artificiale, mentre la seconda ha l'obiettivo di analizzare i requisiti di *assurance* e i modelli di vigilanza sul *reporting* di sostenibilità nelle differenti giurisdizioni.

A livello internazionale più ampio sono state finalizzate nel 2024 le seguenti ulteriori iniziative importanti: i) la Fondazione IFRS ha pubblicato a maggio l'*Inaugural Jurisdictional Guide* per supportare le giurisdizioni nella definizione dei loro percorsi in vista dell'adozione o altro utilizzo degli standard ISSB, allo scopo di promuovere un'informativa coerente e comparabile a livello globale sul clima e su altre informazioni relative alla sostenibilità per i mercati dei capitali; ii) l'International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB) ha pubblicato a novembre l'International Standard on Sustainability Assurance (ISSA) 5000, applicabile a qualsiasi informazione di sostenibilità indipendentemente dal quadro di rendicontazione adottato e dalla natura del soggetto incaricato dell'attestazione, che rappresenta un passo cruciale verso l'armonizzazione degli standard di *assurance* a livello mondiale. La IOSCO ha espresso il proprio supporto a questa iniziativa, riconoscendo come l'ISSA 5000 soddisfi le sue raccomandazioni chiave per la creazione di un quadro globale efficace per l'*assurance* delle informazioni di sostenibilità; iii) l'International Ethics Standards Board for Accountants (IESBA) ha approvato nel mese di dicembre due serie di standard, a ulteriore sostegno della fiducia del pubblico nella rendicontazione e nell'attestazione della sostenibilità.

Sempre in materia di piani di transizione anche la IOSCO ha pubblicato, il 13 novembre 2024, un rapporto ad opera della *Sustainable Finance Task Force* (STF) dedicato all'informativa sui piani di transizione climatica (*Transition Plans Disclosures*), il quale esplora il ruolo cruciale di quest'informativa ai fini della protezione degli investitori e dell'integrità dei mercati, formulando una serie di raccomandazioni volte a migliorarne l'affidabilità, la trasparenza e la comparabilità.

La CONSOB ha, altresì, partecipato ai lavori IOSCO finalizzati alla pubblicazione di un report sui piani per la transizione climatica. Il report, pubblicato il 14 novembre 2024, suggerisce i cinque elementi più utili delle informazioni sui piani di transizione, ossia i) ambizioni e obiettivi; ii) leve di decarbonizzazione e piano d'azione; iii) governance e supervisione; iv) risorse finanziarie e capitale umano; v) implicazioni finanziarie. Il report prefigura anche una serie di azioni coordinate che la IOSCO e le altre parti interessate (ad esempio l'International Sustainability Standards Board - ISSB) dovranno prendere in considerazione in futuro.<sup>35</sup>

Infine l'Istituto ha partecipato, in qualità di osservatore IOSCO, ai lavori del Transition Implementation Group dell'IFRS Foundation, gruppo che si occupa di supportare l'implementazione degli standard di sostenibilità IFRS S1 e IFRS S2.

### 3 Le iniziative in materia di stabilità finanziaria degli intermediari non bancari

Nel 2024 un tema di particolare rilievo a livello internazionale è stato la gestione e la supervisione dei rischi operativi degli intermediari non bancari, considerata la loro importanza nel sistema finanziario e le crescenti interconnessioni con gli altri intermediari finanziari.

In tale contesto, la Commissione europea, tra maggio e novembre 2024, ha condotto una consultazione su possibili opzioni di *policy* macroprudenziale degli istituti finanziari non bancari a cui hanno dato riscontro, tra gli altri, le European Supervisory Authorities (ESAs) e l'European Systemic Risk Board (ESRB).

Oltre alla risposta alla consultazione della Commissione europea, l'ESMA ha altresì predisposto i documenti di consultazione sulle proposte di *regulatory technical standard* (RTS) ai sensi della Direttiva 2011/61/UE (Alternative Investment Fund Managers Directive - AIFMD 2) concernenti da

<sup>35</sup> In particolare, tali azioni dovranno essere mirate a: i) incoraggiare un'informativa coerente e comparabile a livello globale, promuovendo a livello ISSB l'elaborazione di *educational material* o guide sulla *transition plan disclosure* di cui assicurare l'interoperabilità, ad esempio, con quella dell'EFRAG sulla stessa materia; ii) promuovere l'*assurance* delle informazioni sui piani di transizione mediante i lavori dello IAASB e dello IESBA; iii) migliorare la chiarezza dei framework legali giurisdizionali e della vigilanza; iv) promuovere lo sviluppo di adeguate capacità.

un lato gli strumenti di gestione della liquidità (LMT), dall'altro i requisiti di gestione del rischio dei fondi aperti che concedono prestiti.

La CONSOB ha partecipato ai diversi tavoli europei, con l'obiettivo di rafforzare la consapevolezza della natura complessa ed eterogenea degli intermediari non bancari e degli importanti benefici che questi forniscono al settore dei servizi finanziari e all'economia reale, in linea con le posizioni assunte nel *Non paper* sull'approccio macroprudenziale alla gestione dei rischi nell'*asset management*, redatto insieme alle omologhe autorità di Francia (AMF), Spagna (CNMV) e Austria (FMA).

In quest'ottica, la CONSOB ha partecipato anche ai lavori internazionali volti a contrastare le vulnerabilità strutturali riconducibili ai rischi di liquidità e di leva finanziaria degli intermediari non bancari. In particolare, il Financial Stability Board (FSB), nell'ambito del programma per migliorare la resilienza del settore *non bank financial intermediation* (NBFi), ha condotto approfondimenti sui progressi compiuti dalle varie giurisdizioni nell'elaborazione delle prove di *stress* per i fondi aperti e sulla disponibilità e riutilizzabilità dei dati relativi alla liquidità dei fondi aperti e ai relativi rischi di stabilità finanziaria.

Le sfide legate alla disponibilità e alla qualità dei dati sugli intermediari finanziari non bancari, che ostacolano una compiuta valutazione delle loro vulnerabilità e rischi, sono state affrontate come di consueto dall'ESRB nell'ambito dei lavori diretti alla pubblicazione del '*EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2024*' e dal FSB con riguardo al '*Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2024*' ai quali ha partecipato anche la CONSOB<sup>36</sup>.

## 4 L'importanza dell'alfabetizzazione finanziaria nell'era digitale e sostenibile: evidenze e prospettive

L'alfabetizzazione finanziaria ha rappresentato un tema prioritario nelle agende dei regolatori, alla luce dell'esigenza di interventi mirati a innalzare le competenze e le conoscenze degli individui e a consentire di operare scelte di investimento consapevoli.

36 Nel dicembre 2024 il FSB, nell'ambito di un programma di lavoro olistico che riunisce il Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), il Committee on Payments and Market Infrastructures (CPMI) e l'International Organization of Securities Commissions (IOSCO), ha pubblicato una serie di raccomandazioni per migliorare la gestione della liquidità degli intermediari non bancari in relazione alle richieste di margini per finalità di *clearing* ('*Liquidity Preparedness for Margin and Collateral Calls*'). In seguito, nel gennaio 2025 il BCBS, il CPMI e la IOSCO hanno pubblicato tre rapporti contenenti proposte e pratiche per migliorare la trasparenza, semplificare i processi di marginazione e aumentare la prevedibilità dei requisiti di margine nei mercati centralizzati e non centralizzati. La IOSCO ha altresì posto in consultazione in novembre le proposte di revisione alle raccomandazioni sulla gestione della liquidità del 2018, al fine di rendere operative le raccomandazioni riviste del FSB del dicembre 2023.

Il 20 febbraio 2024, la Commissione europea, in collaborazione con l'Autorità belga per i servizi e i mercati finanziari (FSMA), ha organizzato una conferenza di alto livello sull'alfabetizzazione finanziaria, la resilienza e l'inclusione. Questo evento, che ha visto la partecipazione della CONSOB, ha rappresentato un'opportunità per discutere strategie e condividere buone pratiche volte a migliorare le competenze finanziarie dei cittadini europei, promuovendo una maggiore inclusione finanziaria e preparazione agli *shock* economici.

Inoltre, a maggio 2024, il Consiglio dell'UE ha fornito orientamenti alla Commissione europea e agli Stati membri su come migliorare conoscenza e comprensione della finanza da parte dei cittadini. Da ultimo, la Commissione europea ha inserito l'alfabetizzazione finanziaria tra le priorità della nuova agenda strategica 2024-2029.

Attraverso la consueta partecipazione a *forum* e tavoli internazionali in tema di *financial education* la CONSOB ha fornito il proprio apporto in materia di educazione all'investimento e beneficiato dello scambio di informazioni ed esperienze con altre giurisdizioni.

In ambito IOSCO, la CONSOB ha presieduto il Comitato 8 sui *Retail Investors* (C8), guidando i lavori su alcune delle principali tendenze in atto nel mercato degli investitori al dettaglio. Tra gli altri, nell'ottobre 2024 IOSCO ha pubblicato il report '*Investor education on crypto-assets*', documento che analizza le principali sfide educative e propone strategie per accrescere la consapevolezza degli investitori sui rischi e le opportunità legati alle cripto-attività.

L'UE ha compiuto significativi progressi nell'ambito della *Retail Investment Strategy* (RIS) e, più in generale, della Capital Markets Union (CMU), riconoscendo il ruolo cruciale degli investitori *retail* nei mercati finanziari dell'UE. La RIS mira a rafforzare la fiducia degli investitori al dettaglio nei mercati finanziari, promuovendo una maggiore partecipazione e garantendo una protezione adeguata. Nel 2024 è stato raggiunto l'accordo politico sia a livello di Consiglio dell'UE sia di Parlamento europeo ed è quindi iniziato il trilatero per raggiungere un accordo finale sul testo della relativa Direttiva *Omnibus*. La CONSOB ha partecipato attivamente con le altre autorità di settore alla definizione della posizione italiana, sotto il coordinamento del Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF).

L'Istituto, grazie alla presidenza del C8, ha anche partecipato ai lavori del *Retail Investor Coordination Group* (RICG) di IOSCO. Il RICG, istituito nel 2023, si occupa delle sfide nei mercati digitali per gli investitori *retail*. Nel novembre 2024, ha lanciato la '*Roadmap per la sicurezza online degli investitori retail*', mirata a proteggere da frodi, rischi e disinformazione, con tre obiettivi principali: i) la protezione degli investitori dai rischi legati a tecnologia e *social media*; ii) l'educazione e regolamentazione per aumentare la consapevolezza e

rafforzare le norme; iii) la collaborazione globale con piattaforme digitali per limitare i contenuti dannosi.

Nell'ambito della *Roadmap* la IOSCO ha condotto delle consultazioni riguardanti proposte di *policy* su: *influencers*, ricorso a pratiche di trading imitativo online (*copy, mirror* e *social trading*), utilizzo di pratiche di coinvolgimento digitale (come ad esempio notifiche, *nudge* e *gamification*).

Come di consueto, la CONSOB, anche in qualità di coordinatore della campagna a livello nazionale, ha organizzato nell'ottobre 2024 una serie di eventi nell'ambito della IOSCO World Investor Week.

# X I sistemi informativi

## 1 I profili innovativi

In attuazione del Piano strategico 2022-2024, sono proseguiti nell'anno i lavori volti a potenziare la vigilanza *data driven*, le strategie di *disaster recovery* e di *business continuity*, la modernizzazione delle applicazioni e delle infrastrutture e il potenziamento della *cybersecurity*. Si è perseguito l'approccio SupTech ai fini di sviluppare tecnologie innovative, a supporto delle attività istituzionali, per l'incremento dell'efficacia e dell'efficienza delle attività operative e per la condivisione e l'integrazione dei dati di vigilanza. Tali interventi hanno previsto evoluzioni dei sistemi applicativi in utilizzo, l'aggiornamento del *data warehouse* di Istituto, l'utilizzo di algoritmi di intelligenza artificiale, l'avvio della realizzazione di una piattaforma integrata di *intelligence data lake* e delle strategie di *clouding* con la migrazione del sito istituzionale sul Polo Strategico Nazionale (PSN).

## 2 L'innovazione di processi, sistemi e strumenti

Nel 2024 si è dato avvio allo studio di fattibilità finalizzato alla definizione delle infrastrutture e degli strumenti tecnici necessari alla realizzazione della piattaforma di *intelligence data lake* come base tecnologica per l'applicazione degli algoritmi di intelligenza artificiale (IA) e delle tecniche di *advanced analytics* a supporto delle azioni di vigilanza.

Nello specifico il progresso delle tecnologie di IA Generativa (IAGEN), volte a produrre nuove informazioni e contenuti, rappresenta un elemento di trasformazione per l'Istituto affinché possa cogliere i benefici offerti dalla nuova tecnologia. In tale contesto, la CONSOB sta delineando progressivamente un modello di erogazione e fruizione dei servizi informatici che adottino tecnologie di AI, per operare conformemente al quadro normativo europeo e nazionale.

Nell'anno sono state avviate anche delle sperimentazioni finalizzate all'applicazione delle tecniche di IAGEN a diversi casi d'uso a supporto delle attività istituzionali, nonché collaborazioni in gruppi di lavoro sia a livello nazionale sia a livello europeo per la definizione di ulteriori casi d'uso in diversi ambiti istituzionali di interesse, tra i quali rilevano il contrasto ai fenomeni di

*greenwashing*, l'utilizzo di *software* di *intelligent crawler* e i processi di anonimizzazione.

Nel 2024 è entrato in uso anche il sistema, basato su tecniche di IA, preposto all'individuazione di comportamenti anomali da parte degli investitori a supporto dell'attività di vigilanza.

Il processo di pianificazione delle esigenze informatiche è stato rivisto nel corso dell'anno, nell'ambito della più ampia revisione della programmazione delle attività dell'Istituto e sono stati individuati i progetti informatici da avviare in futuro, in base a criteri legati al valore, al rischio, alle risorse da allocare e alla scadenza (dando priorità a iniziative inderogabili).

Da ultimo, si rappresenta che, data la facilità di accesso alle tecnologie di IAGEN, la CONSOB ha adottato una formale 'disposizione per l'utilizzo dell'Intelligenza Artificiale Generativa'.

### 3 L'aggiornamento e la protezione dei sistemi informativi

Al fine di implementare le disposizioni del DORA sono state avviate le attività per la raccolta del registro delle informazioni relative ai contratti ICT delle entità finanziarie vigilate. Il sistema diverrà operativo nel 2025.

Sono stati ultimati e resi operativi quattro sistemi informatici relativi a: i) la raccolta e gestione della documentazione pubblicitaria (ai sensi dei Regolamenti UE 2017/1129 e 2017/1131); ii) la ricezione e gestione delle informazioni relative ai portali di *crowdfunding*; iii) la registrazione e il rilascio delle credenziali ai soggetti esterni (che sarà direttamente utilizzabile via internet dai soggetti che devono assolvere adempimenti nei confronti della CONSOB); progressivamente saranno adeguati tutte le soluzioni di comunicazione e deposito di obblighi informativi da parte dei soggetti vigilati, al fine di integrarli con tale nuovo sistema iv) la gestione delle autorizzazioni finalizzate al controllo degli accessi ai sistemi informativi dell'Istituto.

Nell'anno è stato altresì aggiornato il sito internet dell'Istituto ed è stata completata la migrazione dello stesso al cloud del Polo Strategico Nazionale. Tale processo ha interessato anche alcune applicazioni ancillari, mentre per ulteriori applicativi dell'Istituto è stato avviato uno studio volto a definire un piano di adeguamento informatico necessario ai fini della successiva migrazione al *cloud*.

L'applicazione web per l'acquisizione delle segnalazioni di ordini e operazioni sospette (STOR) è stata ampliata con l'inclusione di un meccanismo di *scoring* e *triage* delle segnalazioni.

Nell'ambito delle interoperabilità tra la CONSOB e i soggetti vigilati, nonché con l'ESMA e la Banca d'Italia, è in via di adozione il nuovo *software* a supporto del trasferimento dei file basato su tecnologie più evolute.

È proseguito l'ammodernamento dei *server* e delle infrastrutture di rete, nonché gli aggiornamenti dei sistemi di memorizzazione di dati. Nello specifico, sono state potenziate le infrastrutture del sito di *disaster recovery*, con la messa in sicurezza dei dati presenti sui database istituzionali, nonché avviate iniziative di rafforzamento dei presidi di protezione dei sistemi informativi.

L'incremento del volume di attacchi *cyber* indirizzati ai danni delle infrastrutture pubbliche e private, registrato a livello mondiale, ha riguardato anche la CONSOB, facendo registrare oltre 2,5 milioni di casi. Nel corso dell'anno, quindi, sono state potenziate le dotazioni informatiche a protezione del sito istituzionale. Tali interventi hanno permesso di bloccare ripetuti e violenti attacchi informatici condotti da parte di *threat actor filorussi*, a fronte dei quali non sono stati registrati impatti significativi.

Nell'anno sono state svolte anche attività straordinarie di revisione e aggiornamento del sistema di gestione della sicurezza delle informazioni dell'Istituto con particolare riferimento a processi e procedure di rilevazione e contenimento degli incidenti di sicurezza informatica.

È stata avviata, altresì, una campagna di *hacking* etico, basata sull'utilizzo di tecniche di 'pirateria informatica' da parte di soggetti legittimati nel tentativo di scoprire, comprendere e gestire le vulnerabilità della sicurezza nei sistemi informatici di Istituto coinvolti nel percorso di migrazione in *cloud* sul PSN.

## 1 I profili innovativi

La riforma organizzativa, attuata nel 2024, ha visto nel rafforzamento della gestione e della valorizzazione del personale una delle direttrici fondamentali.

In tale prospettiva, le funzioni connesse alla gestione delle risorse umane sono state assegnate a una nuova Divisione, assumendo così un ruolo autonomo rispetto al precedente assetto organizzativo, che vedeva tali funzioni e quelle connesse alla gestione finanziaria incardinate nella medesima Divisione.

All'interno della nuova Divisione sono stati ridefiniti i compiti del precedente 'Ufficio Gestione e Formazione Risorse', ridenominato 'Ufficio Sviluppo delle Professionalità, Gestione e Formazione del Personale', ponendo particolare attenzione allo sviluppo del personale, da realizzare anche mediante l'individuazione di percorsi professionali di crescita e di formazione coerenti con le caratteristiche di ciascun dipendente.

La volontà è stata, quindi, di introdurre una dimensione aggiuntiva nella gestione del personale tesa ad accrescere, affinare e valorizzare nel continuo le competenze, le conoscenze e le capacità individuali all'interno del contesto lavorativo – attraverso sistemi di *job* e *gap analysis* e diversificazione delle esperienze – al fine di rendere il personale maggiormente preparato a rispondere alle sfide presenti e future, garantendo al contempo una crescita professionale in linea con le aspirazioni individuali.

È stato inoltre istituito il nuovo Ufficio Organizzazione con la finalità di gestire nel continuo tutti gli aspetti relativi all'organizzazione interna, compresi il dimensionamento delle unità organizzative, il monitoraggio dell'efficacia dei processi e delle soluzioni organizzative adottate, in modo da ridurre i tempi di risposta al mutare degli scenari di riferimento.

In concomitanza con l'avvio della riforma organizzativa, è stata attuata la rotazione degli incarichi dirigenziali, in linea con quanto previsto dall'art. 68 della Parte I del Regolamento del personale della CONSOB vigente dal 1° luglio 2021.

In particolare, per l'attribuzione degli incarichi di responsabile dei nuovi uffici o di quelli significativamente modificati in base alla riforma organizzativa è stato fatto ricorso all'istituto della *vacancy* interna.

In occasione della riforma organizzativa sono state condotte, in parallelo, 20 procedure di *vacancy*, prevalentemente concluse nel mese di dicembre 2024, che hanno visto la presentazione di un elevato numero di candidature, pari a 127, e hanno richiesto un importante impegno da parte della dirigenza della CONSOB al fine di assicurare il corretto svolgimento in tempi contenuti. L'utilizzo di tale strumento ha rappresentato per i dipendenti un'importante occasione di partecipazione trasparente al processo di nomina dei responsabili delle unità organizzative di secondo livello e ha portato all'attribuzione di un primo incarico dirigenziale a dieci dipendenti.

Nel corso del 2025 verrà avviata una seconda fase di *vacancy* funzionale alla rotazione degli incarichi di responsabile di ufficio ricoperti da un numero di anni maggiore di sei e proseguiranno le attività connesse all'attuazione della riforma organizzativa. In particolare, saranno portate a compimento le attività di revisione del Manuale della struttura e della mappatura dei processi.

Si segnala che, trascorso un anno dall'operatività della nuova struttura, potranno essere valutati gli effetti della riforma e, in particolare, la misurazione del raggiungimento degli obiettivi di efficientamento che l'hanno ispirata; ciò al fine di individuare eventuali necessità di miglioramenti organizzativi e di dimensionamento delle unità organizzative. L'Ufficio Organizzazione, inoltre, svolgerà una costante azione di monitoraggio delle evoluzioni normative e dei mercati, al fine di intercettare per tempo necessità di adeguamento della struttura alle nuove sfide.

## 2 L'organizzazione interna

Ad esito della riforma organizzativa, la struttura della CONSOB è attualmente composta da: Direzione Generale, articolata in tre uffici; Segretariato Generale; sei servizi; la Consulenza Legale, articolata in quattro uffici e dieci divisioni che sono strutturate complessivamente in 36 uffici (Tav. aXI.1).

Il nuovo assetto organizzativo, che prevede un sistema di controllo improntato al modello delle tre linee di difesa, presenta numerose innovazioni rispetto alla struttura organizzativa precedente. Si rappresentano di seguito le principali modifiche.

All'interno della Direzione Generale sono stati istituiti tre nuovi uffici, per presidiare in modo organico attività di natura trasversale, fornendo strumenti per monitorare e garantire il perseguimento di obiettivi di efficienza. Più precisamente, l'Ufficio Metodologie e Policies ha l'obiettivo di definire e

aggiornare le *policies* in una prospettiva di *risk-based supervision*, verificando periodicamente la robustezza dei modelli di vigilanza *risk-based*. L'Ufficio Analisi e Gestione del Rischio è preposto a identificare, valutare e gestire i rischi cui è esposta la CONSOB, monitorandone le variabili significative e definendo il framework di gestione del rischio. L'Ufficio Controllo di Gestione e Pianificazione definisce i modelli e i contenuti del sistema di controllo di gestione, curandone il funzionamento e gli esiti e coordina i Piani operativi, verificandone la coerenza con il Piano strategico e monitorandone periodicamente lo stato di avanzamento.

Al Segretariato Generale sono stati attribuite in via diretta, fra gli altri compiti, le competenze relative ai rapporti con il Parlamento e con gli organi di Governo.

Nel nuovo assetto organizzativo gli uffici non coordinati sono stati ridenominati 'servizi'. Fra questi, si segnala l'istituzione del Servizio Compliance, funzione di controllo indipendente per il presidio del rischio di non conformità alle norme, inclusi gli adempimenti in materia di anticorruzione e *privacy* che, in base alla normativa di riferimento, devono essere svolti da strutture dotate di autonomia e indipendenza, oltreché di adeguate risorse. Al Servizio è attribuito il compito, fra l'altro, di assicurare lo svolgimento delle funzioni del Responsabile della prevenzione della corruzione e della trasparenza e del Responsabile per la protezione dei dati personali della CONSOB.

Come anticipato nei precedenti capitoli, la riforma ha comportato numerosi altri interventi organizzativi.

In particolare, è stata istituita la nuova Divisione Vigilanza Emittenti che ha accorpato le precedenti Divisione Informazione Emittenti e Divisione Corporate Governance (ad eccezione delle attribuzioni in materia di revisione contabile). Questa impostazione ha l'obiettivo conseguire una visione integrata dei singoli emittenti, riducendo la necessità di continui momenti di coordinamento inter-divisionale e consentendo una gestione più efficiente delle risorse. All'interno della nuova Divisione sono state aggregate in un unico Ufficio Prospetti le competenze prima ripartite fra quattro uffici, realizzando una centralizzazione delle attività in linea con le modalità operative degli emittenti, cui viene offerto un unico interlocutore. Al medesimo Ufficio Prospetti è stata inoltre attribuita la vigilanza sui processi di cartolarizzazione e, per i profili di competenza della CONSOB, sulle emissioni di cripto-attività.

È stata inoltre istituita la nuova Divisione Vigilanza Società di Revisione che consente di esercitare più efficacemente le competenze su una distinta categoria professionale, la cui attività è disciplinata da un corpo di principi tecnici (organizzativi e professionali) a sé stante. L'istituzione della nuova struttura rappresenta altresì un punto di riferimento più chiaro per l'esterno, in linea con quanto avviene nella quasi totalità dei paesi dell'Unione europea, nel Regno Unito e negli Stati Uniti, nei quali la vigilanza sui revisori è

assegnata a soggetti autonomi. L'articolazione della Divisione in due uffici consente di tenere distinti lo svolgimento di istruttorie di *enforcement* e i controlli – di vigilanza preventiva – sulla qualità dell'organizzazione e dell'attività di revisione legale.

La riorganizzazione ha visto altresì l'istituzione della nuova Divisione Intermediari e Protezione dell'Investitore che ha accorpato la Divisione Intermediari e una parte della Divisione Tutela del Consumatore. La nuova divisione consente una visione unitaria dell'attività di tutela dell'investitore sia nel momento del rapporto con gli intermediari sia in quello patologico, così come riflesso nell'invio di esposti alla CONSOB. All'interno della Divisione, sono state concentrate in due uffici le competenze in materia di vigilanza sulla prestazione di servizi di investimento da parte, rispettivamente, di banche e di Sim (nonché imprese di investimento), in precedenza ripartite fra tre uffici a seconda che fosse prevalente o meno il canale distributivo dell'offerta fuori sede: ciò favorisce un approccio unitario per soggetti e riduce la necessità di momenti di coordinamento. Nell'Ufficio competente per le imprese di investimento sono confluite anche le competenze di autorizzazione e di vigilanza nei confronti sia dei fornitori di servizi di *crowdfunding* sia dei prestatori di servizi per cripto-attività.

Va poi segnalato l'ampliamento delle competenze della Divisione Ispettorato, estese alla vigilanza sui fenomeni di abusivismo, a seguito dell'inquadramento al suo interno dell'Ufficio Vigilanza sui Fenomeni Abusivi. In tale ufficio è stato unificato un processo in precedenza ripartito fra due Divisioni (ossia l'accertamento presso la Divisione Ispettorato e l'*enforcement* presso la Divisione Tutela del Consumatore), con una soluzione organizzativa che ha consentito di consolidare in un'unica struttura le attività investigative e ispettive di contrasto agli abusivismi, riducendo la necessità di continui momenti di interazione e coordinamento inter-divisionale, con conseguente recupero di efficienza.

L'istituzione della nuova Divisione Studi e Regolamentazione (che ha accorpato le precedenti Divisione Strategie Regolamentari e Divisione Studi, fatta eccezione per le attività di pianificazione e di gestione della biblioteca) consente di creare sinergie tra l'attività di studio e ricerca e quella di regolamentazione. All'interno della nuova divisione, è intervenuta la trasformazione del precedente Ufficio Statistiche nel nuovo Ufficio Data Governance con l'obiettivo di perseguire il governo dell'ingente mole di dati che costituiscono il patrimonio informativo dell'Istituto, assicurandone la qualità e la fruibilità per tutte le finalità della CONSOB (studi, analisi d'impatto, strategie regolamentari e vigilanza *data driven*).

È stata poi istituita la nuova Divisione Comunicazione, incaricata di sviluppare e attuare una strategia complessiva di comunicazione, nonché di rappresentare un centro unico di aggregazione delle competenze in materia di comunicazione istituzionale verso l'esterno – attraverso l'istituzione del nuovo Ufficio Internet e Social Media – e di realizzazione di iniziative per

l'accrescimento della cultura finanziaria dei risparmiatori – mediante l'istituzione dell'Ufficio Educazione Finanziaria.

Nel nuovo assetto organizzativo è stata confermata la presenza di una Divisione preposta all'informatica, nella nuova denominazione di Divisione Informatica e Intelligenza Artificiale, alle cui competenze è stato aggiunto lo sviluppo di soluzioni di intelligenza artificiale che saranno curate da un ufficio appositamente costituito.

Come già accennato, le competenze della precedente Divisione Amministrazione sono state ripartite fra due divisioni di nuova istituzione: la Divisione Risorse Umane e la Divisione Finanza e Amministrazione. Tale soluzione organizzativa ha attribuito un ruolo autonomo alla gestione delle risorse umane integrando nella Divisione Risorse Umane gli aspetti di gestione del personale a quelli di organizzazione. Nella nuova Divisione Finanza e Amministrazione si concentrano, invece, oltre alle precedenti competenze di natura amministrativa, le attività in materia di bilancio e regime contributivo (in precedenza gestite dall'Ufficio di Pianificazione Finanziaria, esterno alla Divisione), unificando così la gestione di tutto il ciclo contabile attivo e passivo. Tale approccio integrato favorisce il pieno governo delle risorse economico-finanziarie, che vengono integrate e coordinate in maniera accentrata e sinergica.

Nel 2024 sono stati nominati due Funzionari generali (il dott. Aldo Magnoni e la dott.ssa Guglielmina Onofri), ai quali sono stati conferiti specifici compiti di indirizzo e funzioni, rispettivamente, per l'attuazione della riforma organizzativa e in materia di finanza sostenibile, a ulteriore conferma della specifica attenzione e investimento della Commissione su tali ambiti.

### 3 La gestione delle risorse umane e la formazione

Nel 2024 sono stati avviati due concorsi pubblici per l'assunzione di personale di ruolo con profilo informatico e una selezione pubblica finalizzata all'assunzione di un giornalista con contratto di lavoro subordinato a tempo determinato.

Tali concorsi sono finalizzati al reperimento di risorse per il potenziamento del settore informatico, alla luce sia dell'aggiornamento e ammodernamento dei sistemi informatici dell'Istituto attualmente in corso, interessati tra l'altro da un progressivo passaggio alle infrastrutture di *cloud* rese disponibili dal Polo Strategico Nazionale, sia delle necessità connesse al crescente utilizzo di nuove tecnologie in ambiti di vigilanza, tra le quali i sistemi di intelligenza artificiale generativa.

Con riferimento, invece, alla selezione pubblica di una risorsa laureata, iscritta all'Albo dei giornalisti professionisti, da assumere con contratto di lavoro a tempo determinato con inquadramento nel segmento

professionale di Consigliere dell'Area Manageriale e Alte Professionalità, la stessa è destinata al potenziamento di un settore dell'Istituto al quale è stata riconosciuta particolare importanza, anche a seguito della Riforma organizzativa, con la costituzione della Divisione Comunicazione.

Nel 2024 sono state effettuate 20 assunzioni mediante scorrimento di cinque graduatorie relative a concorsi (per profili STEM, informatico, giuridico, economico e amministrativo) conclusi nell'anno 2023, al fine di potenziare la struttura e per reintegrare risorse dimissionarie ovvero in uscita per quiescenza.

Il personale conta anche sei distaccati presso altre amministrazioni nazionali e internazionali quali il MEF, il Parlamento italiano, la Commissione europea e l'ESMA (Tav. aXI.2 - Tav. aXI.3).

Al fine di massimizzare la valorizzazione del capitale umano, l'attività di formazione è stata decisamente incrementata rispetto al passato e ha riguardato anche settori innovativi. Il numero di ore di formazione erogate (19 mila) ha infatti registrato un incremento di oltre il 90% rispetto al 2023. In questo ambito nell'anno è stato avviato un nuovo ciclo quadriennale di corsi per il miglioramento delle competenze e conoscenze della lingua inglese, mettendo a disposizione del personale una piattaforma interattiva e corsi strutturati – diversamente dal passato – in forma modulare (*general english* e *workshop* tematici) e interamente in modalità online.

Tra le tematiche tecnico-specialistiche, la sostenibilità è stata approfondita soprattutto grazie alla partecipazione al progetto coordinato dall'ESMA con la creazione di un portale dedicato e aperto a tutte le autorità nazionali competenti. A fine 2024 è stata, poi, finalizzata una convenzione con la Banca d'Italia che consentirà interscambi formativi tra i due Organismi e darà accesso ai dipendenti della CONSOB a iniziative formative selezionate promosse dall'Istituto centrale. Nell'anno sono state condivise iniziative formative con l'IVASS che hanno visto partecipare dipendenti della CONSOB sia come relatori sia come discenti.

Nella prima parte dell'anno è proseguita l'erogazione di corsi interni inclusi nel programma dedicato ai nuovi assunti al fine di accompagnarli verso una piena assunzione di funzioni nel proprio ambito lavorativo. A tali attività si è affiancata una quota consistente di attività esterne tese al soddisfacimento di esigenze formative individuali dei dipendenti.

Sono, inoltre, proseguiti tre filoni di attività attivi da alcuni anni: la formazione sulle *soft skills*, la formazione informatica di base e avanzata e i corsi finalizzati a omogenizzare le competenze di giuristi ed economisti.

# La gestione delle risorse XII economico-finanziarie

## 1 I profili innovativi

Nel 2024, ad esito della riforma organizzativa, le funzioni connesse alla gestione finanziaria e all'acquisizione e gestione di beni e servizi hanno assunto un ruolo autonomo essendo incardinate in una apposita Divisione a essi dedicata.

Nell'anno sono state avviate iniziative innovative con l'obiettivo di realizzare opere di miglioramento strutturale ed energetico dell'edificio che ospita la sede CONSOB di Roma. Tali iniziative sono state conseguite tramite la sottoscrizione di una Convenzione trilaterale con l'Agenzia del Demanio, in base alla quale CONSOB e AGCM, entrambe proprietarie dell'immobile che ospita i rispettivi uffici, hanno conferito alla suddetta Agenzia – in qualità di Centrale di Committenza qualificata – l'incarico di svolgimento delle procedure per la verifica di vulnerabilità sismica dell'immobile e per la completa sostituzione degli elementi che costituiscono la facciata dello stesso.

L'intervento strategico realizzato, oltre a valorizzare il patrimonio immobiliare della CONSOB, è finalizzato a consentire un significativo efficientamento energetico dell'edificio, che genererà risparmi negli anni successivi all'ultimazione dei lavori. Si sottolinea che, grazie alle iniziative di risparmio energetico adottate negli ultimi anni, la CONSOB ha registrato nel 2024 il valore più basso di consumi di tutti gli esercizi precedenti.

Sempre nell'ambito della collaborazione intrapresa con l'AGCM è stato avviato il progetto di riqualificazione di alcuni ambienti comuni al fine di realizzare uno spazio condiviso con sale polifunzionali per lo svolgimento di attività formative, istituzionali e divulgative in locali attualmente inutilizzati.

## 2 La gestione finanziaria

La spesa complessiva dell'Istituto per l'esercizio 2024, stimata a preconsuntivo (184,4 milioni di euro), presenta un decremento di 2,2 milioni di euro rispetto al dato del consuntivo 2023 (Tav. aXII.1).

In particolare, la spesa corrente (179,2 milioni di euro) diminuisce di 5,7 milioni di euro, mentre la spesa in conto capitale (5,2 milioni di euro) è in

aumento di 3,5 milioni. Il calo della spesa corrente è principalmente dovuto alla sostanziale riduzione degli accantonamenti, mentre l'incremento della spesa in conto capitale è da ricondurre alle acquisizioni di prodotti *hardware* e *software* e agli interventi di manutenzione straordinaria delle sedi di Roma e Milano.

Le entrate complessive (comprensive dell'avanzo di amministrazione 2023) sono risultate pari a 187,5 milioni di euro, di cui 153,7 milioni (82,0%) per entrate da contributi di vigilanza, 30,8 milioni (18,0%) per entrate diverse (essenzialmente interessi attivi e proventi finanziari, utilizzo fondi ripristino immobilizzazioni, sanzioni amministrative pecuniarie riscosse per la violazione delle norme che disciplinano le attività della parte II del TUF - Disciplina degli intermediari - e somme liquidate a favore dell'Istituto da provvedimenti giudiziari) e per l'utilizzo del Fondo per la tutela stragiudiziale dei risparmiatori e degli investitori e del Fondo oneri per rinnovi contrattuali. Si aggiungono, per 0,2 milioni di euro, i trasferimenti 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 e 0,3 milioni di euro per il finanziamento rinveniente dal Fondo per la gestione della cybersicurezza, (la distribuzione delle entrate contributive tra le varie categorie di soggetti vigilanti è riportata nella Tav. aXII.2).

### 3 L'acquisizione e la gestione di beni e servizi

In quanto stazione appaltante 'qualificata' – ai sensi dell'art. 63 del decreto legislativo 31 marzo 2023, n. 36 (Codice dei Contratti Pubblici) – la CONSOB ha potuto esperire nel 2024 procedure di affidamento di appalti e concessioni di diverse tipologie.

In particolare, detta qualificazione, conseguita nel 2023 e con validità fino a luglio 2025, ha consentito di affidare lavori di livello cosiddetto 'L2' (ossia fino alla soglia di rilevanza comunitaria, oggi pari a 5,538 milioni di euro definita anche 'qualificazione intermedia' o di 'secondo livello'), nonché servizi e forniture di livello cosiddetto 'SF1' (ossia senza limiti di importo, definita anche 'qualificazione avanzata' o di 'terzo livello').

Le oltre 130 procedure acquisitive esperite dalla CONSOB nel 2024 sono state condotte per il tramite delle apposite piattaforme telematiche di approvvigionamento certificate dall'Autorità Nazionale Anticorruzione (ANAC), nello specifico tramite il Mercato elettronico della pubblica amministrazione (MEPA), l'Application Service Provider (ASP) e il TuttoGare, in ottemperanza agli obblighi di digitalizzazione posti dal citato Codice dei Contratti Pubblici (artt. 19 e seguenti). L'impiego delle piattaforme ha riguardato tanto la fase procedurale quanto la stipula dei relativi contratti.

È proseguita la collaborazione con la Banca d'Italia e le altre Autorità (AGCM, ANAC, IVASS e ACN) aderenti al protocollo d'intesa per la gestione in comune delle procedure di appalto congiunto. In tale ambito sono state esperite quattro procedure di gara congiunte che hanno permesso di conseguire risparmi significativi, sia in termini economici (sui prezzi di aggiudicazione) sia in termini di minori costi amministrativi (grazie alla gestione accentrata propria degli appalti congiunti). Nello specifico, si è trattato di: i) una procedura aperta per l'affidamento dei servizi di indagini statistiche campionarie per le esigenze della Banca d'Italia e della CONSOB; ii) una procedura aperta per l'affidamento del servizio di gestione del piano di *flexible benefit* riservato al personale della Banca d'Italia, della CONSOB e dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato; iii) una procedura aperta per l'affidamento dei servizi di formazione linguistica (*general english*) per le esigenze della Banca d'Italia, della CONSOB e dell'ACN; iv) una procedura aperta per l'acquisizione di licenze *software* Liferay per la Banca d'Italia, l'IVASS e la CONSOB.

È stato, inoltre, definito il progetto di integrale sostituzione degli impianti elevatori della sede di Roma, necessario al fine di migliorare la sicurezza e l'efficienza degli spostamenti all'interno della sede stessa.

# XIII I controlli giurisdizionali sull'attività della CONSOB

## 1 Il contenzioso sui provvedimenti di vigilanza

Nel 2024, il numero delle impugnazioni di provvedimenti dell'Istituto ha registrato un sensibile aumento rispetto al 2023; particolarmente significativo è stato l'incremento dei giudizi di opposizione avverso sanzioni amministrative irrogate dalla CONSOB nelle materie di competenza (Tav. aXIII.1).

Nella materia degli abusi di mercato, la Corte di Cassazione ha confermato la potestà sanzionatoria della CONSOB anche con riguardo a condotte illecite aventi ad oggetto strumenti finanziari negoziati su un mercato europeo (nella specie, francese). La Corte ha precisato che l'art. 182 del TUF – nello stabilire che le disposizioni degli artt. 184, 185, 187-bis e 187-ter si applicano ai fatti concernenti gli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione italiano o di altro paese dell'Unione europea – *«ancora la competenza della Consob, quale Autorità di vigilanza italiana in materia, al fatto, da intendersi come condotta punibile, commesso in Italia, anche se avente ad oggetto strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in altro Paese dell'Unione europea»*; ciò in piena coerenza con la regola posta in materia di illeciti amministrativi dalla legge 689/1981, nonché dal Regolamento UE n. 596/2014 sugli abusi di mercato (art. 22), che prevede la presenza in ogni Stato membro di un'Autorità amministrativa di vigilanza cui è assegnato il compito di assicurare l'applicazione delle disposizioni regolamentari *«per quanto riguarda tutte le attività svolte sul proprio territorio»*.

Lo stesso principio è stato affermato dalla Suprema Corte – che ha cassato la sentenza di merito sul punto sfavorevole alla CONSOB – a proposito della responsabilità dell'ente ai sensi dell'art. 187-quinquies del TUF, sussistente anche *«nel caso in cui l'illecito di utilizzo abusivo di informazione privilegiata abbia riguardato strumenti finanziari oggetto di negoziazione esclusivamente in un mercato regolamentato non operante in Italia, ma in altro Paese dell'Unione europea»*, in quanto *«l'art. 187-quinquies copre tutte le condotte punibili ai sensi dell'art. 187 bis»* del TUF e tale disposizione è applicabile ai fatti concernenti gli strumenti finanziari negoziabili in mercati regolamentati sia italiani che di altri paesi europei.

Le Corti d'Appello di Bologna e Milano, chiamate a pronunciarsi su illeciti di manipolazione informativa del mercato commessi attraverso la pubblicazione di notizie false e fuorvianti contenute nei documenti contabili e nelle pertinenti relazioni delle società di revisione e del collegio sindacale di un emittente di titoli negoziati su un sistema multilaterale di negoziazione, hanno confermato la responsabilità dei membri del consiglio di amministrazione e del direttore finanziario della società emittente. Sono state invece annullate le sanzioni applicate ai sindaci, essendo stata esclusa la loro responsabilità concorrente nell'illecito amministrativo degli amministratori; quanto ai revisori, non sono stati destinatari di sanzioni, l'uno in applicazione del principio del *ne bis in idem*, essendo divenuta definitiva la sentenza di patteggiamento già resa nei suoi confronti per gli stessi fatti, e l'altro per ritenuto difetto di prova in ordine al «*coefficiente psichico (coscienza e volontà), necessario a fondare la responsabilità personale*» del trasgressore. Le suddette Corti hanno altresì affermato la natura istantanea degli illeciti manipolativi esaminati, per l'effetto ritenendo maturata la prescrizione per quelli commessi oltre cinque anni prima della notifica delle contestazioni. Tutte le statuizioni sfavorevoli sono state impugnate dalla CONSOB dinnanzi alla Corte di Cassazione.

Le Corti d'Appello di Firenze e Trento, richiamati gli orientamenti assunti dalla giurisprudenza di legittimità a proposito della nozione di 'informazione privilegiata', hanno rimarcato come in essa rientrano anche le informazioni acquisite nelle tappe intermedie del processo che porta alla determinazione della circostanza o dell'evento futuro che incide sul prezzo degli strumenti finanziari e sulle decisioni di un 'investitore ragionevole', dunque non solo le informazioni relative a eventi *price sensitive* già accaduti, ma anche quelle relative a eventi 'ragionevolmente prevedibili nel futuro', a condizione che si tratti di informazioni 'precise' cioè sufficientemente specifiche da permettere di trarre conclusioni sul possibile effetto dell'evento pronosticato sui prezzi. La Corte ha quindi osservato che l'annuncio, da parte dell'emittente, dell'avvio di uno studio di un possibile rafforzamento della partecipazione azionaria da parte del patto di sindacato dell'emittente stesso costituisca informazione privilegiata, trattandosi della prima tappa del processo di realizzazione dell'evento pronosticato, e ciò sebbene non sia certo che quest'ultimo poi effettivamente si realizzi.

Sempre nell'ambito degli illeciti di *market abuse*, la Corte di Appello di Bologna ha accertato la sussistenza di un illecito di manipolazione operativa del mercato integrato attraverso l'adozione di una strategia operativa, sistematicamente reiterata, su una pluralità di titoli, riconducibile a una combinazione delle prassi manipolative definite dal Regolamento (UE) n. 596/2014 come '*layering and spoofing*' e '*placing orders with no intention of executing them*' e caratterizzata dall'inserimento di plurime proposte di negoziazione a livelli di prezzo tali da indurre altri investitori a inserire altre proposte di negoziazione migliorative dei primi livelli di prezzo, per poi concludere contratti sul lato opposto del *book* e cancellare le proposte

inizialmente inserite e non destinate all'esecuzione. In relazione a tale strategia, la Corte ha rammentato che ai fini dell'integrazione dell'illecito non occorre un significativo impatto manipolativo del mercato, essendo, al contrario, sufficiente porre in essere operazioni od ordini di compravendita che forniscano o è probabile che forniscano indicazioni false o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di strumenti finanziari.

Con tre pronunce in materia di abusi di mercato, la Corte d'Appello di Torino ha definito in sede di rinvio altrettanti giudizi di opposizione, riassunti a seguito delle pronunce con cui la Corte di Cassazione aveva annullato le sentenze precedentemente rese dalla stessa Corte torinese, la quale aveva accolto i ricorsi proposti dai soggetti sanzionati per la ritenuta insufficienza degli elementi presuntivi allegati dalla CONSOB. In conformità al principio di diritto enunciato nelle suddette pronunce della Cassazione, di cui si è dato conto nella Relazione Annuale relativa all'anno 2023, il giudice del rinvio ha sottoposto a nuova valutazione *«l'ampio panorama indiziario offerto dalla Consob»*, questa volta confermando la sussistenza degli illeciti di insider trading, comunicazione di informazioni privilegiate e raccomandazione di investimento, sanzionati con la delibera opposta. Il Giudice del rinvio ha anche confermato la gravità delle violazioni accertate dalla CONSOB, evidenziando in particolare la potenziale offensività della condotta di comunicazione dell'informazione privilegiata, in quanto rivolta a un soggetto *«che svolgeva attività come promotore finanziario e che quindi l'avrebbe potuta utilizzare non solo per sé, ma anche per sollecitare investimenti da parte di suoi clienti»*. L'importo delle sanzioni è stato peraltro ridotto per effetto della pronuncia della Corte Costituzionale n. 63 del 21 marzo 2019, intervenuta in corso di causa.

In materia di sanzioni irrogate per violazioni delle norme poste a presidio della prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio accertate a seguito di ispezioni della CONSOB, la Corte di Cassazione ha affermato che i verbali ispettivi fanno piena prova con riguardo ai fatti ivi attestati come avvenuti in presenza dell'ispettore o da lui compiuti o conosciuti senza alcun margine di discrezionalità, mentre gli apprezzamenti in essi contenuti - seppur privi di fede privilegiata - costituiscono comunque un elemento di prova, che il giudice deve valutare in concorso con gli altri elementi e che può disattendere solo in caso di motivata intrinseca inattendibilità o di contrasto con altri elementi acquisiti nel giudizio.

La Corte di Cassazione, in linea con alcune prime decisioni assunte nel 2023 in materia di prestazione dei servizi di investimento (di cui si è dato conto nella precedente Relazione Annuale), con diverse pronunce rese nel corso del 2024 ha accolto i ricorsi promossi dalla CONSOB avverso le sentenze della Corte d'Appello di Firenze che avevano annullato le delibere applicative di sanzioni pecuniarie nei confronti di esponenti della Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio anche per violazioni in tema di prospetti informativi, ritenendo fondato il comune motivo formulato dagli opposenti con cui si lamentava

l'inosservanza del termine di notifica delle contestazioni con conseguente decadenza dal potere sanzionatorio.

La Suprema Corte ha ritenuto, nello specifico, che *«La Corte d'Appello di Firenze - senza confrontarsi con la discrezionalità che caratterizza l'esercizio del (delicatissimo) potere di vigilanza, il cui fondamento risiede nell'assoluta rilevanza del sistema bancario nel generale panorama economico-finanziario - detta i tempi di tale attività, stabilisce il 'come' (vigilanza ispettiva) e 'quando' Consob avrebbe dovuto attivarsi, e conclude che la Commissione è decaduta dal potere di accertamento per la sua protratta inerzia»* (p. 12).

Secondo la Corte di Cassazione, *«la Corte di merito non si è attenuta ai 'principi di diritto in tema di vigilanza, articolati nei precedenti sezionali sopra indicati', in relazione ai quali: i) il momento dell'accertamento - ai fini della decorrenza del termine di centottanta giorni per la contestazione ex art. 195, comma 1, TUF - che presuppone un'attività istruttoria, non coincide con quello dell'acquisizione del fatto nella sua materialità da parte dell'autorità di vigilanza, ma è quello in cui l'autorità ha completato l'attività istruttoria finalizzata a verificare la sussistenza o meno dell'infrazione. In altre parole: 'constatazione del fatto' e 'accertamento del fatto' sono due concetti diversi; ii) l'accertamento dell'illecito amministrativo in materia bancaria e di intermediazione finanziaria non si indentifica nella fine dell'attività ispettiva o commissariale, ma si colloca in un momento successivo, da valutare a seconda delle particolarità del caso concreto; iii) spetta all'autorità amministrativa, e non al giudice, decidere se avviare o meno un'attività di indagine; al giudice compete esclusivamente controllare se il provvedimento sanzionatorio sia stato adottato in un tempo ragionevole e, a tal fine, deve valutare la superfluità ex ante, e non la congruità ex post, dell'indagine amministrativa prodromica all'adozione del provvedimento sanzionatorio; iv) nel caso in cui (come nella specie) intervengano le due autorità di supervisione, Banca d'Italia e Consob, si deve presumere, fino a prova contraria, che l'autorità non ispezionante sia in grado di apprezzare le irregolarità riscontrate dall'altro organo di vigilanza quando riceve da quest'ultimo i rilievi ispettivi o i provvedimenti sanzionatori adottati dall'autorità procedente».*

In materia di diritto di accesso ai documenti amministrativi, si segnala - per l'assoluta novità delle questioni giuridiche trattate - la pronuncia con cui il TAR Lazio ha dichiarato l'inammissibilità del ricorso, proposto ai sensi dell'art. 116, del codice del processo amministrativo, avverso l'atto con cui la CONSOB, in ragione (tra l'altro) dell'obbligo al segreto d'ufficio imposto dall'art. 4, comma 10, del TUF, non aveva ottemperato a un ordine di esibizione emesso dall'Autorità Giudiziaria Ordinaria ai sensi dell'art. 210 c.p.c. e avente per oggetto gli atti del fascicolo di un procedimento sanzionatorio conclusosi con l'irrogazione di una sanzione pecuniaria amministrativa nei confronti di una società di revisione.

In particolare, il Giudice Amministrativo ha ritenuto che *«l'assunto della assimilazione tra istanza di accesso agli atti e notifica dell'ordinanza del*

*giudice recante l'ordine di esibizione ex art. 210 c.p.c., non trova alcun appiglio testuale né nel disposto dell'art. 25 della l. 241/1990 – che onera l'interessato della presentazione di un'istanza motivata – né in quello dell'art. 210 c.p.c., che disciplina, per converso, un'ordinanza istruttoria espressione di un potere discrezionale, il cui esercizio è svincolato da ogni onere di motivazione e che non richiede nemmeno l'esplicitazione della valutazione dell'indispensabilità ai fini del decidere». Sicché, anche richiamando l'Adunanza Plenaria del Consiglio di Stato n. 19/2020, il TAR Lazio ha concluso nel senso che «la acquisita e incontestabile diversità tra gli istituti in esame non può condurre a configurare l'accesso agli atti difensivo come una sorta di tutela esecutiva dell'ordine di esibizione, con conseguente inammissibilità del presente ricorso in ragione della mancata presentazione, a monte, di un'istanza conforme al disposto dell'art. 25 della l. 241/1990». In sede di appello, il Consiglio di Stato ha confermato la decisione di primo grado, ritenendo che nel caso di specie non risultava «essere stata presentata una domanda formale di accesso, accompagnata dalla sostanziale esplicitazione dei presupposti di accesso, a partire dalla specificazione dell'interesse concreto ed attuale alla cognizione della documentazione riservata richiesta».*

In materia di informazione contabile, si segnala una rilevante pronuncia del Consiglio di Stato che ha affermato, fra l'altro, principi di indubbia valenza sistematica circa la natura del provvedimento ex art. 154 – ter, comma 7, del TUF, introdotto nell'ordinamento interno dal d.lgs. 105/2007 al fine di attuare la Direttiva 2004/109/CE, cosiddetta 'Direttiva Transparency' (ai sensi del quale la CONSOB, ove accerti che le relazioni finanziarie di un emittente quotato avente l'Italia come Stato membro d'origine non sono conformi agli IAS/IFRS, può chiedere all'emittente stesso 'di rendere pubblica tale circostanza e di provvedere alla pubblicazione delle informazioni supplementari necessarie a ripristinare la corretta informazione del mercato') e in ordine al rapporto tra la misura in questione e il (preesistente) potere di impugnativa dei bilanci di cui all'art. 157, comma 2, del TUF.

Con la predetta sentenza, infatti, i Giudici di Palazzo Spada hanno chiarito preliminarmente che il provvedimento di cui all'art. 154-ter, comma 7, del TUF non ha natura sanzionatoria alla luce dell'ordinamento interno né tanto meno integra una misura sostanzialmente penale ai sensi della Convenzione europea dei Diritti dell'Uomo (CEDU); esso assolve piuttosto a una funzione meramente ripristinatoria e deve «essere portato a conoscenza del mercato in maniera quanto più possibile tempestiva sì da contenere l'effetto distorsivo sulle scelte di investimento dei risparmiatori», con ciò confermando l'orientamento già espresso dal TAR del Lazio sul punto. Una volta disconosciuta la natura sanzionatoria del potere in questione, il Consiglio di Stato ha giudicato infondate tutte le censure articolate dalla ricorrente che «muovono da tale presupposto».

Quanto ai rapporti fra il potere di impugnativa dei bilanci e quello di ordinare la 'pubblicazione delle informazioni supplementari' di cui al

menzionato art. 154-ter del TUF, il Consiglio di Stato ha precisato che «[...] nell'ordinamento italiano, la diretta incisione sul bilancio può avere luogo solo per mano dell'A.G.O. ove Consob si avvalga della prerogativa di impugnarlo ai sensi dell'art. 157, comma 2 T.U.F. entro sei mesi dal suo deposito» e che «[...] i rimedi dell'impugnativa del bilancio e del potere ex art. 154-ter, comma 7, T.U.F. sono ontologicamente distinti e di diversa pregnanza. [...] In ogni caso pare che la scelta tra detti rimedi sia rimessa alla discrezionalità dell'Autorità e che, in assenza di criteri oggettivi predeterminati, il parametro da impiegare per il suo compimento sia quello generale della proporzionalità da intendersi come minimo mezzo e, quindi, come favor per la misura che determina la minore compressione della sfera giuridica del destinatario. In questa ottica è da ritenersi che il rimedio meno penetrante sia il potere di cui all'art. 154-ter, comma 7, T.U.F. perché non conduce, neppure in potenza, ad un annullamento della delibera di approvazione e all'obbligo di riformulare il bilancio e che dunque, l'impugnazione del bilancio della società quotata, sia piuttosto l'*extrema ratio*, cui ricorrere in caso di violazioni più gravi o laddove la società non si dimostri collaborativa».

Per quanto concerne, poi, l'ambito della revisione legale, nel corso del 2024 si è concluso il procedimento giurisdizionale di opposizione avverso una sanzione pecuniaria amministrativa irrogata dalla CONSOB nel 2018 per illeciti commessi nel corso dell'*audit* sui bilanci di un emittente bancario, successivamente assoggettato a liquidazione coatta amministrativa. Con la relativa pronuncia – che ha ridotto di un terzo la sanzione pecuniaria irrogata dalla stessa CONSOB, escludendo talune delle violazioni dei principi di revisione originariamente accertate dall'Autorità – la Corte d'appello di Milano ha ritenuto pienamente legittimo l'iter procedimentale di applicazione della sanzione in parola, ribadendo (tra l'altro) l'ormai consolidato orientamento giurisprudenziale circa la non necessità dell'audizione personale dei soggetti incolpati innanzi alla Commissione nel corso della seduta durante la quale viene adottata la delibera sanzionatoria, oltre che le posizioni già assunte, anche dal Giudice di legittimità, circa la non perentorietà del termine di conclusione del procedimento previsto dall'art. 4, comma 2, del Regolamento adottato con delibera n. 18750/2013 e la legittimità della motivazione *per relationem*. In relazione alle doglianze di natura procedimentale, la Corte meneghina ha precisato come la redazione del verbale della riunione di Commissione in cui la sanzione è stata adottata non debba «necessariamente avvenire in contemporanea allo svolgimento della seduta oggetto di verbalizzazione o prima della comunicazione del provvedimento finale, con la conseguenza ulteriore che la tardiva redazione e sottoscrizione del verbale stesso non rende illegittimo il provvedimento deliberato. [...] In sostanza, la deliberazione è atto amministrativo perfettamente valido, non dipendente dal verbale, che ha solo la funzione di memoria storica di quanto avvenuto, una volta che siano state rispettate le sole modalità procedurali previste».

In ultimo, la Corte di Cassazione, nell'accogliere alcuni motivi del ricorso proposto dalla CONSOB, ha cassato la sentenza con cui la Corte

d'Appello di Milano aveva annullato la sanzione applicata dalla CONSOB a una società di revisione per plurime violazioni dei principi di revisione poste in essere in occasione dell'incarico avente ad oggetto il bilancio di esercizio di una società assicurativa, nell'occasione affermando rilevanti principi circa lo svolgimento dell'attività di revisione. In particolare, la Suprema Corte ha precisato che: *«La premessa in via generale è che tutti gli organismi di controllo della società, a partire da quelli deputati al controllo interno aziendale, fino alle società di revisione dei conti e al collegio sindacale, sono investiti di un ineludibile compito di costante verifica della corrispondenza dei meccanismi di gestione della società al paradigma della corretta amministrazione, così come definito dalla scienza dell'economia aziendale. Tale dovere si fa ancora più stringente nelle società quotate in borsa, in vista della funzione di garanzia dell'equilibrio del mercato (Cass. Sez. un. n. 20934 del 2009; Cass. n. 6037 del 2016)».*

In particolare, in materia di revisione del bilancio delle società di assicurazioni, si è precisato che il revisore, nello svolgimento della sua funzione di verifica della corretta gestione contabile della società, deve necessariamente operare un controllo sulla correttezza e congruità di tutte le voci di bilancio e, quindi, anche delle riserve tecniche specificamente previste dalla legge per le imprese di assicurazione e della relativa valutazione di adeguatezza o inadeguatezza svolta dall'attuario revisore. Ne discende che *«quando il revisore contabile, nell'ambito della revisione del bilancio di una società di assicurazioni è chiamato ad esprimere il giudizio di correttezza sulla valutazione, compiuta dall'attuario revisore, circa l'adeguatezza delle riserve tecniche previste dalla normativa sulle predette società, e più in generale in ogni caso in cui il revisore contabile debba valutare i risultati di specifiche operazioni di verifica e controllo affidate ad organi di controllo endosocietari o a terzi incaricati dalla società oggetto della revisione, la verifica deve estendersi al controllo delle modalità con cui le predette operazioni specifiche sono state condotte».*

Sempre in materia di emittenti, si segnala la decisione con cui la Suprema Corte ha accolto il ricorso proposto dalla CONSOB avverso la sentenza della Corte d'Appello di Perugia che - giudicando insussistente la violazione della disciplina in materia di operazioni con parti correlate ravvisata dall'Istituto - aveva annullato la sanzione applicata ai sindaci dell'emittente quotato per non avere vigilato sul rispetto delle regole da quest'ultimo adottate al fine di assicurare la *«trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate».*

In particolare, il giudice di merito aveva ritenuto che, al momento dell'approvazione dell'operazione da parte del Cda, fosse venuto meno il rapporto di correlazione (e aveva reputato, conseguentemente, inapplicabile la disciplina sopra richiamata) posto che la parte correlata - l'amministratore dell'emittente - nel corso della stessa seduta nella quale il Cda si era pronunciato in merito all'operazione medesima, aveva, poco prima dell'assunzione della delibera, rassegnato le proprie dimissioni dalla carica con

effetto immediato. Il Giudice di legittimità – individuando nella trasparenza e nella correttezza sostanziale delle operazioni con parti correlate la finalità della disciplina in questione, volta ad attribuire preminente rilievo alla *'sostanza del rapporto'* – ha affermato, al contrario, che le *«regole devono essere adottate – e ciò appare ovvio – in una fase anteriore a quella della delibera dell'organo gestorio, ossia durante la fase istruttoria che precede ed è prodromica all'approvazione dell'operazione che compete al Cda dell'ente emittente quotato in borsa»*, ritenendo pertanto integrata la violazione esclusa, invece, dalla corte perugina.

## 2 La verifica in sede giurisdizionale

### 2.1 Le decisioni di rilievo nell'ambito di cause civili per omessa vigilanza

Nel corso del 2024 il Tribunale di Chieti ha rigettato, ritenendole prescritte, le domande risarcitorie proposte nei confronti della CONSOB da un gruppo di investitori che lamentavano il danno connesso con la sottoscrizione di obbligazioni subordinate emesse da una Cassa di risparmio posta in risoluzione anticipata e in l.c.a. nel 2015. In particolare, il Tribunale di Chieti ha dichiarato estinto il processo perché originariamente proposto innanzi al giudice amministrativo – che si era poi dichiarato privo di giurisdizione – e riassunto oltre il termine di tre mesi dal passaggio in giudicato della sentenza del TAR. Dall'estinzione del processo – che fa venire meno gli effetti sostanziali e processuali dell'originaria domanda – il Tribunale ha desunto poi l'intervenuta prescrizione dei diritti risarcitori degli investitori, essendo decorsi, al momento della riassunzione, più di cinque anni dalla data di risoluzione anticipata della banca.

Il Tribunale di Vicenza ha rigettato la domanda risarcitoria proposta nei confronti della CONSOB da un investitore in azioni di una delle banche popolari venete posta in l.c.a. nel 2017, perché, tra l'altro, egli non aveva provato di essere stato titolare in modo continuativo delle azioni dal momento dell'investimento sino alla data della sottoposizione della banca alla l.c.a. e, con ciò, un elemento costitutivo della fattispecie di responsabilità dell'Autorità. Il Tribunale ha inoltre ritenuto nullo il contratto di investimento (art. 30, comma 7, del TUF) e, dunque, anche per questo profilo, ha ritenuto mancante un «elemento costitutivo (in negativo) del diritto azionato», posto che la CONSOB non può essere ritenuta corresponsabile a nessun titolo delle obbligazioni restitutorie (gravanti soltanto sulla banca) conseguenti alla nullità del contratto di investimento.

Con due sentenze rese nel corso del 2024, passate in giudicato, il Tribunale di Agrigento ha rigettato le domande risarcitorie proposte nei confronti della CONSOB da alcuni investitori che lamentavano il danno connesso alla perdita delle somme versate su una piattaforma di trading online

non autorizzata gestita da una società estone, reputando che non vi fosse stata alcuna omissione di vigilanza, avendo la CONSOB attivato «*tutti i poteri informativi, di controllo e inibitori tempo per tempo vigenti*» per il contrasto dell'abusiva operatività della società in ragione degli elementi di allarme a sua disposizione. Secondo il Tribunale il danno era stato piuttosto causato dalla condotta colposa dei risparmiatori per avere essi omesso di prendere visione del *warning* circa la condizione di abusività in cui operava la società tramite la piattaforma, pubblicato dalla CONSOB in epoca antecedente a quella dei loro investimenti e per avere uno di costoro anche agevolato l'attività abusiva svolgendo il ruolo di «*procacciatore di clientela*» in favore della società estone e «*di gestore dei conti delle persone cooptate*». In ultimo, il Tribunale agrigentino, poi, ha dichiarato il proprio difetto di giurisdizione in favore del giudice amministrativo in relazione alla domanda di risarcimento del danno – pure preteso dagli investitori – loro asseritamente derivato dal diniego opposto dalla CONSOB all'accesso agli atti di vigilanza relativi alla suddetta società.

In altro giudizio il Tribunale di Brindisi, con sentenza passata in giudicato, ha dichiarato la cessazione della materia del contendere con riferimento alla domanda di risarcimento del danno patrimoniale presentata nei confronti della CONSOB da un investitore che aveva lamentato la distrazione delle somme affidate – per il tramite di una piattaforma di trading online – a un'impresa di investimento comunitaria operante in Italia in regime di libera prestazione (e cioè senza succursale); ciò in quanto l'investitore aveva dichiarato in giudizio di avere raggiunto una transazione con l'impresa di investimento comunitaria (pure chiamata nel giudizio). Il Tribunale ha anche rigettato la domanda di risarcimento del danno non patrimoniale, pure formulata nei confronti della CONSOB dall'investitore, avendo ritenuto che non vi era stata lesione di «*alcun diritto inviolabile dell'attore, tale non essendo quello alla tutela del risparmio, benché di rilevanza costituzionale in quanto riconosciuto dall'art. 47 Cost.*».

La Corte di Cassazione, con un'ordinanza resa nel corso del 2024, ha affermato con chiarezza il principio che, in sede di approvazione del prospetto informativo, la CONSOB non deve svolgere «*valutazioni di merito sugli strumenti finanziari oggetto di sollecitazione, né verifiche in ordine alla veridicità di tutte le informazioni*», ma deve verificare la completezza, la comprensibilità e la coerenza del prospetto, come peraltro previsto dalla disciplina eurounitaria (pur se entrata in vigore in epoca successiva ai fatti di causa). Pertanto, la CONSOB non può essere ritenuta responsabile «*per il solo fatto della falsità del prospetto, in quanto in questo modo le si attribuirebbe una responsabilità di mera posizione idonea a dare luogo a un rischio di paralisi dell'attività di autorizzazione alla pubblicazione dei prospetti o, comunque, a un eccesso di deterrenza*».

Il Tribunale di Busto Arsizio, richiamando il principio della citata ordinanza della Suprema Corte, con sentenza passata in giudicato ha rigettato la domanda risarcitoria proposta nei confronti della CONSOB da un soggetto

che aveva investito in azioni di una banca popolare veneta posta in l.c.a. nel 2017, avendo escluso ogni profilo di colpa dell'Autorità, perché il prospetto informativo pubblicato dalla banca, integrato grazie al «*puntuale intervento della Consob*», conteneva informazioni idonee a rappresentare correttamente l'elevata rischiosità dell'investimento.

Nel corso del 2024, con un'altra pronuncia la Corte di Cassazione ha altresì posto fine al giudizio risarcitorio proposto da numerosi azionisti di minoranza di una società quotata per asserita omessa vigilanza da parte della CONSOB su alcune operazioni straordinarie poste in essere dalla stessa società; la Suprema Corte ha rigettato il ricorso poiché i motivi sollevati prospettavano «*tutti, genericamente e cumulativamente, vizi di natura eterogenea [...], in contrasto con la tassatività dei motivi di impugnazione per Cassazione e con l'orientamento della giurisprudenza di legittimità per cui una simile tecnica espositiva riversa impropriamente sul giudice di legittimità il compito di isolare, all'interno di ciascun motivo, le singole censure*». La Cassazione ha inoltre ritenuto pienamente corretto il ragionamento logico giuridico seguito dal giudice di appello che aveva rigettato nel merito le domande risarcitorie formulate dagli appellanti per non aver costoro «dimostrato il danno lamentato».

## 2.2 Le ipotesi di ostacolo alla vigilanza

Oltre alle ipotesi di abusi di mercato (si veda il capitolo I 'La vigilanza sui mercati'), nel 2024 è stato definito in primo grado un giudizio per ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza in cui la CONSOB era costituita parte civile, con il riconoscimento della responsabilità penale dell'imputato e la condanna al risarcimento dei danni in favore della CONSOB.

Nella sentenza il Tribunale di Verbania ha sottolineato: «*il fine perseguito dall'autorità pubblica di vigilanza consiste nell'accertamento dei fatti di sua competenza, con la conseguenza che ove questi, a seguito di sua formale richiesta, non le siano rappresentati, o le siano descritti in modo falso o distorto, o le siano in qualsiasi modo nascosti, la vigilanza verrebbe con ciò frustrata, ossia impedita od ostacolata. Diversamente opinando si legittimerebbe [...] qualsiasi attività mendace o fraudolenta volta ad impedire alla no I di svolgere la propria funzione [...] Con ciò svuotando completamente di senso la norma incriminatrice in discorso*».



# Appendice statistica C



# Indice delle tavole

<b>I</b>	<b>LA VIGILANZA SUI MERCATI.....</b>	<b>145</b>
	<i>Le piattaforme di negoziazione, gli scambi e l'integrità informativa dei mercati</i>	145
	Tav. al.1 Piattaforme di negoziazione italiane.....	145
	Tav. al.2 Principali indicatori per le sedi di negoziazione EXM, MIV ed EGM di Borsa Italiana .....	147
	Tav. al.3 <i>Exchange traded products</i> sul mercato ETFPlus .....	148
	Tav. al.4 <i>Covered warrants</i> e <i>certificates</i> quotati sul SeDeX.....	148
	Tav. al.5 Scambi di titoli obbligazionari su mercati italiani .....	148
	Tav. al.6 Modifiche ai Regolamenti dei mercati regolamentati e alle relative disposizioni di attuazione nel 2024 .....	149
	Tav. al.7 Modifiche alle regole di funzionamento di sistemi multilaterali di negoziazione nel 2024.....	150
	Tav. al.8 Sospensione e revoca di strumenti finanziari <i>equity</i> negoziati su Euronext Milan ed Euronext Growth Milan nel 2024.....	151
	Tav. al.9 Istanze ricevute e provvedimenti adottati relativi al regime di trasparenza pre- e post- negoziazione .....	151
	<i>Le vendite allo scoperto</i>	152
	Tav. al.10 Posizioni nette corte su azioni italiane .....	152
	<i>Gli studi societari e i giudizi di rating</i>	152
	Tav. al.11 Distribuzione degli studi per tipologia.....	152
	<i>Gli abusi di mercato</i>	153
	Tav. al.12 Segnalazioni di operazioni sospette.....	153
	Tav. al.13 Indagini in materia di abusi di mercato.....	153
	Tav. al.14 Richieste di dati e notizie in materia di abusi di mercato.....	154
	Tav. al.15 Costituzioni di parte civile della CONSOB in procedimenti penali per abusi di mercato e relativi esiti.....	154
<b>II</b>	<b>LA VIGILANZA SUGLI EMITTENTI.....</b>	<b>155</b>
	<i>L'informativa sugli assetti proprietari</i>	155
	Tav. all.1 Comunicazioni relative agli assetti proprietari di società quotate italiane .....	155
	<i>Le offerte al pubblico di acquisto e di scambio</i>	155
	Tav. all.2 Offerte pubbliche di acquisto e/o scambio su azioni ordinarie .....	155
	<i>Le operazioni con parti correlate e gli organi di controllo</i>	156
	Tav. all.3 Documenti informativi su operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate pubblicati nel 2024 dalle società quotate italiane.....	156

	<i>L'informazione fornita dagli emittenti</i>	156
	Tav. all.4 Vigilanza sull'informativa societaria e sugli assetti proprietari .....	156
	Tav. all.5 Emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante .....	156
	Tav. all.6 Dichiarazioni non finanziarie (DNF) pubblicate ai sensi del d.lgs. 254/2016.....	157
	<i>I prospetti informativi</i>	157
	Tav. all.7 Vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di strumenti azionari .....	157
	Tav. all.8 Vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di strumenti <i>non- equity</i> .....	157
	Tav. all.9 Offerte di obbligazioni, <i>certificates</i> e <i>covered warrants</i> di banche per tipologia di strumento .....	158
	Tav. all.10 Soggetti autorizzati dalla CONSOB all'emissione di titoli di risparmio per l'economia meridionale, numero emissioni e controvalore collocato .....	158
	Tav. all.11 Offerta al pubblico e/o ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari <i>non-equity - documenti 'passaportati'</i> .....	158
	Tav. all.12 KIDs notificati nel 2024 ai sensi del Regolamento PRIIPs per tipologia di prodotto.....	159
	Tav. all.13 KIDs notificati nel 2024 per settore e provenienza geografica dei <i>manufacturer</i> dei PRIIPs .....	159
<b>III</b>	<b>LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI.....</b>	<b>160</b>
	<i>Gli intermediari bancari e le imprese di investimento</i>	160
	Tav. all.1 Intermediari per servizi di investimento autorizzati.....	160
	Tav. all.2 Banche, Sim e imprese di investimento comunitarie e di paesi terzi.....	160
	Tav. all.3 Albo delle Sim.....	161
	<i>Le società di gestione di portali di crowdfunding</i>	161
	Tav. all.4 Soggetti per servizi di <i>crowdfunding</i> autorizzati iscritti al registro tenuto dall'ESMA ai sensi dell'art. 14 del Regolamento (UE) 2020/1503.....	161
	<i>La protezione degli investitori e la gestione degli esposti</i>	161
	Tav. all.5 Esposti.....	161
	Tav. all.6 Esposti procedibili per soggetto coinvolto e oggetto della segnalazione .....	162
<b>IV</b>	<b>LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ DI REVISIONE.....</b>	<b>163</b>
	<i>Le società di revisione</i>	163
	Tav. aIV.1 Soggetti abilitati all'attività di revisione dei conti incaricati da enti di interesse pubblico (EIP) ed enti sottoposti a regime intermedio (ESRI) .....	163
	Tav. aIV.2 Distribuzione degli incarichi di revisione sui bilanci delle società quotate.....	163
	Tav. aIV.3 Tipologie di cessazione anticipata dell'incarico di revisione legale dei conti .....	164
	Tav. aIV.4 Giudizi delle società di revisione sui bilanci delle società quotate in mercati regolamentati italiani.....	164
<b>V</b>	<b>L'ATTIVITÀ ISPETTIVA E IL CONTRASTO ALL'ABUSIVISMO .....</b>	<b>165</b>
	<i>L'attività ispettiva e gli accertamenti sui siti internet</i>	165
	Tav. aV.1 Accertamenti ispettivi avviati e conclusi.....	165
	Tav. aV.2 Soggetti sottoposti ad accertamenti ispettivi .....	165
	Tav. aV.3 Aree di indagine delle verifiche ispettive avviate.....	165

	Tav. aV.4 Accertamenti su siti internet in materia di abusivismo.....	165
	<i>La prevenzione e il contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo</i>	165
	Tav. aV.5 Soggetti sottoposti a verifiche ispettive in materia di antiriciclaggio.....	165
	<i>L'attività di contrasto all'abusivismo</i>	166
	Tav. aV.6 Materia delle istruttorie per ipotesi di abusivismo .....	166
	Tav. aV.7 Provvedimenti per prestazione abusiva dei servizi di investimento, offerta abusiva di prodotti finanziari e pubblicità relativa all'offerta abusiva di prodotti finanziari.....	166
<b>VI</b>	<b>L'ATTIVITÀ DI COMUNICAZIONE E LE ALTRE ATTIVITÀ A TUTELA DELL'INVESTITORE .....</b>	<b>167</b>
	<i>La gestione del sito internet e le relazioni con l'esterno</i>	167
	Tav. aVI.1 Accessi alle pagine del sito internet.....	167
	Tav. aVI.2 Richieste scritte di documentazione e informazioni relative all'attività della CONSOB.....	167
	<i>L'attività dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie</i>	168
	Tav. aVI.3 Ricorsi ricevuti dall'Arbitro per le Controversie Finanziarie.....	168
	Tav. aVI.4 Intermediari coinvolti nei ricorsi ricevuti dall'Arbitro per le Controversie Finanziarie.....	168
<b>VII</b>	<b>L'ATTIVITÀ SANZIONATORIA.....</b>	<b>169</b>
	<i>I provvedimenti sanzionatori</i>	169
	Tav. aVII.1 Sanzioni pecuniarie irrogate dalla CONSOB.....	169
	Tav. aVII.2 Provvedimenti sanzionatori per violazioni di norme in materia di abusi di mercato .....	170
	Tav. aVII.3 Provvedimenti sanzionatori per violazioni del Regolamento MAR .....	171
	Tav. aVII.4 Sanzioni pecuniarie irrogate nei confronti di intermediari mobiliari.....	172
	Tav. aVII.5 Sanzioni amministrative irrogate per violazioni della disciplina in materia di emittenti, informativa societaria e finanziaria e revisione legale .....	173
<b>IX</b>	<b>L'ATTIVITÀ INTERNAZIONALE .....</b>	<b>174</b>
	<i>L'attività in ambito internazionale</i>	174
	Tav. aIX.1 Scambio di informazioni fra la CONSOB e le autorità di vigilanza estere .....	174
<b>XI</b>	<b>LA GESTIONE DELLE RISORSE UMANE.....</b>	<b>175</b>
	<i>L'organizzazione interna</i>	175
	Tav. aXI.1 Il nuovo organigramma.....	175
	Tav. aXI.2 Il personale .....	176
	Tav. aXI.3 Distribuzione del personale per qualifica e area organizzativa.....	176
<b>XII</b>	<b>LA GESTIONE DELLE RISORSE ECONOMICO-FINANZIARIE .....</b>	<b>177</b>
	Tav. aXII.1 Schema riassuntivo delle spese e delle entrate .....	177
	Tav. aXII.2 Contribuzioni per categoria di soggetti vigilati.....	177

<b>XIII</b>	<b>I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB .....</b>	<b>178</b>
	<i>Il contenzioso sui provvedimenti di vigilanza</i>	<i>178</i>
	Tav. aXIII.1 Ricorsi contro atti adottati o proposti dalla CONSOB .....	178
<b>I</b>	<b>LAVORI DI COMMISSIONE .....</b>	<b>178</b>
	Tav. a.1 Riunioni e delibere adottate.....	178

---

### **Avvertenze**

Nelle tavole si utilizzano 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.

# I LA VIGILANZA SUI MERCATI

## Le piattaforme di negoziazione, gli scambi e l'integrità informativa dei mercati

Tav. al.1 Piattaforme di negoziazione italiane

gestore	piattaforma	strumenti negoziati	ctrv. negoziazioni <sup>1</sup>		numero contratti <sup>2</sup>		ctrv. medio contratti <sup>3</sup>		
			n.	2024	var. <sup>4</sup>	2024	var. <sup>4</sup>	2024	var. <sup>4</sup>
<b>mercati regolamentati</b>									
Borsa Italiana	Euronext Milan	azioni, diritti	218	648,1	14,7	73.884	11	8,7	3,4
	<i>capitalizzazione<sup>1</sup></i>		802,16						
	Euronext MIV Milan	fondi chiusi e FIA	7	0,03	-24	9,3	-26	3,6	2,6
	<i>capitalizzazione<sup>1</sup></i>		0,33						
	MOT	obbligazioni	1.541	296,15	15	7.863	-0,6	37,7	15,5
	ETFPlus	fondi quotati	1.990	106,4	24,5	8.640	21,1	12,3	2,8
	IDEM	derivati	68.623	949,8	4,3	20.079	-20,5	47,3	31,2
MTS	MTS Italy	obbligazioni	145	7.474,3	80,3	1.433	89	5.216	-4,6
<b>sistemi multilaterali di negoziazione</b>									
Borsa Italiana	Borsa Italiana Global Equity Market	azioni	400	15,3	103	1.606	89,5	9,5	7,2
	Borsa Italiana – Trading After Hours	azioni	602	2,57	3,1	267	11	9,61	-7
	Euronext Growth Milan	azioni, diritti	273	2,11	-9,6	964	-6,3	2,19	-3,5
	<i>capitalizzazione<sup>1</sup></i>		8,13						
	Euronext Access Milan	obbligazioni	441	0,53	45,3	7	-43	76,2	155
	SeDeX	<i>securitised derivatives</i>	23.151	19,7	45,1	2.444	29,6	8,06	12
	ATFund	fondi	72	0,22	33,5	1,86	28,5	116,24	4
	EuroTLX	azioni	439	0,8	-3,1	103	-2,4	7,75	-0,8
		obbligazioni	1.665	13,21	13,2	565	27,5	23,38	-11,2
		<i>certificates</i>	7.010	8,76	38,3	708	22	12,4	13,4
MTS	BondVision Europe	obbligazioni	21.896	630,4	17,8	132,77	23,2	4.748,1	-4,42
	CashDomestics	obbligazioni	657	731,2	25,5	92,4	10,3	7.915,2	13,8
	EBM	obbligazioni	880	118,7	37	34,4	46,3	3.446,4	-6,8
Vorvel Sim	Vorvel Bonds Order Driven/Vorvel Equity Auction	azioni	19	0,1	40,7	22,85	12,1	4,3	25,6
	<i>capitalizzazione<sup>5</sup></i>		4,4						
	Vorvel Bonds	obbligazioni	1.420	25,7	44,4	602,76	35,8	42,64	6,3
	Vorvel RFQ	obbligazioni	190	0,0	-	0,0	-	0,0	-
	Vorvel Certificates	<i>certificates</i>	204	1,3	170,2	609,3	92,2	2,13	40,6

- Segue -

*Segue – Tav. al.1 Piattaforme di negoziazione italiane*

gestore	piattaforma	strumenti negoziati	ctrv. negoziazioni <sup>1</sup>		numero contratti <sup>2</sup>		ctrv. medio contratti <sup>3</sup>		
			n.	2024	var. <sup>4</sup>	2024	var. <sup>4</sup>	2024	var. <sup>4</sup>
<b>internalizzatori sistematici<sup>6</sup></b>									
		azioni	131	72,6	-3	4.506,1	-0,6	16	-3
		altri strumenti	6.578	599,9	11	2.221,6	5,4	285	11
		<i>di cui:</i>							
		<i>titoli di Stato</i>	3.372	254,2	-3	146,6	-6,4	1.622	-3
		<i>obbligazioni di gruppo</i>	235	2,4	71	4	46,7	873	71
		<i>bancarie</i>	1.325	2,8	-36	4,4	-25,1	484	-36
		<i>corporate</i>	3.177	5,5	57	8,3	-19,8	527	57

Fonte: elaborazioni su dati forniti dalle piattaforme di negoziazione. A seguito dell'acquisizione del Gruppo Borsa Italiana da parte di Euronext NV alcuni mercati sono stati scorporati e/o hanno assunto diversa denominazione; in dettaglio i mercati MTA, MIV, IDEM, AIM Italia ed ExtraMOT sono stati ridenominati rispettivamente 'Euronext Milan', 'Euronext MIV Milan', 'Euronext Derivatives Milan' (dal 24 marzo 2024), 'Euronext Growth Milan' ed 'Euronext Access Milan'. Inoltre, dal 12 febbraio 2024 i segmenti di mercato 'Vorvel Bonds' e 'Vorvel Bonds Order Driven' sono confluiti nell'unico sistema multilaterale di negoziazione 'Vorvel Bonds' dedicato alla negoziazione in obbligazioni. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. <sup>1</sup> In miliardi di euro. <sup>2</sup> In migliaia. <sup>3</sup> In migliaia di euro. <sup>4</sup> Variazioni percentuali rispetto all'anno precedente. <sup>5</sup> In miliardi di euro; dato calcolato sulla base del prezzo medio registrato nel mese di dicembre (ovvero sulla base dell'ultimo prezzo disponibile in caso di mancanza di scambi nel periodo). <sup>6</sup> Sono esclusi i dati relativi agli operatori che hanno cessato l'attività.

**Tav. al.2 Principali indicatori per le sedi di negoziazione EXM, MIV ed EGM di Borsa Italiana**  
(valori monetari in miliardi di euro)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>EXM</b>							
capitalizzazione <sup>1</sup>	536	660	628	798	645	795	824
<i>di cui % costituenti Ftse Mib</i>	74,5	79,5	81,5	80,2	81,4	87,2	83,6
<i>in % del Pil</i>	30,1	36,8	36,8	43,5	32,0	37,0	37,6
controvalore scambi	601	529	594	597	553	559	654
n. società vigilate <sup>1</sup>	240	238	236	230	221	224	209
società ammesse a quotazione <sup>2</sup>	12	8	8	8	6	10	2
<i>di cui lpo</i>	4	4	1	5	3	4	1
società revocate <sup>3</sup>	9	10	10	14	15	8	17
<b>MIV</b>							
capitalizzazione	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3
n. società quotate	2	1	1	1	1	1	1
<b>EGM</b>							
capitalizzazione <sup>4</sup>	6,4	6,5	5,9	11,5	10,6	8,0	8,2
controvalore scambi	2,4	2,9	2,0	4,5	3,0	2,2	2,1
n. società vigilate <sup>4</sup>	113	132	138	173	189	202	209
<i>di cui nuove ammissioni</i>	27	33	22	43	26	33	21
<b>indicatori complessivi</b>							
capitalizzazione	543	667	634	810	656	803	832
società vigilate	355	371	375	404	411	427	419
Ftse Mib (var. %) <sup>5</sup>	-16,1	28,3	-5,4	23,0	-13,3	28,0	12,6
Ftse Italia Mid Cap (var. %) <sup>5</sup>	-19,6	18,3	-5,8	30,8	-21,0	13,1	7,2
Ftse Italia Small Cap (var. %) <sup>5</sup>	-25,4	28,1	-4,6	50,8	-14,4	2,1	-0,3
Ftse Italia STAR (var. %) <sup>5</sup>	-16,6	28,0	14,1	44,7	-28,3	3,3	-5,1

Fonte: Bollettino Mercati CONSOB ed euronext. Dati a fine anno. <sup>1</sup> I dati riguardano le azioni di società italiane ed estere quotate su mercati regolamentati italiani per le quali la CONSOB è l'Autorità nazionale competente ai sensi dell'art. 4 del regolamento MAR e dell'art. 27 del regolamento MiFIR. <sup>2</sup> Dati relativi alle nuove società ammesse a seguito di lpo, scissioni, fusioni e passaggi di mercato. Il dato lpo non include le operazioni riferite ai passaggi dall'EGM all'EXM. Per il 2023 il dato include l'ammissione di una società per cui la CONSOB non è l'Autorità ai sensi dell'art. 4 del regolamento MAR e dell'art. 27 del regolamento MiFIR. <sup>3</sup> Dati relativi alle società revocate a seguito di Opa, fusioni, passaggi di mercato e altri provvedimenti ai sensi del Regolamento di Borsa Italiana. Per il 2023 il dato include la revoca di due società per cui la CONSOB non è l'Autorità ai sensi dell'art. 4 del regolamento MAR e dell'art. 27 del regolamento MiFIR. <sup>4</sup> I dati riguardano le azioni di società italiane ed estere con azioni ammesse alle negoziazioni su sistemi multilaterali di negoziazione italiani per le quali la CONSOB è l'Autorità nazionale competente ai sensi dell'art. 4 del regolamento MAR e dell'art. 27 del regolamento MiFIR. <sup>5</sup> Variazioni percentuali rispetto all'anno precedente.

**Tav. al.3 Exchange traded products sul mercato ETFPlus**  
(dati di fine periodo; valori monetari in miliardi di euro)

		Etf azionari avanzati	Etf azionari emergenti	Etf obbligazionari	Etf altro	Etc / Etn	<i>totale</i>	<i>numero contratt<sup>1</sup></i>
2019	controvalore negoziato	39,9	7,0	30,0	9,1	19,7	<i>105,7</i>	<i>5,17</i>
	patrimonio gestito	29,9	5,2	37,9	8,5	6,7	<i>88,3</i>	
2020	controvalore negoziato	44,3	7,7	30,6	17,9	31,6	<i>132,1</i>	<i>8,87</i>
	patrimonio gestito	30,7	5,6	42,0	15,6	7,6	<i>101,6</i>	
2021	controvalore negoziato	32,3	7,0	29,6	25,0	27,2	<i>121,1</i>	<i>8,54</i>
	patrimonio gestito	48,3	5,7	44,7	17,2	7,3	<i>123,2</i>	
2022	controvalore negoziato	36,2	4,8	30,3	20,4	28,9	<i>120,6</i>	<i>8,98</i>
	patrimonio gestito	39,6	5,7	39,5	16,3	8,0	<i>109,2</i>	
2023	controvalore negoziato	29,1	3,6	23,8	9,4	19,6	<i>85,5</i>	<i>7,13</i>
	patrimonio gestito	54,7	5,6	42,7	11,2	7,0	<i>121,4</i>	
2024	controvalore negoziato	39,5	4,4	27,5	13,3	21,8	<i>106,5</i>	<i>8,6</i>
	patrimonio gestito	71,7	7,7	50,2	12,7	8,4	<i>150,7</i>	

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. <sup>1</sup> Dati in milioni.

**Tav. al.4 Covered warrants e certificates quotati sul SeDeX**  
(dati di fine periodo; valori monetari in miliardi di euro)

	plain vanilla	investment	leverage	esotici	totale			<i>controvalore scambi</i>
					in essere	nuove	scadute	
2018	5.367	1.596	1.328	224	8.515	9.475	9.733	<i>17,6</i>
2019	4.320	1.512	2.390	383	8.605	11.417	11.036	<i>18,4</i>
2020	4.200	1.944	3.312	222	9.678	20.224	15.510	<i>19,1</i>
2021	4.949	2.441	4.558	37	11.985	23.973	15.552	<i>18,0</i>
2022	8.140	3.069	6.344	14	17.567	45.037	24.869	<i>12,7</i>
2023	8.275	3.157	7.859	444	19.735	43.660	41.492	<i>13,6</i>
2024	7.861	3.082	12.188	20	23.151	54.715	51.299	<i>19,7</i>

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

**Tav. al.5 Scambi di titoli obbligazionari su mercati italiani**

(dati di fine periodo; miliardi di euro)

	MTS Italy <sup>1</sup>	BondVision Europe MTF	MTS Cash Domestic MTF	MTS EBM MTF	MOT <sup>2</sup>	EuroTLX MTF	Vorvel MTF	Euronext Access Milan <sup>3</sup> MTF	<i>totale</i>
2018	1.164	661	–	–	168	35	5	2	<i>2.035</i>
2019	921	733	661	58	189	45	6	2	<i>1.896</i>
2020	1.848	877	465	38	203	32	5	2	<i>2.967</i>
2021	3.964	963	751	42	159	20	7	..	<i>5.906</i>
2022	3.043	723	467	61	156	18	5	..	<i>4.473</i>
2023	4.145	535	584	87	258	12	18	..	<i>5.639</i>
2024	7.474	630	731	119	296	13	26	..	<i>9.289</i>

Fonte: elaborazioni su dati forniti da MTS, Borsa Italiana e Vorvel. L'eventuale mancata quadratura è dovuta agli arrotondamenti. <sup>1</sup> Mercato all'ingrosso dei titoli di Stato. <sup>2</sup> Inclusi gli scambi su obbligazioni negoziate sull'EuroMOT. <sup>3</sup> Ex ExtraMOT.

**Tav. al.6 Modifiche ai Regolamenti dei mercati regolamentati e alle relative disposizioni di attuazione nel 2024**

gestore e modifica	oggetto della modifica	mercato interessato
<b>Borsa Italiana</b>		
Modifiche al Regolamento e relative Istruzioni (delibera n. 22993 del 7 febbraio 2024)	Introduzione degli ordini <i>mid-point</i>	Euronext Milan ed euronext Growth Milan
Modifiche al Regolamento (delibera n. 23041 del 21 marzo 2024)	Chiusura del segmento IDEX dell'Euronext Derivatives Milan	Euronext Derivatives Milan
Modifiche alle Istruzioni (Assenso della CONSOB del 21 marzo 2024)	Operatori ammessi alle negoziazioni <i>Futures</i> sull'energia elettrica - area Italia	Euronext Derivatives Milan
Modifiche al Regolamento e relative Istruzioni (delibera n. 23249 del 18 settembre 2024)	Introduzione Segmento Professionale	ETFPlus
	Modifica sottostanti ammissibili per ETC-ETN	
	Cancellazione iNav	
	Estensione della disciplina della revoca per gli ETN	Euronext Milan
	Fine tuning relativo alla procedura di ammissione alla quotazione nel caso di offerta in opzione ai sensi dell'articolo 2441 c.c.	Euronext Milan e MOT
Modifiche alle Istruzioni (Assenso della CONSOB del 18 settembre 2024)	Introduzione della limitazione della partecipazione alla distribuzione sul mercato a determinati operatori ammessi alle negoziazioni	MIV Milan e MOT
	Introduzione della possibilità di accettare ordini in vendita da soggetti non professionali in caso di strumenti quotati nel Segmento Professionale	MOT
	Revisione della tempistica in caso di ammissione sulla base di un programma	
	Eliminazione del riferimento al Manuale delle Negoziazioni	Euronext Derivatives Milan
Modifiche alle Istruzioni (Assenso della CONSOB del 18 settembre 2024)	Modifica al fine di consentire l'operatività da parte di operatori USA sugli strumenti derivati individuati di volta in volta da Borsa Italiana	
	Fine tuning di allineamento di <i>wording</i> e alla tabella di generazione degli <i>strike</i> e ai parametri di validità temporale	
	Operatori ammessi alle negoziazioni	Euronext Derivatives Milan
	Opzioni su azioni di tipo americano con consegna fisica	
	Opzioni su azioni di tipo europeo con liquidazione per differenziale	
	Opzioni su azioni di tipo europeo con consegna fisica	



**Tav. al.8 Sospensione e revoca di strumenti finanziari *equity* negoziati su Euronext Milan ed Euronext Growth Milan nel 2024**

mercato	revoche <sup>1</sup>	sospensioni	a tempo determinato <sup>2</sup>	
			a tempo determinato <sup>2</sup>	a tempo indeterminato <sup>3</sup>
Euronext Milan	16	6	3	3
Euronext Growth Milan	12	11	2	9

<sup>1</sup> Le revoche su Euronext Milan (EXM) riguardano: 12 *delisting* a seguito di Opa, uno su richiesta dell'emittente, uno a seguito di procedura fallimentare, uno a seguito di liquidazione giudiziale e uno a seguito di fusione in società non quotata. Le revoche su Euronext Growth Milan (EGM) riguardano: sei *delisting* a seguito di Opa, quattro su richiesta dell'emittente, uno per mancata sostituzione dell'EGA entro i termini, uno per fusione in una società non quotata. <sup>2</sup> Tutte le sospensioni a tempo determinato sono state disposte in attesa di comunicato dell'emittente. <sup>3</sup> Sospensioni a tempo indeterminato disposte: su EXM, in due casi per assoggettamento a procedura concorsuale e in un terzo per liquidazione volontaria; su EGM, in sei casi per mancata approvazione dei documenti contabili da parte dell'emittente, in un caso per liquidazione volontaria, in un caso per assoggettamento a procedure concorsuali e in uno per mancata sostituzione dell'EGA entro i termini.

**Tav. al.9 Istanze ricevute e provvedimenti adottati relativi al regime di trasparenza pre- e post-negoiazione**

	istanze		provvedimenti di sospensione dell'utilizzo delle deroghe				
	deroga pre-negoiazione <sup>1</sup>	differimento post-negoiazione	n. istruttorie	n. strumenti	n. provvedimenti	di cui per superamento del massimale sul volume <sup>2</sup>	
						su singola sede	complessivo
2019	21	1	11	15	6	--	6
2020	7	4	12	6	6	--	6
2021	--	1	10	8	5	--	5
2022	12	1	13	9	7	--	7
2023	15	5	12	23	10	--	10
2024	2	1	12	62	12	3	12

<sup>1</sup> Nel 2022 le istanze di deroga alla trasparenza pre-negoiazione presentate dalle sedi di negoziazione italiane, sottoposte alla valutazione dell'ESMA, sono collegate alle modifiche ai regolamenti dei mercati di Borsa Italiana autorizzate dalla CONSOB nel corso dell'anno. <sup>2</sup> Il superamento del massimale sul volume (*double volume cap* - DVC) viene stabilito ad esito delle comunicazioni mensili da parte dell'ESMA degli strumenti finanziari che hanno superato le soglie di volume negoziato previste e pari al 4% del volume negoziato a livello di singola sede di negoziazione e 8% del volume complessivo relativo a tutte le sedi di negoziazione dell'UE. Come chiarito dall'ESMA con il *public statement* del 27 marzo 2024 e dalla Commissione europea con *interpretative notice* nella medesima data, la revisione del MiFIR sostituisce il DVC con un *single volume cap*, specificando altresì che la pubblicazione dei dati di negoziazione da parte dell'ESMA e il monitoraggio delle negoziazioni soggette al *single volume cap* si applicheranno a partire da 18 mesi dopo l'entrata in vigore della revisione del MiFIR. Nel corso del 2024, pertanto, l'attuale DVC ha continuato a trovare applicazione, in base alle disposizioni del MiFIR di livello 1 precedenti alla revisione del MiFIR e all'attuale livello 2, come stabilito nel Regolamento delegato (UE) 2017/577 della Commissione (RTS 3).

## Le vendite allo scoperto

### Tav. al.10 Posizioni nette corte su azioni italiane

(controvalori delle posizioni nette corte in milioni di euro)

#### concentrazione degli investitori

	1° investitore		2° investitore		3° investitore		4° investitore		totale <sup>2</sup>	
	ctvl	%	ctvl	%	ctvl	%	ctvl	%	ctvl	%
2019	1.179	19,5	632	10,5	367	6,1	274	4,5	6.036	100,0
2020	351	6,9	345	6,7	309	6,0	259	5,1	5.118	100,0
2021	622	8,3	613	8,2	489	6,5	389	5,2	7.474	100,0
2022	480	8,5	447	7,9	446	7,9	332	5,9	5.645	100,0
2023	508	7,7	491	7,4	420	6,3	345	5,2	6.639	100,0
2024	929	8,6	665	6,1	581	5,4	572	5,3	10.840	100,0

#### nazionalità degli investitori

	Regno Unito		Stati Uniti		territori UK <sup>1</sup>		Svizzera		totale <sup>2</sup>	
	ctvl	%	ctvl	%	ctvl	%	ctvl	%	ctvl	%
2019	1.996	33,1	1.937	32,1	1.258	20,8	97	1,6	6.036	100,0
2020	1.926	37,6	2.468	48,2	142	2,8	88	1,7	5.118	100,0
2021	2.142	28,7	3.174	42,5	226	3,0	256	3,4	7.474	100,0
2022	1.690	29,9	2.987	52,9	86	1,5	59	1,0	5.645	100,0
2023	2.065	31,1	3.291	49,6	56	0,8	153	2,3	6.639	100,0
2024	3.659	33,8	5.761	53,1	227	2,1	70	0,6	10.840	100,0

<sup>1</sup> Territori d'Oltremare Britannici. <sup>2</sup> Controvalore complessivo delle posizioni nette corte riferibili a tutti gli investitori.

## Gli studi societari e i giudizi di rating

### Tav. al.11 Distribuzione degli studi per tipologia

(numero studi)

	non monografici	monografici	nazionalità degli intermediari		tipologia di consiglio operativo <sup>2</sup>			totale
			italiani	esteri <sup>1</sup>	buy	hold	sell	
2019	16.722	3.833	2.059	1.774	54,6	38,9	5,8	20.555
2020	17.855	4.157	1.785	2.372	56,7	37,4	5,8	22.012
2021	12.852	3.322	1.648	1.674	63,9	31,6	4,3	16.175
2022	11.258	2.970	1.798	1.172	69,9	24,9	3,9	14.228
2023	9.568	2.990	1.574	1.416	68,2	27,3	4,3	12.558
2024 <sup>3</sup>	9.241	2.739	1.414	1.325	63,7	32,8	3,5	11.980

Studi pervenuti alla CONSOB ai sensi dell'art. 69-*novies* del Regolamento Emittenti, da parte dei soggetti abilitati (intermediari italiani e intermediari esteri con succursale in Italia). L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. <sup>1</sup> Intermediari esteri con succursale in Italia. <sup>2</sup> Il dato include anche altri giudizi quali *under review*, *not rated* e simili. Valori percentuali. <sup>3</sup> Dati parzialmente stimati.

## Gli abusi di mercato

**Tav. al.12 Segnalazioni di operazioni sospette**

	da soggetti italiani obbligati ai sensi del Regolamento	da autorità estere	da altre fonti <sup>1</sup>	market observations <sup>2</sup>	totale	di cui per <sup>3</sup>		
						abuso di informazioni privilegiate	manipolazione operativa	altro <sup>4</sup>
2018	253	103	2	..	358	58	34	8
2019	276	100	22	..	398	57	34	9
2020	241	121	8	85	455	53	40	7
2021	303	127	--	27	457	67	32	2
2022	322	138	--	20	480	70	28	2
2023	326	101	--	13	440	62	35	3
2024	452	107	--	34	593	68	29	3

Si segnala che nel 2024 l'Istituto ha trasmesso a omologhe autorità estere segnalazioni ricevute da soggetti italiani relative a 64 condotte sospette verificatesi su mercati esteri. <sup>1</sup> La voce 'altre fonti' può includere investitori qualificati, emittenti, colleghi sindacali. <sup>2</sup> Segnalazioni su base volontaria contenenti circostanziate descrizioni di condotte non necessariamente qualificabili come potenziale abuso di mercato ma nondimeno tali da alterare l'ordinato funzionamento delle negoziazioni. <sup>3</sup> Valori percentuali. Nel 2024 gli strumenti finanziari oggetto di segnalazione sono stati prevalentemente azioni (82%); seguono obbligazioni (8%) e derivati (6%). <sup>4</sup> La voce 'altro' include condotte: i) che integrano entrambe le fattispecie illecite (abuso di informazione privilegiata e manipolazione operativa) ovvero di manipolazione informativa, ii) che non risultano immediatamente identificabili sulla base delle informazioni in esse contenute, iii) poste in essere su sedi non vigilate dall'Istituto, iv) riferibili a fatti non riconducibili a possibili forme di abuso di mercato.

**Tav. al.13 Indagini in materia di abusi di mercato**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
indagini in materia di abusi di mercato	20	7	9	15	18	20	24
ipotesi di illeciti amministrativi e/o penali	9	6	3	6	7	8	6
di cui per abuso e/o comunicazione illecita di informazioni privilegiate	7	3	1	2	5	6	3
<b>soggetti coinvolti in ipotesi di abusi di mercato</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
<b>abuso e/o comunicazione illecita di informazioni privilegiate</b>							
intermediari autorizzati <sup>1</sup>	1	--	--	--	--	--	--
insider istituzionali <sup>2</sup>	7 <sup>4</sup>	5	1	5	6	8	1
altri soggetti <sup>3</sup>	56	9	7	30	19	10	6
operatori esteri	2	--	--	--	--	--	--
<b>totale</b>	<b>66</b>	<b>14</b>	<b>8</b>	<b>35</b>	<b>25</b>	<b>18</b>	<b>7</b>
<b>manipolazione di mercato</b>							
intermediari autorizzati <sup>1</sup>	--	--	1	--	--	--	--
insider istituzionali <sup>2</sup>	5	3	2	15		12	13
altri soggetti <sup>3</sup>	2	5	1	7	3	1	--
operatori esteri	--	2	--	--	--	2	--
<b>totale</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>4</b>	<b>22</b>	<b>3</b>	<b>15</b>	<b>13</b>

<sup>1</sup> Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio. <sup>2</sup> Soci, amministratori, dirigenti di società quotate e altri insider primari. <sup>3</sup> Insider secondari (art. 187-bis, comma 4, del TUF). <sup>4</sup> Il dato relativo agli insider istituzionali include alcuni intermediari esteri e relativi esponenti o dipendenti.

**Tav. al.14 Richieste di dati e notizie in materia di abusi di mercato**

(numero soggetti destinatari delle richieste)

	intermediari autorizzati <sup>1</sup>	società quotate e controllanti o controllate	soggetti privati		pubbliche amministrazioni	autorità estere	totale	di cui per conto di autorità estere <sup>2</sup>
				di cui auditi				
2018	166	5	58	27	104	24	357	66
2019	165	23	109	15	102	21	420	17
2020	239	32	137	3	88	43	539	8
2021	173	26	91	--	91	61	442	6
2022	253	40	143	13	97	20	553	6
2023	238	37	152	8	122	16	565	12
2024	326	24	116	16	116	20	602	1

Il dato relativo alle pubbliche amministrazioni comprende gli accessi autonomamente effettuati dalla CONSOB all'Anagrafe dei rapporti finanziari gestita dall'Agenzia delle Entrate. <sup>1</sup> Banche, Sim, Sgr, agenti di cambio e gestori di mercati regolamentati. <sup>2</sup> Numero di soggetti coinvolti a fronte delle richieste ricevute da autorità estere (Tav. alX.1).

**Tav. al.15 Costituzioni di parte civile della CONSOB in procedimenti penali per abusi di mercato e relativi esiti**

anno	costituzioni	sentenze di primo grado	sentenze di secondo grado	sentenze di Cassazione	sentenze di rinvio delle Corti d'Appello	transazioni	transazioni
2018	2 <sup>1</sup>	2 condanne 1 patteggiamento	2 condanne 2 assoluzioni	3 condanne 1 conferma di patteggiamento			2
2019	3 <sup>2</sup>	1 condanna 2 patteggiamenti	1 condanna 1 incompetenza per territorio	1 condanna 1 condanna con rinvio 1 assoluzione	1 rideterminazione della pena		2
2020	2 <sup>3</sup>	2 condanne 1 patteggiamento	1 condanna		1 rideterminazione della pena		2
2021	4 <sup>4</sup>			1 condanna	1 condanna		
2022	1 <sup>5</sup>	3 condanne 1 assoluzione	2 condanne 1 assoluzione	1 condanna 1 assoluzione	1 rideterminazione della pena		3
2023	4 <sup>6</sup>	2 condanne 1 assoluzione 2 non luogo a procedere 2 patteggiamenti	1 assoluzione	2 condanne			1
2024	1 <sup>7</sup>	1 condanne 1 assoluzione	2 condanne	1 condanna agli effetti civili			

<sup>1</sup> Per abuso di informazioni privilegiate. <sup>2</sup> Per manipolazione del mercato. <sup>3</sup> Per abuso di informazioni privilegiate. <sup>4</sup> Due per abuso di informazioni privilegiate, due per manipolazione del mercato. <sup>5</sup> Per manipolazione del mercato. <sup>6</sup> Uno per abuso di informazioni privilegiate, tre per manipolazione del mercato. <sup>7</sup> Per manipolazione del mercato.

## II LA VIGILANZA SUGLI EMITTENTI

### L'informativa sugli assetti proprietari

Tav. all.1 Comunicazioni relative agli assetti proprietari di società quotate italiane

	comunicazioni di partecipazioni rilevanti				dichiarazioni di intenzioni <sup>1</sup>	comunicazioni di patti parasociali <sup>2</sup>			
	superamento della soglia rilevante	variazione partecipazione già detenuta	riduzione entro la soglia rilevante	totale		variazioni/rinnovi	stipule	scioglimenti	totale
2018	167	212	138	517	30	121	61	28	210
2019	154	167	136	457	31	62	39	25	126
2020 <sup>3</sup>	341	212	166	719	41	77	47	26	150
2021	204	267	173	644 <sup>4</sup>	34	99	19	52	170
2022	137	210	124	471	11	79	36	24	139
2023	149	164	114	427	19	51	28	14	93
2024	170	301	183	654	44	76	34	29	139

<sup>1</sup> Dichiarazioni di intenzioni ricevute dal 16 ottobre 2017, ai sensi dell'art. 120 del TUF, comma 4-bis (cosiddetta norma anti-scorrerie).

<sup>2</sup> Comunicazioni di patti parasociali rilevanti ai sensi dell'art. 122 del TUF. <sup>3</sup> Il dato sulle partecipazioni rilevanti nel 2020 include le comunicazioni effettuate ai sensi del regime temporaneo di trasparenza rafforzata sugli assetti proprietari delle società quotate 'ad azionariato particolarmente diffuso' ai sensi delle delibere 21326 e 21327 del 9 aprile 2020. <sup>4</sup> Di cui 76 riconducibili al regime temporaneo di trasparenza rafforzata degli assetti proprietari adottato da marzo 2020 e in vigore sino al 13 aprile 2021, che, per le comunicazioni delle partecipazioni rilevanti ai sensi dell'art. 120, comma 2 del TUF, prevedeva l'introduzione di soglie aggiuntive ridotte pari all'1% e al 3%, rispettivamente per le società PMI e non PMI ai sensi dell'art. 1 w-quater.1 del TUF.

### Le offerte al pubblico di acquisto e di scambio

Tav. all.2 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		EGM	non quotate	concorrenti	finalizzate al delisting	Ops/Opas
2018	9	--	2	7	--	18	2	3	--	11	3
2019	4	--	2	4	2	12	4	--	--	9	--
2020	2	--	5	4	2	13	--	--	--	8	2
2021	5 <sup>1</sup>	--	--	11 <sup>2</sup>	1	17	2	1	--	14	--
2022	7	--	3	11 <sup>3</sup>	2	23	4	--	--	20	2 <sup>4</sup>
2023	7 <sup>5</sup>	--	--	11 <sup>6</sup>	3	21	10	--	--	18	1
2024	2	4	2	10	2	20	5	--	--	19	2

<sup>1</sup> L'offerta obbligatoria su azioni Guala Closures Spa era accompagnata anche da un'offerta volontaria totalitaria sui *warrant*. <sup>2</sup> L'offerta volontaria totalitaria su azioni CFT Spa era accompagnata anche da un'offerta volontaria totalitaria su azioni speciali e azioni a voto plurimo. <sup>3</sup> Le Opa promosse sulle azioni ordinarie di Banca di Cividale Spa e Sourcesense Spa sono state accompagnate da una offerta su *warrant* degli stessi emittenti; l'Opa sulle azioni ordinarie di Banca Carige Spa è stata accompagnata da una offerta su azioni di risparmio. <sup>4</sup> L'Ops Intek Group Spa è stata promossa contestualmente su azioni ordinarie, azioni di risparmio e *warrant* dello stesso emittente. <sup>5</sup> Le Opa promosse su Renergetica Spa, Digital360 Spa, Sebino Spa, Cover 50 Spa hanno riguardato titoli negoziati su EGM e quindi sono obbligatorie ai sensi degli statuti sociali dei citati Emittenti. <sup>6</sup> L'Opa su KME Group Spa è stata promossa contestualmente su azioni ordinarie, azioni di risparmio e *warrant* dello stesso emittente. Le Opa su Net Insurance Spa, Nice Footwear Spa e Reevo Spa sono state promosse contestualmente su azioni ordinarie e *warrant* degli stessi emittenti.

## Le operazioni con parti correlate e gli organi di controllo

**Tav. all.3 Documenti informativi su operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate pubblicati nel 2024 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	3	13	--	16
finanziamento	--	8	2	10
operazioni sul capitale	--	10	2	12
trasferimento di asset	1	9	2	12
<i>totale</i>	<i>4</i>	<i>40</i>	<i>6</i>	<i>50</i>

## L'informazione fornita dagli emittenti

**Tav. all.4 Vigilanza sull'informativa societaria e sugli assetti proprietari**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
richieste di informazioni <i>ex art. 115 del TUF</i> <sup>1</sup>	414	394	314	366	271	268	251
richieste di pubblicazione di dati e notizie <i>ex art. 114 del TUF</i>	19	17	33	15	18	8	10
esoneri e proroghe <i>ex art. 114, c. 6, del TUF</i>	5	4	1	4	5	2	2
richieste di comunicazione di dati e notizie <i>ex art. 114, c. 3, del TUF</i>	--	--	--	3	6	3	2
richieste di pubblicazione immediata di raccomandazioni in presenza di <i>rumours ex art. 69-novies</i> , Regolamento Emittenti	7	4	8	6	5	2	4
ritardo di diffusione di informazioni privilegiate, <i>ex art. 17, c. 4 e c. 5, Regolamento MAR</i>	362	322	323	412	401	303	358
lettere di richiamo	5	4	1	1	8	1	1
impugnative di bilancio	--	--	1	--	--	--	--
procedimenti di non conformità <i>ex art. 154-ter, c. 7, del TUF</i>	3	2	1	1	2	2	
segnalazioni all'Autorità Giudiziaria	5	6	2	6	3	2	1

<sup>1</sup> Il dato comprende anche le richieste di informazioni sull'azionariato.

**Tav. all.5 Emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 <sup>1</sup>
numero emittenti	56	58	58	57	52	58	57

Gli emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante, ai sensi dell'art. 116 del TUF, sono definiti dall'art. 2-bis del Regolamento Emittenti, con riferimento sia alle azioni sia alle obbligazioni. Ove non diversamente indicato il dato si riferisce al 31 dicembre dell'anno. <sup>1</sup> A seguito dell'entrata in vigore della legge n. 21 del 5 marzo 2024, a far data dal 27 marzo 2024 sono venuti meno gli obblighi di comunicazione alla CONSOB da parte degli emittenti titoli diffusi tra il pubblico in misura rilevante. I dati relativi agli emittenti diffusi riportati per il 2024, quindi, fotografano la situazione a tale data e non sono stati più oggetto di aggiornamento da parte della CONSOB.

**Tav. all.6 Dichiarazioni non finanziarie (DNF) pubblicate ai sensi del d.lgs. 254/2016**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>società che hanno pubblicato DNF</b>	208	204	210	211	208	213
<i>con azioni quotate</i>	152 <sup>1</sup>	149	150	145	142	145
<i>con titoli quotati su mercati regolamentati diversi da quelli domestici</i>	28	22	20	24	24	25
<i>banche e assicurazioni non quotate</i>	24	23	24	23	23	23
<i>emittenti che hanno pubblicato la DNF in via volontaria</i>	4	10	16	19	19	20

<sup>1</sup> Il dato include una DNF pubblicata da società quotata su base volontaria.

*I prospetti informativi*

**Tav. all.7 Vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di strumenti azionari**  
(numero prospetti informativi)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>ammissione alle negoziazioni di titoli azionari<sup>1</sup></b>	15	18	13	11	10	13	5
<i>di cui tramite offerta al pubblico</i>		3	3	--	--	--	--
<b>aumenti di capitale in opzione ai soci<sup>2</sup></b>	11	2	5	8	4	6	5
<b>altre offerte<sup>3</sup></b>	1	--	--	--	--	--	--
<b>offerte di titoli non quotati di emittenti italiani<sup>4</sup></b>	2	--	--	2	2	1	3
<b>giudizi di equivalenza<sup>5</sup></b>	2	--	--	--	--	--	--
<b>documenti di esenzione<sup>6</sup></b>	--	--	--	--	1	1	--
<b><i>totale</i></b>	<b>31</b>	<b>20</b>	<b>18</b>	<b>21</b>	<b>17</b>	<b>21</b>	<b>13</b>

I dati non includono i casi in cui, nel corso dell'istruttoria di approvazione del prospetto, l'emittente ha maturato la decisione di rinunciare all'obiettivo dell'ammissione a quotazione o dell'offerta al pubblico. <sup>1</sup> I dati riguardano le operazioni per le quali è stata concessa nel corso dell'anno l'approvazione del prospetto di ammissione alle negoziazioni, incluse operazioni di società già quotate non riconducibili ad aumenti di capitale in opzione. <sup>2</sup> Aumenti di capitale di società quotate (inclusi quelli con abbinati *warrants* e obbligazioni convertibili). <sup>3</sup> Il dato include offerte di vendita, pubbliche o private, o di sottoscrizione, non finalizzate all'ammissione a quotazione e i piani di *stock options* riservati ai dipendenti, mentre non comprende le offerte che hanno comportato il riconoscimento di prospetti esteri. <sup>4</sup> Sono inclusi i prospetti relativi a emittenti diffusi, a emittenti azioni non diffuse e a costituende banche; sono esclusi i prestiti obbligazionari, i *covered warrants* e *certificables* e le offerte riservate ai dipendenti. <sup>5</sup> A seguito dell'entrata in vigore del Regolamento (UE) 2017/1129 (Regolamento Prospetto), a partire dal 21 luglio 2019 non sono più emessi giudizi di equivalenza. <sup>6</sup> Si tratta di documento sottoposto ad approvazione preventiva ai sensi dell'art. 1, paragrafo 6-bis, lettera b) del Regolamento (UE) 2017/1129.

**Tav. all.8 Vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di strumenti *non-equity***  
(numero documenti)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>documenti relativi a prestiti obbligazionari</b>	57	45	18	26	15	32	24
<b><i>covered warrants e certificables</i></b>	24	13	13	7	17	11	11
<b>ammissione a quotazione di <i>warrants</i></b>	6	3	4	3	1	--	2
<b>Oicr<sup>1</sup></b>	431	384	319	370	426	405	445
<b><i>totale</i></b>	<b>518</b>	<b>445</b>	<b>354</b>	<b>406</b>	<b>459</b>	<b>448</b>	<b>482</b>

<sup>1</sup> Il dato comprende le offerte al pubblico di quote di fondi comuni e di azioni di Sicav, le ammissioni a quotazione di quote di partecipazione in fondi chiusi italiani e di strumenti finanziari emessi da società di gestione di diritto estero. Il dato include anche le commercializzazioni di nuovi comparti di Oicr esteri armonizzati.

**Tav. all.9 Offerte di obbligazioni, *certificates* e *covered warrants* di banche per tipologia di strumento**  
(prospetti domestici sottoposti al regime ordinario; valori monetari in milioni di euro)

	controvalore collocato			numero titoli offerti		
	obbligazioni	<i>certificates</i> e <i>covered warrants</i>	<i>totale</i>	obbligazioni	<i>certificates</i> e <i>covered warrants</i>	<i>totale</i>
2018	3.706	3.926	<i>7.632</i>	103	67	<i>170</i>
2019	3.794	6.791	<i>10.585</i>	93	107	<i>200</i>
2020	472	1.749	<i>2.221</i>	41	49	<i>90</i>
2021	647	1.461	<i>2.108</i>	23	428	<i>451</i>
2022	3.084	3.245	<i>6.329</i>	31	1.056	<i>1.087</i>
2023	5.900	3.674	<i>9.574</i>	74	1.038	<i>1.112</i>
2024	2.363	2.099	<i>4.462</i>	56	1.284	<i>1.340</i>

I dati si riferiscono alle offerte sottoposte al regime ordinario di cui agli artt. 94 e ss. del TUF.

**Tav. all.10 Soggetti autorizzati dalla CONSOB all'emissione di titoli di risparmio per l'economia meridionale, numero emissioni e controvalore collocato**  
(valori monetari in milioni di euro)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
numero soggetti autorizzati	4	2	1	1	2	--	3
numero emissioni	5	3	1	1	2	--	4
controvalore collocato	34	18	8	10	22	--	33

Con l'entrata in vigore del d.m. 1° dicembre 2011 che disciplina i titoli di risparmio per l'economia meridionale sono state dettate le misure attuative dell'art. 8 comma 4 del d.l. 70/2011. La norma mira a consentire alle banche italiane, comunitarie ed extra-comunitarie, di emettere titoli di risparmio per favorire il riequilibrio territoriale dei flussi di credito per gli investimenti a medio e lungo termine delle piccole e medie imprese e per sostenere progetti etici nel Mezzogiorno. I titoli sono soggetti a un regime fiscale agevolato (aliquota sui redditi di capitale pari al 5% anziché al 20%).

**Tav. all.11 Offerta al pubblico e/o ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari *non-equity* – documenti 'passaportati'**

	Lussemburgo	Germania	Irlanda	Regno Unito	Francia	altri	<i>totale complessivo</i>
2018	257	93	85	47	36	9	<i>527</i>
2019	264	89	74	18	47	14	<i>506</i>
2020	256	73	92	21	47	39	<i>528</i>
2021	213	89	115	--	40	63	<i>520</i>
2022	213	110	113	--	45	64	<i>545</i>
2023	244	105	106	--	36	112	<i>603</i>
2024	223	129	131		49	166	<i>698</i>

La categoria 'altri' include Olanda, Austria, Liechtenstein, Svezia ed Estonia.

**Tav. all.12 KIDs notificati nel 2024 ai sensi del Regolamento PRIIPs per tipologia di prodotto**

tipologia di prodotto finanziario <sup>1</sup>	nuovi prodotti		updates		totale notifiche	
	numero	peso <sup>2</sup>	numero	peso <sup>2</sup>	numero	peso <sup>2</sup>
securities	243.432	98,1	6.901.253	96,9	7.144.685	96,9
derivatives	1.749	0,7	62.156	0,9	63.905	0,9
IBIPs	193	0,1	124.448	1,7	124.641	1,7
CISs	2.709	1,1	38.452	0,5	41.161	0,5
deposits	5	0,0	158	0,0	163	0,0
<i>totale</i>	<i>248.088</i>	<i>100,0</i>	<i>7.126.467</i>	<i>100,0</i>	<i>7.374.555</i>	<i>100,0</i>

<sup>1</sup> Le 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 IBIPs si intendono gli *insurance-based investment products*; per CISs si intendono i *collective investment schemes*; per *deposits* si intendono i depositi strutturati. <sup>2</sup> Percentuale sul totale.

**Tav. all.13 KIDs notificati nel 2024 per settore e provenienza geografica dei *manufacturer* dei PRIIPs**

(numero prodotti e *updates* per tipologia di *manufacturer* con almeno un KID notificato nel 2024)

provenienza geografica	settore	numero prodotti	numero <i>updates</i>	<i>totale</i>
<b>italiani</b>				
<i>di cui:</i>	<i>banche</i>	2.633	93.871	96.504
	<i>imprese di assicurazione</i>	149	81.174	81.323
	<i>imprese di investimento</i>	--	1	1
	<i>Sgr</i>	379	1.746	2.125
	<i>società non finanziarie</i>	46	55	101
<b>esteri</b>				
<i>di cui:</i>	<i>banche</i>	217.163	5.846.434	6.063.597
	<i>imprese di assicurazione</i>	44	43.274	43.318
	<i>imprese di investimento</i>	25.344	1.023.201	1.048.545
	<i>gestori collettivi</i>	2330	36.706	39.036
	<i>società di gestione dei mercati</i>	--	5	5
	<i>totale complessivo</i>	<i>248.088</i>	<i>7.126.467</i>	<i>7.374.555</i>

### III LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI

#### *Gli intermediari bancari e le imprese di investimento*

**Tav. all.1 Intermediari per servizi di investimento autorizzati**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<i>totale soggetti autorizzati</i>	<i>535</i>	<i>520</i>	<i>506</i>	<i>482</i>	<i>459</i>	<i>447</i>	<i>442</i>
<b>Banche</b>							
<i>numero soggetti autorizzati</i>	<i>468</i>	<i>452</i>	<i>442</i>	<i>418</i>	<i>398</i>	<i>386</i>	<i>382</i>
consulenza in materia di investimenti	419	405	405	367	378	355	349
negoziazione per conto proprio	309	296	299	274	282	265	262
esecuzione di ordini per conto dei clienti <sup>1</sup>	429	415	418	375	398	362	357
assunzione a fermo e/o collocamento sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente	135	131	134	120	127	114	114
collocamento senza impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente	419	407	406	367	376	355	351
gestione di portafogli	131	125	125	109	116	106	104
ricezione e trasmissione di ordini	432	417	418	377	386	366	362
gestione di MTF	2	4	3	2	2	3	3
<i>numero medio di servizi per soggetto</i>	<i>4,9</i>	<i>4,9</i>	<i>5,0</i>	<i>5,0</i>	<i>5,0</i>	<i>5,0</i>	<i>5,0</i>
<b>Sim</b>							
<i>numero soggetti autorizzati</i>	<i>67</i>	<i>68</i>	<i>64</i>	<i>64</i>	<i>61</i>	<i>61</i>	<i>60</i>
consulenza in materia di investimenti	57	52	52	47	47	45	45
negoziazione per conto proprio	13	15	15	15	15	16	16
esecuzione di ordini per conto dei clienti <sup>1</sup>	62	55	55	49	49	45	44
assunzione a fermo e/o collocamento sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente	5	5	5	5	5	5	5
collocamento senza impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente	40	38	38	32	32	36	35
gestione di portafogli	32	33	33	26	26	25	25
ricezione e trasmissione di ordini	35	36	36	35	35	39	39
gestione di MTF	3	1	1	1	1	1	1
<i>numero medio di servizi per soggetto</i>	<i>3,7</i>	<i>3,7</i>	<i>3,7</i>	<i>3,5</i>	<i>3,4</i>	<i>3,5</i>	<i>3,5</i>

Fonte: CONSOB e Banca d'Italia. <sup>1</sup> A partire dal 2018 sono inclusi anche i soggetti autorizzati 'di diritto' a tale servizio con la limitazione operativa della sottoscrizione e compravendita di strumenti finanziari di propria emissione, così come previsto dall'art. 10, comma 7, del decreto legislativo 3 agosto 2017, n. 129.

**Tav. all.2 Banche, Sim e imprese di investimento comunitarie e di paesi terzi**  
(numero di iniziative)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	di cui:		
								richieste <sup>1</sup>	convocazioni <sup>2</sup>	richiami <sup>3</sup>
banche	540	167	140	162	152	193	168	114	8	46
Sim, imprese di investimento comunitarie e di paesi terzi	111	53	42	20	26	46	22	16	2	4

<sup>1</sup> Richieste di dati e notizie ex art. 6-bis, comma 4, lett. a), del TUF. <sup>2</sup> Convocazione esponenti aziendali ex art. 7, comma 1, lett. a), del TUF. <sup>3</sup> Richiami di attenzione art. 7, comma 1-ter, del TUF.

### Tav. all.3 Albo delle Sim

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Sim iscritte a fine anno	67	68	64	64	61 <sup>1</sup>	61	60
Sim iscritte nell'anno	3	5	4	5	3	5	2
Sim cancellate nell'anno	6	4	8	5	6	5	3

<sup>1</sup> Di cui una Sim fiduciaria dinamica.

### Le società di gestione di portali di crowdfunding

#### Tav. all.4 Soggetti per servizi di *crowdfunding* autorizzati iscritti al registro tenuto dall'ESMA ai sensi dell'art. 14 del Regolamento (UE) 2020/1503

	2023 <sup>1</sup>	2024
numero soggetti europei autorizzati	17	41
<i>lending-based crowdfunding (art. 2, c. 1, lett. a), sub i) del Regolamento (UE) 2020/1503</i>	9	20
<i>investment-based crowdfunding (art. 2, c. 1, lett. a), sub ii) del Regolamento (UE) 2020/1503</i>	12	27

<sup>1</sup> Dall'11 novembre 2023, data dalla quale hanno potuto operare esclusivamente i soggetti autorizzati ai sensi dell'art. 12 del Regolamento (UE) 2020/1503.

### La protezione degli investitori e la gestione degli esposti

#### Tav. all.5 Esposti

(numero esposti a fine anno)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 <sup>1</sup>
ricevuti	2.866	2.838	2.778	2.574	2.742	2.713	2.742
procedibili	2.510	2.491	2.465	2.332	2.535	2.490	2.617

<sup>1</sup> Il dato relativo agli esposti ricevuti include quelli la cui procedibilità è in corso di valutazione. Sono considerati 'improcedibili' gli esposti: i) da cui non siano desumibili i soggetti vigilati, i fatti oggetto di doglianza e, in generale, elementi utili ai fini dell'attività di vigilanza della CONSOB; ii) dai quali non siano ravvisabili ipotesi di violazione di norme specifiche; iii) riguardanti soggetti o materie non rientranti nella competenza della CONSOB. Sei soli degli esposti ricevuti nel 2024 sono classificabili come 'qualificati', in quanto inoltrati a norma degli artt. 4-*undecies* e 4-*duodecies* del TUF (*whistleblowing*) e ai sensi della Direttiva di esecuzione (UE) 2015/2392 relativa al Regolamento MAR.

**Tav. all.6 Esposti procedibili per soggetto coinvolto e oggetto della segnalazione**

soggetti coinvolti

	banche	soggetti non autorizzati	emittenti	consulenti	società di revisione	Sim	altro	<i>totale</i>
2018	1.517	629	242	64	54	158	192	<i>2.856</i>
2019	1.431	852	244	27	10	50	387	<i>3.001</i>
2020	983	758	348	17	--	219	233	<i>2.558</i>
2021	865	1.138	89	4	3	16	21	<i>2.136</i>
2022	813	1.342	165	27	1	160	132	<i>2.640</i>
2023	865	1.248	148	4	1	132	123	<i>2.521</i>
2024	684	1.557	153	17	2	111	165	<i>2.689</i>

oggetto degli esposti

	prestazione servizi di investimento	abusivismi finanziari	piattaforme negoziazione	condotte consulenti	revisione contabile	governance e informativa societaria	altro	<i>totale</i>
2018	1.545	634	128	73	67	173	326	<i>2.946</i>
2019	1.382	854	113	41	15	155	440	<i>3.000</i>
2020	1.213	772	404	16	--	117	25	<i>2.547</i>
2021	926	1.148	58	2	3	71	61	<i>2.269</i>
2022	842	1.352	115	10	4	110	268	<i>2.701</i>
2023	761	1.257	95	13	2	108	337	<i>2.573</i>
2024	592	1.562	77	13	2	102	372	<i>2.720</i>

Il numero complessivo degli esposti 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 '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' include le società fiduciarie e le imprese di investimento comunitarie con e senza 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, in precedenza compresa nella categoria 'prestazione servizi d'investimento', e le offerte abusive, in precedenza 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*.

## IV LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ DI REVISIONE

### Le società di revisione

Tav. aIV.1 Soggetti abilitati all'attività di revisione dei conti incaricati da enti di interesse pubblico (EIP) ed enti sottoposti a regime intermedio (ESRI)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	di cui		
								società di revisione	persone fisiche	federazioni <sup>1</sup>
soggetti abilitati	46	37	38	35	43	42	42	20	20	2
EIP ed ESRI <sup>2</sup>	1.450	1.400	1.360	1.392	1.399	1.345	1.225			

<sup>1</sup> Federazioni delle Cooperative del Trentino-Alto Adige (per il tramite di otto dipendenti, abilitati alla revisione legale). <sup>2</sup> Il dato 2024 include 704 EIP e 521 ESRI (non sono inclusi i fondi comuni di diritto italiano).

Tav. aIV.2 Distribuzione degli incarichi di revisione sui bilanci delle società quotate

	società di revisione legale							
	big four		società medie		società piccole		totale	
	numero incarichi	quota di mercato <sup>1</sup>	numero incarichi	quota di mercato <sup>1</sup>	numero incarichi	quota di mercato <sup>1</sup>	numero incarichi	quota di mercato <sup>1</sup>
2018	202	88	18	8	9	4	229	100
2019	199	88	19	8	8	4	226	100
2020	200	91	14	6	7	3	221	100
2021	198	90	15	7	7	3	220	100
2022	191	89	16	7	9	4	216	100
2023	181	89	13	7	9	4	203	100
2024	182	87	15	7	12	6	209	100

<sup>1</sup> Valori percentuali.

**Tav. aIV.3 Tipologie di cessazione anticipata dell'incarico di revisione legale dei conti**

	revoca	risoluzione consensuale	dimissioni
2018	32	55	2
2019	93	190	--
2020	22	68	2
2021	12	87	3
2022	26	29	--
2023	14	101	6
2024	10	60	4
<i>di cui:</i>			
<i>cambio del soggetto controllante</i>	2	9	--
<i>cambio del revisore del gruppo</i>	--	13	--
<i>perdita/acquisizione della status di ente di interesse pubblico</i>	7	21	--
<i>situazione sopravvenuta idonea a compromettere l'indipendenza/mancato pagamento corrispettivo</i>	--	1	2
<i>sopravvenuta insussistenza dell'obbligo di revisione legale per l'intervenuta carenza dei requisiti previsti dalla legge</i>	1	--	--
<i>sopravvenuta inidoneità a svolgere l'incarico per insufficienza mezzi propri</i>	--	--	2
<i>altro, di cui</i>	--	16	--
<i>adozione delle policy del revisore unico di gruppo/fondo comune-gestore /SPV-originator</i>	--	11	--
<i>Cambio del gestore del fondo comune italiano gestito da Sgr/GEFIA UE /extra UE/SGE</i>	--	3	--
<i>nuove revise per entità costituita con fusione per incorporazione inversa /ridefinizione del piano di revisione della capogruppo</i>	--	2	--

I dati relativi alle risoluzioni consensuali per l'anno 2023 includono, in particolare, 52 casi (su un totale di 121 cessazioni anticipate pari al 43%) connessi per la maggior parte al cambio del revisore da parte di un gruppo bancario di banche di credito cooperativo e alla conseguente attuazione della *policy* di gruppo adottata, finalizzata ad avere un unico revisore di gruppo.

**Tav. aIV.4 Giudizi delle società di revisione sui bilanci delle società quotate in mercati regolamentati italiani**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
giudizi negativi o impossibilità di esprimere un giudizio	7	8	6	4	5	3	3
giudizi con rilievi	3	--	2	2	4	2	2
giudizi con richiami di informativa	20	6	8	14	15	6	11

Fonte: relazioni delle società di revisione pubblicate nell'anno indicato in colonna e riferite all'esercizio precedente. 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 di esprimere 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).

## V L'ATTIVITÀ ISPETTIVA E IL CONTRASTO ALL'ABUSIVISMO

### L'attività ispettiva e gli accertamenti sui siti internet

#### Tav. aV.1 Accertamenti ispettivi avviati e conclusi

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	di cui:			
								I trimestre	II trimestre	III trimestre	IV trimestre
ispezioni avviate	21	23	13	14	15	17	15	5	3	2	5
ispezioni concluse	15	24	18	11	12	20	14	1	4	5	4

#### Tav. aV.2 Soggetti sottoposti ad accertamenti ispettivi

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
intermediari	12	9	7	7	8	9	5
società quotate	2	3	--	4	3	2	2
società di revisione	2	9	4	3	3	4	4
altro	5	2	2	--	1	2	4

La categoria 'società quotate' non include gli intermediari quotati, riportati nella categoria 'intermediari'.

#### Tav. aV.3 Aree di indagine delle verifiche ispettive avviate

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
intermediari e prodotti	6	7	7	5	5	6	4
emittenti e società di revisione	7	6	2	4	4	5	3
mercati	3	2	--	1	2	--	1
altro	6	8	4	4	4	6	7

Nel 2024 le indagini hanno riguardato in quattro casi il rispetto delle regole di condotta in materia di intermediari e prodotti; in tre casi verifiche in materia di informativa contabile, assetti proprietari, operazioni con parti correlate, nonché le modalità di svolgimento dei lavori di revisione contabile relativi a bilanci su emittenti quotati; in un caso verifica in materia di disciplina dei mercati regolamentati; in tre casi verifiche sul rispetto della disciplina antiriciclaggio; in tre casi verifiche sul rispetto della disciplina in materia di fornitori di servizi di *crowdfunding* (di cui due richieste dalla Banca d'Italia su profili di propria competenza); in un caso, su richiesta della Banca d'Italia, verifica in materia di intermediari su profili di propria competenza.

#### Tav. aV.4 Accertamenti su siti internet in materia di abusivismo

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
accertamenti svolti	276	427	397	414	420	406	358
siti web analizzati	555	846	778	935	807	822	741

### La prevenzione e il contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo

#### Tav. aV.5 Soggetti sottoposti a verifiche ispettive in materia di antiriciclaggio

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
società di revisione	--	6	2	3	1	3	3
Sim o Sgr	2	1	--	1	1	--	--

## L'attività di contrasto all'abusivismo

**Tav. aV.6 Materia delle istruttorie per ipotesi di abusivismo**

	intermediazione	offerta al pubblico	offerta e intermediazione	crowdfunding	segnalazioni inappropriate	totale
2018	154	38	13	2	1	208
2019	303	63	7	5	2	380
2020	285	39	10	3	11	348
2021	329	24	15	1	13	382
2022	266	20	18	5	41	350
2023	293	19	5	1	31	349
2024	293	15	4	2	27	341

**Tav. aV.7 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		segnalazioni all'Autorità Giudiziaria	totale provvedimenti	totale siti internet oscurati
	sospensione cautelare <sup>1</sup>	divieto	comunicazione a tutela dei risparmiatori	ordine di cessazione e oscuramento <sup>2</sup>			
2018	12	16	9	98	136	271	--
2019	19	22	3	164	218	426	117
2020	9	11	9	185	208	422	237
2021	7	7	2	183	210	409	246
2022	7	4	4	183	199	397	215
2023	12	10	1	167	190	380	185
2024	8	9	3	180	206	406	200

<sup>1</sup> A partire dal mese di luglio 2019 la CONSOB si avvale del potere di oscurare i siti *internet* degli operatori che prestano servizi e attività di investimento in assenza di autorizzazione, destinatari dell'ordine di cessazione della condotta illecita. A partire da marzo 2020 tale potere di oscuramento è stato attribuito alla CONSOB anche in relazione ai siti *internet* mediante i quali sono svolte le abusive offerte al pubblico di prodotti finanziari che vengono sospese e vietate. Il numero dei siti *internet* oscurati risulta maggiore rispetto al numero dei riferiti provvedimenti (ordini di cessazione e sospensioni/divieti) in quanto gli stessi, in alcuni casi, sono stati assunti nei confronti di persone fisiche o giuridiche cui sono risultati riconducibili più siti *internet*.

## VI L'ATTIVITÀ DI COMUNICAZIONE E LE ALTRE ATTIVITÀ A TUTELA DELL'INVESTITORE

### *La gestione del sito internet e le relazioni con l'esterno*

**Tav. aVI.1 Accessi alle pagine del sito internet**  
(migliaia di accessi)

pagine	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
home page (novità)	1.759	1.478	1.552	1.320	1.196	1.005	2.109
per i risparmiatori	888	684	714	643	508	686	431
per i soggetti vigilati	443	342	301	280	216	225	214
per i giornalisti	10	12	22	37	43	33	20
la CONSOB	949	1.034	1.019	704	1.063	893	718
emittenti	2.596	3.089	3.583	3.529	3.888	2.683	3.483
intermediari e mercati	2.000	2.880	3.389	3.570	3.450	4.485	3.059
decisioni della CONSOB/Bollettino	863	903	840	1.675	1.629	1.564	2.641
regolamentazione	1.567	1.223	1.175	952	833	825	701
pubblicazioni e comunicati	400	616	702	950	1.364	1.214	1.846
altri siti	19	8	6	5	3	3	2
aiuto e mappa del sito	40	36	30	25	21	15	10
versione in lingua inglese	1.169	1.718	1.975	1.243	962	1.356	1.118
Autorità trasparente	182	130	94	99	127	90	158

Fonte: elaborazioni su dati Google Analytics.

**Tav. aVI.2 Richieste scritte di documentazione e informazioni relative all'attività della CONSOB**

	richiedenti			oggetto della richiesta				totale
	investitori e operatori istituzionali	risparmiatori, studenti e altri soggetti	totale	delibere, comunicazioni, prospetti	testi integrati di leggi e regolamenti	dati e informazioni	altro	
2018	880	1.520	2.400	240	235	1.515	410	2.400
2019	595	1.403	1.998	251	210	1.122	415	1.998
2020	650	1.530	2.180	245	198	1.417	320	2.180
2021	654	1.666	2.320	248	190	1.450	432	2.320
2022	560	1.940	2.500	140	186	1.490	594	2.410
2023	650	2.150	2.800	150	120	2.400	130	2.800
2024	505	2.500	3.005	132	110	2.600	163	3.005

## L'attività dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie

**Tav. aVI.3 Ricorsi ricevuti dall'Arbitro per le Controversie Finanziarie**

	totale ricorsi ricevuti		ricorsi ricevuti da residenti per area geografica <sup>1</sup>			
		di cui procedibili	Nord	Centro	Sud e Isole	totale
2018	1.824	1.404	677	440	699	1.816
2019	1.678	1.406	542	380	748	1.670
2020	1.772	1.534	657	314	791	1.762
2021	1.582	1.355	674	294	601	1.569
2022	1.116	797	461	190	456	1.107
2023	963	729	444	197	301	942
2024	961	783	420	237	285	942

Fonte: Arbitro per le Controversie Finanziarie. <sup>1</sup> Il dato non include i ricorsi presentati da soggetti residenti all'estero.

**Tav. aVI.4 Intermediari coinvolti nei ricorsi ricevuti dall'Arbitro per le Controversie Finanziarie**

	banche	Sgr	Sim	fornitori servizi di crowdfunding	imprese investimento comunitarie	consulenti <sup>1</sup>	altro <sup>2</sup>	totale
2018	71	10	4	--	2	--	1	88
2019	75	8	5	--	5	--	--	93
2020	68	11	7	--	3	--	--	89
2021	66	9	7	3	3	1	--	89
2022	61	7	3	--	2	1	1	75
2023	67	10	6	--	1	--	2	86
2024	60	5	2	2	1	--	1	71

Fonte: Arbitro per le Controversie Finanziarie. <sup>1</sup> Il dato include sia i consulenti finanziari autonomi sia le società di consulenza finanziaria. <sup>2</sup> Il dato include, le società di gestione del risparmio UE, le imprese di paesi terzi diverse dalle banche autorizzate dalla CONSOB a operare in Italia mediante stabilimento di succursale e le imprese di assicurazioni.

## VII L'ATTIVITÀ SANZIONATORIA

### *I provvedimenti sanzionatori*

#### **Tav. aVII.1 Sanzioni pecuniarie irrogate dalla CONSOB**

(valori monetari in milioni di euro)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
prestazione di servizi di investimento	6,6	1,6	0,9	0,8	0,3	0,1	0,2
offerta al pubblico e informativa societaria <sup>1</sup>	5,2	4,5	2,7	5,2	1,9	1,3	2,4
mercati	10,6	4,3	9,1	2,1	3,1	2,1	9,0
<i>di cui:</i>							
<i>abusi di mercato</i>	10,4	4,3	8,8	1,1	2,9	1,5	3,1
<i>short selling</i>	0,2	0	0	0,1	0	..	5,4
<i>disciplina MAR</i>	–	–	0,3	0,8	0,1	0,5	0,5
<i>disciplina EMIR</i>	–	–	..	0,1	0,1	0,1	–
<i>totale</i>	22,4	10,4	12,7	8,1	5,3	3,5	11,6
<i>numero soggetti sanzionati</i>	420	88	109	110	65	67	83

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 (OCF) a seguito della delibera 20704 del 15 novembre 2018. I dati non includono i casi di offerta abusiva e *crowdfunding* nonché le persone giuridiche che rispondono in solido con gli autori delle violazioni in materia di abusi di mercato né i soggetti a cui, dal 2019, è stata applicata la misura amministrativa sanzionatoria della 'dichiarazione pubblica'. Nel 2022 ai soggetti sanzionati si aggiungono due persone giuridiche responsabili in solido con gli autori delle violazioni in materia di abusi di mercato. <sup>1</sup> Include le sanzioni irrogate per violazioni della disciplina in materia di partecipazioni rilevanti e patti parasociali, revisione legale, responsabilità degli organi di controllo.

**Tav. aVII.2 Provvedimenti sanzionatori per violazioni di norme in materia di abusi di mercato**  
(valori monetari in milioni di euro)

	numero casi	numero soggetti sanzionati <sup>1</sup>	enti responsabili in solido	importo sanzioni	importo confische	n. soggetti interessati da pene accessorie	pene accessorie (mesi)
2018	11	53	4	10,4	9,6	51	492
2019	11	25	3	4,3	0,8	22	254
2020	6	60	7	8,8	1,1	57	473
2021	4	11	3	1,1	..	9	88
2022	3	25	3	2,9	0,4	24	243
2023	7	32	2	1,5	0,4	30	153
2024	8	29	5	3,1	0,4	24	239
<i>di cui:</i>							
<i>abuso informazioni privilegiate</i>	4	14	--	0,7	0,4	14	76
<i>manipolazione</i>	4	15	5	2,4	--	10	163

L'abuso e la comunicazione illecita di informazioni privilegiate sono sanzionati ai sensi degli artt. 187-bis, quater, quinquies e sexies del TUF; la manipolazione del mercato è sanzionata ai sensi degli artt. 187-ter, quater, quinquies e sexies del TUF. <sup>1</sup> Il numero di soggetti sanzionati nel 2016 per abuso di informazioni privilegiate comprende i soggetti sanzionati ai sensi dell'art. 187-bis; il dato sulla manipolazione del mercato 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). 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). Il dato del 2019 comprende soggetti sanzionati ai sensi degli artt. 187-bis, 187-ter del TUF (23 persone fisiche) e 187-quinquies (due persone giuridiche). Il dato del 2020 comprende i soggetti sanzionati ai sensi degli artt. 187-bis e 187-ter del TUF (57 persone fisiche) e 187-quinquies (tre persone giuridiche); due di questi enti si configurano anche come enti responsabili in solido in quanto contestualmente coobbligati con gli autori della violazione. Il dato del 2021 comprende i soggetti sanzionati ai sensi degli artt. 187-bis e 187-ter del TUF (nove persone fisiche) e 187-quinquies del TUF (due persone giuridiche); tre enti (di cui due enti sanzionati anche ai sensi dell'art. 187-quinquies del TUF) si configurano anche come enti responsabili in solido in quanto coobbligati con gli autori della violazione. Il dato del 2022 comprende i soggetti sanzionati ai sensi degli artt. 187-bis e 187-ter del TUF (24 persone fisiche) e 187-quinquies del TUF (una persona giuridica); tre enti (di cui uno sanzionato anche ai sensi dell'art. 187-quinquies del TUF) si configurano anche come enti responsabili in solido con gli autori delle violazioni. Il dato del 2023 comprende i soggetti sanzionati ai sensi degli artt. 187-bis e 187-ter del TUF (30 persone fisiche) e 187-quinquies del TUF, due persone giuridiche, le quali si configurano anche come enti responsabili in solido con gli autori delle violazioni. Il dato del 2024 include i soggetti sanzionati ai sensi degli artt. 187-bis e 187-ter del TUF (24 persone fisiche) e 187-quinquies del TUF (cinque persone giuridiche) le quali si configurano anche come enti responsabili in solido con gli autori delle violazioni.

### Tav. aVII.3 Provvedimenti sanzionatori per violazioni del Regolamento MAR

(valori monetari in milioni di euro)

		numero casi	numero soggetti sanzionati	importo delle sanzioni	misure amministrative <sup>1</sup>
operazioni sospette ( <i>ex art. 16</i> )	2021	2	2	0,1	--
	2022	--	--	--	--
	2023	1	1	0,1	--
	2024	4	4	0,3	--
comunicazione informazioni privilegiate e tenuta elenchi persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate ( <i>ex artt. 17 e 18</i> )	2021	5	5	0,3	--
	2022	3	3	0,1	--
	2023	3	3	0,2	--
	2024	3	3	0,1	--
<i>internal dealing</i> ( <i>ex art. 19</i> )	2021	8	8	0,1	7
	2022	--	--	--	--
	2023	1	1	--	1
	2024	4	4	0,1	5
raccomandazioni di investimento ( <i>ex art. 20</i> )	2021	1	1	0,3	--
	2022	--	--	--	--
	2023	1	3	0,2	--
	2024	--	--	--	--
<i>totale</i>	2021	<i>16</i>	<i>16</i>	<i>0,8</i>	<i>7</i>
	2022	<i>3</i>	<i>3</i>	<i>0,06</i>	<i>--</i>
	2023 <sup>2</sup>	<i>6</i>	<i>8</i>	<i>0,5</i>	<i>1</i>
	2024	<i>11</i>	<i>11</i>	<i>0,5</i>	<i>5</i>

L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. <sup>1</sup> Le misure amministrative possono includere, tra le altre: l'ingiunzione diretta al soggetto responsabile della violazione di porre termine alla condotta in questione e di non reiterarla; l'avvertimento pubblico che indica il responsabile della violazione e la natura della stessa; la revoca o sospensione dell'autorizzazione di una società di investimento; l'interdizione temporanea o permanente, nei confronti di chiunque eserciti responsabilità di direzione in una società di investimento o di qualsiasi altra persona fisica ritenuta responsabile della violazione, dall'esercizio di funzioni dirigenziali in società di investimento. <sup>2</sup> Nel 2023, nell'ambito di un provvedimento adottato nei confronti di una società per violazione dell'art. 20, sono state applicate anche due sanzioni interdittive accessorie per la durata di tre mesi e due mesi nei confronti dell'amministratore delegato e del suo socio della medesima società.

**Tav. aVII.4 Sanzioni pecuniarie irrogate nei confronti di intermediari mobiliari**  
(valori monetari in milioni di euro)

	numero intermediari coinvolti <sup>1</sup>				numero soggetti sanzionati				importo delle sanzioni				pene accessorie (mesi) <sup>2</sup>
	banche	Sim	Sgr	<i>totale</i>	banche	Sim	Sgr	<i>totale</i>	banche	Sim	Sgr	<i>totale</i>	
2018	9	2	2	<i>13</i>	154	1	20	<i>175</i>	4,2	0,2	2,2	<i>6,6</i>	273
2019	4	--	2	<i>6</i>	24	--	6	<i>30</i>	1,3	--	0,2	<i>1,6</i>	--
2020	3	1	3	<i>7</i>	6	1	5	<i>12</i>	0,4	0,1	0,5	<i>0,9</i>	6
2021	1	2	1	<i>4</i>	1	6	2	<i>9</i>	..	0,6	0,1	<i>0,8</i>	48
2022	2	--	--	<i>2</i>	12	--	--	<i>12</i>	0,3	--	--	<i>0,3</i>	--
2023 <sup>3</sup>	1		1	<i>2</i>	2	--	2	<i>4</i>	..	--	--	<i>0,1</i>	--
2024	--	1	--	<i>1</i>	--	1	--	<i>1</i>	--	0,2	--	<i>0,2</i>	--

L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. <sup>1</sup> Il dato relativo alle Sim include: due imprese di investimento di diritto estero nel 2016; un'impresa di investimento di diritto estero e una succursale italiana di un'impresa di investimento di diritto estero nel 2017. A partire dal 2019 il numero di soggetti sanzionati comprende non solo le persone fisiche (24 per il 2019, cinque per il 2020 e cinque per il 2021), ma anche gli enti (sei per il 2019, sette per il 2020 e quattro per il 2021), in quanto, in applicazione delle nuove norme di matrice euorunitaria introdotte in recepimento della CRD IV in tema di imputabilità soggettiva della violazione, è prevista la responsabilità diretta dell'ente (e non, come in precedenza, la responsabilità solidale), rendendo l'ente destinatario in via principale della contestazione. Nel 2021 nei confronti di tre dei nove esponenti aziendali sanzionati è stata altresì applicata la sanzione accessoria della interdizione dallo svolgimento di funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso intermediari autorizzati per un totale di mesi quarantotto. <sup>2</sup> Sanzioni amministrative accessorie ex art. 190-bis, comma 3, del TUF. <sup>3</sup> Oltre ai soggetti indicati in tavola, nel 2023, sono state sanzionate anche: i) una persona fisica in qualità di responsabile della succursale italiana di una società di investimento di diritto cipriota, nei cui confronti sono state irrogate una sanzione amministrativa pecuniaria pari a euro 120 mila e la sanzione accessoria dell'interdizione dallo svolgimento di funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso soggetti autorizzati o presso fondi pensione per un periodo di 18 mesi; ii) una società con succursale italiana di gestione dei fondi di investimento alternativi (Gefia) di diritto maltese nei cui confronti è stata adottata una sanzione amministrativa pecuniaria pari a euro 75 mila.

**Tav. aVII.5 Sanzioni amministrative irrogate per violazioni della disciplina in materia di emittenti, informativa societaria e finanziaria e revisione legale**

(valori monetari in milioni di euro)

	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>
<b>numero casi</b>							
2018	21	1	1	1	6	3	<i>33</i>
2019	14	--	1	1	--	--	<i>16</i>
2020	15	--	1	2	5	1	<i>24</i>
2021	16	--	4	--	12	--	<i>32</i>
2022	1	--	2	2	5	2	<i>12</i>
2023	3	--	3	2	4	--	<i>12</i>
2024	6	--	5	4	5	2	<i>22</i>
<b>numero soggetti sanzionati</b>							
2018	50	1	1	4	6	8	<i>70</i>
2019	31	--	1	1	--	--	<i>33</i>
2020	18	--	1	3	6	3	<i>31</i>
2021	20	--	11	--	39	--	<i>70</i>
2022	1	--	3	3	8	9	<i>24</i>
2023	4	--	3	2	12	--	<i>21</i>
2024	11	--	6	4	10	6	<i>37</i>
<b>importo delle sanzioni</b>							
2018	3,3	...	0,2	0,3	1,1	0,3	<i>5,2</i>
2019	4,4	--	0,1	0,1	--	--	<i>4,5</i>
2020	1,5	--	0,1	0,2	0,8	0,1	<i>2,7</i>
2021	2,6	--	0,5	--	2,1	--	<i>5,2</i>
2022	0,3	--	0,1	0,1	0,8	0,6	<i>1,9</i>
2023	0,4	--	0,1	..	0,8	--	<i>1,3</i>
2024	1,1	--	0,3	0,1	0,6	0,2	<i>2,4</i>

La mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. La tavola non riporta: i procedimenti sanzionatori estinti anticipatamente stante il ricorso dei soggetti interessati alla facoltà del pagamento in misura ridotta; i soggetti a cui sono state irrogate sanzioni interdittive accessorie; i soggetti a cui, dal 2019, è stata applicata la misura amministrativa sanzionatoria della 'dichiarazione pubblica'. Nel 2021, in aggiunta alla sanzione amministrativa pecuniaria, nell'ambito delle violazioni in materia di offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita, nei confronti dell'esponente di un emittente è stata applicata anche la sanzione interdittiva accessoria per mesi due.

## IX L'ATTIVITÀ INTERNAZIONALE

### L'attività in ambito internazionale

Tav. alX.1 Scambio di informazioni fra la CONSOB e le autorità di vigilanza estere

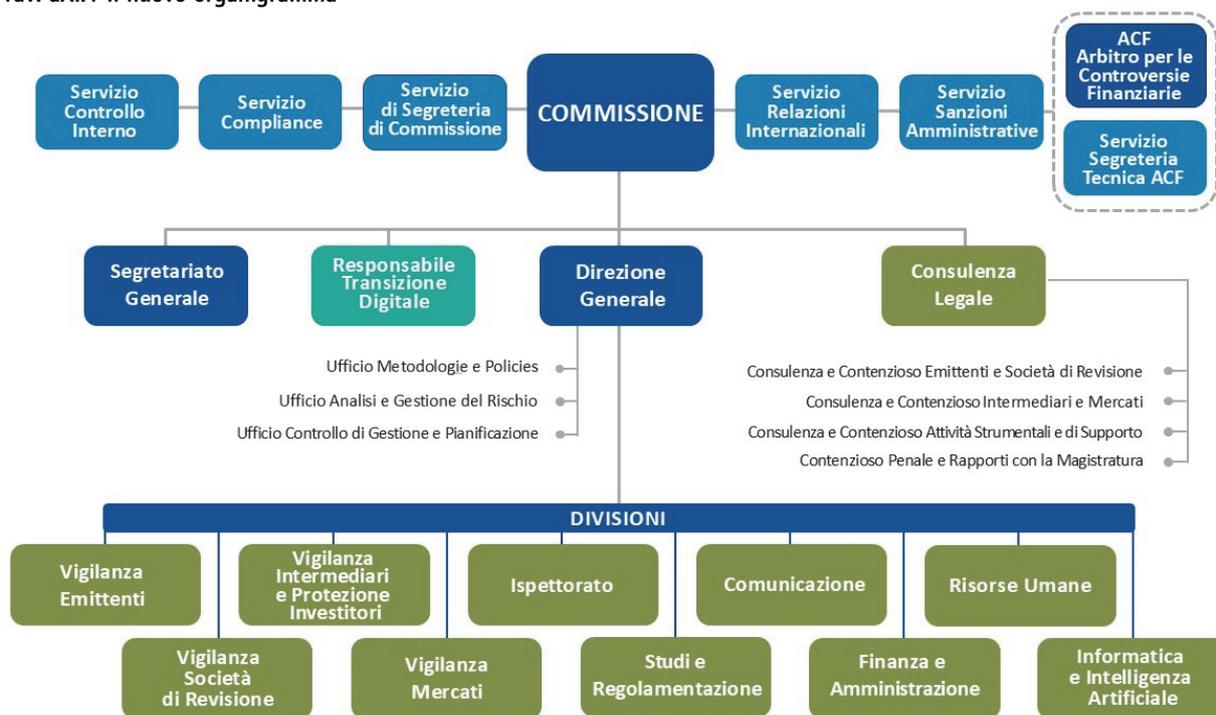
oggetto	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<i>richieste di informazioni ad autorità estere</i>							
abuso di informazione privilegiata	15	17	26	38	19	29	22
manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	9	4	18	9	3	3	9
sollecitazione e attività di intermediazione abusive	28	20	24	16	16	20	17
trasparenza e informativa societaria	20	21	17	12	9	15	18
partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	--	2	--	--	--	--
requisiti di onorabilità e professionalità	1	8	7	62	14	14	9
violazione regole di condotta	--	5	1	2	3	1	2
vendite allo scoperto	--	1	1	--	--	6	2
richieste dirette a <i>remote member</i> ai sensi art. 80 MiFID II (ex art. 57 MiFID)	10	--	4	2	--	--	1
prestazione di servizi di investimento <i>cross border</i>	17	9	58	33	6	10	5
richieste in materia di <i>audit</i>	--	1	--	--	--	--	--
<i>totale</i>	<i>100</i>	<i>86</i>	<i>158</i>	<i>174</i>	<i>70</i>	<i>98</i>	<i>85</i>
<i>segnalazioni ad autorità estere<sup>1</sup></i>							
<i>totale</i>	<i>36</i>	<i>44</i>	<i>43</i>	<i>49</i>	<i>137</i>	<i>111</i>	<i>187</i>
<i>richieste di informazioni da autorità estere</i>							
abuso di informazione privilegiata	3	7	7	4	6	7	6
manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	1	3	6	--	3	7	4
sollecitazione e attività di intermediazione abusive	2	4	8	5	5	3	7
trasparenza e informativa societaria	1	1	1	--	--	--	1
partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	2	--	--	--	--	--
requisiti di onorabilità e professionalità	45	32	31	32	41	26	26
violazione regole di condotta	--	--	--	3	--	--	--
vendite allo scoperto	--	--	--	--	--	--	--
richieste dirette a <i>remote member</i> ai sensi art. 80 MiFID II (ex art. 57 MiFID)	--	--	--	--	--	--	--
prestazione di servizi di investimento <i>cross border</i>	--	--	--	--	--	1	1
richieste in materia di <i>audit</i>	15	12	7	3	3	14	13
<i>totale</i>	<i>67</i>	<i>61</i>	<i>60</i>	<i>47</i>	<i>58</i>	<i>58</i>	<i>58</i>
<i>segnalazioni da autorità estere<sup>1</sup></i>							
<i>totale<sup>2</sup></i>	<i>144</i>	<i>104</i>	<i>206</i>	<i>156</i>	<i>193</i>	<i>163</i>	<i>154</i>

<sup>1</sup> Segnalazioni su iniziativa autonoma quali ad esempio la trasmissione di segnalazioni di operazioni sospette e la trasmissione di esposti. <sup>2</sup> Dal 2020 il dato include sia le segnalazioni da autorità estere sia le *market observations* di cui alla Tav. al.12.

## XI LA GESTIONE DELLE RISORSE UMANE

### L'organizzazione interna

Tav. aXI.1 Il nuovo organigramma



L'organigramma della CONSOB è stato modificato a seguito della riforma organizzativa attuata nel 2024.

### Tav. aXI.2 Il personale

(dati al 31 dicembre)

	dipendenti di ruolo				dipendenti a tempo determinato <sup>1</sup>	totale
	carriera direttiva	carriera operativa	carriera dei servizi generali	totale		
2018	446	203	12	661	3	664
2019	438	212	11	661	9	670
2020	433	212	11	656	9	665

	dipendenti di ruolo			dipendenti a tempo determinato <sup>1</sup>	totale
	area manageriale e alte professionalità	area operativa	totale		
2021	557	92	649	11	660
2022	548	89	637	13	650
2023	558	94	652	17	669
2024	568	92	660	15	675

L'articolazione del personale è stata modificata nel 2021 dalla Riforma delle carriere introdotta dal nuovo Regolamento del personale. A seguito della Riforma delle carriere, nell'area manageriale e alte professionalità sono confluiti 114 dipendenti appartenenti alla previgente carriera operativa per effetto dell'inquadramento straordinario nel segmento professionale di esperto; nell'area operativa sono confluiti i dipendenti appartenenti alla previgente carriera dei servizi generali. <sup>1</sup> Il dato include il personale distaccato da altre amministrazioni.

### Tav. aXI.3 Distribuzione del personale per qualifica e area organizzativa

(dati al 31 dicembre 2024)

unità organizzativa	segmento professionale				totale
	direttori centrali/direttori (e dirigenti apicali)	consiglieri	esperti	altro <sup>1</sup>	
Direzione Generale	5	18	4	11	38
Segretario Generale	2	6	1	1	10
Funzionario Generale	2	--	--	--	2
Consulenza Legale	9	20	4	3	36
Servizi <sup>2</sup>	8	54	10	12	84
Divisioni					
vigilanza <sup>3</sup>	38	198	85	23	344
supporto <sup>4</sup>	13	62	40	46	161
<i>totale</i>	<i>77</i>	<i>358</i>	<i>144</i>	<i>96</i>	<i>675</i>

I dipendenti a tempo determinato sono distribuiti nelle qualifiche secondo la relativa equiparazione. Alla data del 31 dicembre 2024 risultavano presenti 2 dipendenti distaccati da altre amministrazioni. <sup>1</sup> La voce 'altro' è costituita dal personale dell'area operativa. <sup>2</sup> Tra i Servizi è compreso il Servizio Segreteria Tecnica dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie, con un organico di 20 risorse, composto da un dirigente, 13 consiglieri, 4 esperti e 2 operativi. <sup>3</sup> Le unità di vigilanza comprendono le Divisioni: Vigilanza Emittenti, Vigilanza Società di Revisione, Vigilanza Intermediari e Protezione Investitori, Vigilanza Mercati, Ispettorato, Studi e Regolamentazione. <sup>4</sup> Le unità di supporto comprendono le Divisioni: Comunicazione, Finanza e Amministrazione, Risorse Umane, Informatica e Intelligenza Artificiale.

## XII LA GESTIONE DELLE RISORSE ECONOMICO-FINANZIARIE

### Tav. aXII.1 Schema riassuntivo delle spese e delle entrate

(dati consuntivi; milioni di euro)

voci	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 <sup>1</sup>
<b>spese correnti</b>							
spese per il personale e per i componenti la Commissione	98,0	105,4	110,1	112,6	126,5	127,1	143,0
imposte e tasse	6,3	6,9	6,5	6,9	8,2	9,4	10,4
spese per acquisizione di beni e servizi	14,2	15,6	13,8	17,6	19,0	17,5	22,3
oneri per ripristino e ampliamento immobilizzazioni e altri accantonamenti	42,7	32,6	29,3	24,8	20,1	30,4	2,0
spese non classificabili	1,2	1,3	0,9	1,1	0,9	0,5	1,5
<i>totale spese correnti</i>	<i>162,4</i>	<i>161,8</i>	<i>160,6</i>	<i>163,0</i>	<i>174,7</i>	<i>184,9</i>	<i>179,2</i>
<b>spese in conto capitale</b>							
	2,5	2,4	3,5	2,3	2,0	1,7	5,2
<i>totale spese</i>	<i>164,9</i>	<i>164,2</i>	<i>164,1</i>	<i>165,3</i>	<i>176,7</i>	<i>186,6</i>	<i>184,4</i>
<b>avanzo di amministrazione<sup>2</sup></b>							
	5,5	25,6	8,3	9,4	1,5	1,9	2,5
<b>trasferimenti dallo Stato</b>							
	25,3	0,3	0,3	5,3	5,3	5,3	0,5
<b>entrate da contributi di vigilanza</b>							
	148,0	130,6	135,6	122,0	134,0	151,4	153,7
<b>entrate diverse</b>							
	11,8	14,3	28,7	26,0	37,8	29,2	30,8
<i>totale entrate</i>	<i>190,6</i>	<i>170,8</i>	<i>172,9</i>	<i>162,7</i>	<i>178,6</i>	<i>187,8</i>	<i>187,5</i>

<sup>1</sup> Dati provvisori di consuntivo. <sup>2</sup> L'avanzo è dato dalla differenza tra il totale delle entrate e il totale delle spese nonché dalle differenze derivanti dalla gestione dei residui attivi e passivi e dall'importo confluito nel Fondo pluriennale vincolato. L'avanzo di ciascun anno, comprensivo dell'importo del Fondo pluriennale vincolato, è riportato tra le entrate dell'anno successivo.

### Tav. aXII.2 Contribuzioni per categoria di soggetti vigilati

(dati consuntivi; milioni di euro)

	Sim e agenti di cambio	banche	società di revisione e revisori legali	consulenti finanziari	organismi di mercato <sup>1</sup>	emittenti	Oicr <sup>2</sup>	soggetti che sollecitano il pubblico risparmio	altri	<i>totale entrate contributive</i>
2018	3,4	25,5	16,5	5,5	6,5	38,3	20,2	29,7	2,4	<i>148,0</i>
2019	3,6	24,1	15,3	—	7,0	37,1	17,7	21,8	4,0	<i>130,6</i>
2020	3,6	24,3	15,9	—	7,3	36,7	18,9	23,8	5,1	<i>135,6</i>
2021	3,4	23,7	15,8	—	7,3	36,7	19,3	11,7	4,1	<i>122,0</i>
2022	4,3	23,6	15,6	—	6,9	37,6	18,7	20,7	6,6	<i>134,0</i>
2023	5,8	28,7	15,9	—	9,3	39,1	25,2	23,0	4,4	<i>151,4</i>
2024	5,6	29,5	17,3	—	9,5	40,2	26,4	19,8	5,4	<i>153,7</i>

<sup>1</sup> Tale categoria comprende Borsa Italiana Spa, Mts Spa, Cassa di Compensazione e Garanzia Spa (Euronext Clearing), Monte Titoli Spa (Euronext Securities Milan) e Organismo dei consulenti finanziari. <sup>2</sup> Incluso il contributo di vigilanza per le gestioni individuali curate dalle Sgr.

## XIII I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

### *Il contenzioso sui provvedimenti di vigilanza*

**Tav. aXIII.1 Ricorsi contro atti adottati o proposti dalla CONSOB**  
(esiti al 31 dicembre 2024)

	Giudice amministrativo <sup>1</sup>						Giudice ordinario <sup>2</sup>					
	accolti <sup>3</sup>	respinti <sup>4</sup>	in corso	di cui:		totale ricorsi	accolti <sup>3</sup>	respinti <sup>4</sup>	in corso	di cui:		totale ricorsi
				accolta sospensiva	respinta sospensiva					accolta sospensiva	respinta sospensiva	
2022	--	2	8	--	2	10	2	3	49	5	4	54
2023	--	4	2	--	--	6	--	4	38	5	1	42
2024	1	1	1	--	--	3	--	9	47	--	6	56

<sup>1</sup> La voce comprende i ricorsi presentati in primo grado al Tar e i ricorsi straordinari al Capo dello Stato. <sup>2</sup> La voce comprende i ricorsi presentati in primo grado in Tribunale e in Corti d'Appello. <sup>3</sup> 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. <sup>4</sup> 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.

## I LAVORI DI COMMISSIONE

**Tav. a.1 Riunioni e delibere adottate**

	riunioni	settimane di attività	pratiche esaminate	delibere adottate	di cui:	
					ordini di cessazione e oscuramento	
						siti oscurati
2020	110	48	1.297	459	185	237
2021	97	48	1.277	484	183	246
2022	81	45	1.023	402	183	215
2023	73	45	962	402	167	185
2024	69	46	997	429	180	200

# Indice generale

<b>A</b>	<b>Le linee programmatiche</b>	<b>3</b>
1	L'evoluzione del quadro economico di riferimento e i mercati finanziari	5
2	L'evoluzione del quadro normativo	8
2.1	Le principali iniziative in ambito europeo e i riflessi in ambito nazionale	8
2.2	La rinnovata esigenza di integrazione dei mercati dei capitali europei	11
2.3	Le iniziative normative domestiche a supporto della competitività dei mercati finanziari	12
3	La competitività del mercato dei capitali: innovazione, sostenibilità e tutela del risparmio	13
4	La riorganizzazione della CONSOB	15
4	Il Collegio: composizione e attività	17
<b>B</b>	<b>L'attività</b>	<b>21</b>
	<b>Le iniziative per celebrare i 50 anni della CONSOB</b>	<b>23</b>
<b>I</b>	<b>La vigilanza sui mercati</b>	<b>25</b>
1	I profili innovativi	25
2	Le piattaforme di negoziazione, gli scambi e l'integrità informativa dei mercati	28
3	Il post-trading e i derivati OTC	31
4	Le vendite allo scoperto	32
5	I responsabili dei registri per la circolazione digitale	32
6	Gli studi societari e i giudizi di rating	34
7	Gli abusi di mercato	36

<b>II</b>	<b>La vigilanza sugli emittenti</b>	42
1	I profili innovativi	42
2	L'informativa sugli assetti proprietari	49
3	Le offerte al pubblico di acquisto e di scambio	50
4	Le operazioni con parti correlate e gli organi di controllo	53
5	L'informazione fornita dagli emittenti	56
6	I prospetti informativi	61
<b>III</b>	<b>La vigilanza sugli intermediari</b>	64
1	I profili innovativi	64
2	Gli intermediari bancari autorizzati alla prestazione di servizi di investimento	68
3	Le imprese di investimento	69
4	Le società di gestione di portali di <i>crowdfunding</i>	70
5	Gli intermediari gestori	71
6	La protezione degli investitori e la gestione degli esposti	73
<b>IV</b>	<b>La vigilanza sulle società di revisione</b>	74
1	I profili innovativi	74
2	Le società di revisione	75
3	I controlli di qualità	76
<b>V</b>	<b>L'attività ispettiva e il contrasto all'abusivismo</b>	79
1	I profili innovativi	79
2	L'attività ispettiva e gli accertamenti sui siti internet	81
3	La prevenzione e il contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo	81
4	L'attività di contrasto all'abusivismo	83
<b>VI</b>	<b>L'attività di comunicazione e le altre attività a tutela dell'investitore</b>	86
1	I profili innovativi	86
2	Le attività di educazione finanziaria	87
3	La gestione del sito internet e le relazioni con l'esterno	88
4	L'attività dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie	88

<b>VII L'attività sanzionatoria</b>	91
1 I profili innovativi	91
2 I provvedimenti sanzionatori	92
2.1 I provvedimenti relativi alla disciplina dei mercati	92
2.2 I provvedimenti relativi agli intermediari	93
2.3 I provvedimenti nei confronti di emittenti e società di revisione	93
<b>VIII Le attività di studio e regolamentazione</b>	95
1 I profili innovativi	95
2 Gli studi e i report periodici	95
3 I convegni e le altre iniziative	96
4 Le modifiche alla normativa primaria	97
4.1 Legge di delegazione europea 2022-2023	98
4.2 Legge di delegazione europea 2024	98
4.3 Altri atti europei da recepire	99
4.4 Altre attività normative rilevanti	99
5 Le modifiche alla normativa secondaria	100
<b>IX L'attività internazionale</b>	103
1 L'innovazione tecnologica digitale e la risposta regolatoria	103
2 Il percorso verso una finanza e un'economia sostenibili	107
3 Le iniziative in materia di stabilità finanziaria degli intermediari non bancari	112
4 L'importanza dell'alfabetizzazione finanziaria nell'era digitale e sostenibile: evidenze e prospettive	113
<b>X I sistemi informativi</b>	116
1 I profili innovativi	116
2 L'innovazione di processi, sistemi e strumenti	116
3 L'aggiornamento e la protezione dei sistemi informativi	117
<b>XI La gestione delle risorse umane</b>	119
1 I profili innovativi	119
2 L'organizzazione interna	120
3 La gestione delle risorse umane e la formazione	123

<b>XII La gestione delle risorse economico-finanziarie</b>	125
1 I profili innovativi	125
2 La gestione finanziaria	125
3 L'acquisizione e la gestione di beni e servizi	126
<b>XII I controlli giurisdizionali sull'attività della CONSOB</b>	128
1 Il contenzioso sui provvedimenti di vigilanza	128
2 La verifica in sede giurisdizionale	135
2.1 Le decisioni di rilievo nell'ambito di cause civili per omessa vigilanza	135
2.2 Le ipotesi di ostacolo alla vigilanza	137
<b>C Appendice statistica</b>	139
Indice delle tavole	141
Tavole statistiche	145