

**COMITATO DEGLI OPERATORI DI MERCATO**

**E**

**DEGLI INVESTITORI**

**(COMI)**

**Rapporto Annuale**

**2024/2025**

# I COMPONENTI

## Componenti attualmente in carica

COGNOME E NOME	CATEGORIA DI APPARTENENZA	INCARICO
PADOAN PIER CARLO	OPERATORI DI MERCATO	PRESIDENTE
PINTO ANTONIO	ASSOCIAZIONI DEI CONSUMATORI E DEGLI UTENTI	VICE-PRESIDENTE
ANNUNZIATA FILIPPO	DOCENTE UNIVERSITARIO	COMPONENTE
BIANCHI MARCELLO	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
BORTOLATO FIORENZO	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
BROGI MARINA	DOCENTE UNIVERSITARIO	COMPONENTE
CACCIAMANI CLAUDIO	DOCENTE UNIVERSITARIO	COMPONENTE
CAMILLI ANGELO (NOMINATO CON DELIBERA N. 23240 DEL 10 SETTEMBRE 2024, IN SOSTITUZIONE DI LANGELLA RAFFAELE)	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
CAMMAROTO GIUSEPPE	ASSOCIAZIONI DEI CONSUMATORI E DEGLI UTENTI	COMPONENTE
CARRARA SILVIA	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
CRESCENTINO GIANMARIO	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
DOSSENA GIOVANNA	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
FELICI MIRIAM	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
FICO PAOLA	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
FOCARELLI DARIO	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
GALLI FABIO	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
GOITINI ELENA PATRIZIA	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
GRECO FERNANDO	DOCENTE UNIVERSITARIO	COMPONENTE
GROS-PIETRO GIAN MARIA	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
GUALTIERI PAOLO	DOCENTE UNIVERSITARIO	COMPONENTE

COGNOME E NOME	CATEGORIA DI APPARTENENZA	INCARICO
MASSARI MARIA ANTONELLA	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
NATALI GIOVANNI	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
PARALUPI ALESSANDRO	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
PIROVANO GIOVANNI	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
POLIGNANO LUISA	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
ROSSI SALVATORE	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
ROTTIGNI MARCO ELIO (NOMINATO CON DELIBERA N. 23192 DEL 10 LUGLIO 2024, IN SOSTITUZIONE DI GIOVANNI SABATINI)	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
SELLA PIETRO	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
SIRI MICHELE	DOCENTE UNIVERSITARIO	COMPONENTE
STADERINI GIULIA	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
TOFANELLI MARCO	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
VALENSISE PAOLO	DOCENTE UNIVERSITARIO	COMPONENTE
VINCENZI STEFANO	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
VISMARA ANDREA	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE
ZANETTI MATTEO	OPERATORI DI MERCATO	COMPONENTE

## INTRODUZIONE A CURA DEL PRESIDENTE

Nel corso del primo anno di attività del nuovo mandato, il Comitato degli Operatori di Mercato e degli Investitori (COMI) ha confermato il proprio ruolo nel fornire un supporto qualificato all'attività della Consob, sia nella partecipazione alla fase ascendente di definizione del diritto europeo sia nell'ambito dell'individuazione degli indirizzi strategici dell'Istituto.

L'attività del Comitato è stata caratterizzata da un proficuo confronto interno e da una costante interlocuzione con le competenti strutture della Consob. Inoltre, la partecipazione attiva dei componenti della Commissione alle riunioni del Comitato ha stimolato un proficuo confronto istituzionale, che ha favorito la condivisione di analisi, valutazioni e proposte tra il COMI e la Consob.

Con riguardo al processo di definizione della normativa europea, il COMI ha approfondito temi di grande rilievo, quali la proposta di regolamento sul Financial Data Access (FIDAR) e la revisione del quadro normativo in materia di cartolarizzazioni. Su tali materie, il Comitato ha fornito contributi articolati che evidenziano tanto le opportunità offerte dalle nuove proposte legislative, quanto i relativi profili di attenzione in termini di tutela degli utenti finali e di salvaguardia dell'equilibrio competitivo.

Il Comitato ha avviato, inoltre, l'esame delle nuove proposte attualmente in discussione in sede europea per la realizzazione di una *Saving and Investment Union*.

Sul piano nazionale, il Comitato ha accompagnato il processo di definizione del Piano della Regolamentazione e del Piano Strategico 2025-2027 della Consob. In tale contesto, i componenti del Comitato hanno manifestato apprezzamento per gli orientamenti strategici definiti dalla Consob, volti al rafforzamento delle capacità operative dell'Istituto e alla tutela degli investitori, con particolare attenzione alle implicazioni derivanti dall'uso crescente dei canali digitali per la promozione di prodotti finanziari.

In un contesto normativo e di mercato in continua evoluzione, il COMI ha cercato di svolgere il proprio compito con spirito costruttivo e indipendenza di giudizio, contribuendo all'arricchimento del processo decisionale dell'Autorità.

Resta viva la consapevolezza che la qualità della regolazione e l'efficacia della vigilanza rappresentano fattori determinanti per sostenere la fiducia nei mercati finanziari, soprattutto in una fase in cui si moltiplicano le sfide poste dalla transizione digitale.

In tale prospettiva, il COMI continuerà a offrire il proprio contributo ai lavori della Commissione, ponendo al centro delle proprie riflessioni le esigenze degli investitori, la competitività dei mercati e la stabilità del sistema finanziario.

## **IL COMI: ISTITUZIONE E FINALITÀ**

Con delibera n. 20477 del 12 giugno 2018 è stato istituito presso la Consob il COMI ed è stata adottata la relativa Carta Istitutiva.

Con successive delibere n. 22782 del 19 luglio 2023 e n. 22889 del 15 novembre 2023 è stata modificata la Carta Istitutiva del COMI, al fine di consentire un miglior funzionamento dei lavori del Comitato, anche alla luce dell'esperienza maturata nei primi due bienni di attività.

In particolare, i compiti del Comitato sono stati ampliati per assicurarne un pieno coinvolgimento nella definizione degli indirizzi regolamentari e strategici dell'Istituto, prima della loro adozione.

In tale contesto, per garantire una maggiore rappresentatività dei diversi interessi espressi nel Comitato, la Consob ha ampliato il numero dei componenti del COMI, portandolo da 30 a 35.

Con le richiamate delibere n. 22869 del 2 novembre 2023 e n. 22889 del 15 novembre 2023 la Consob ha nominato i trentacinque componenti del COMI per il biennio 2023/2025.

Il terzo mandato del Comitato ha pertanto preso avvio nella riunione di insediamento del 25 gennaio 2024 e si concluderà il 25 gennaio 2026.

Nel corso della stessa riunione di insediamento, il Comitato ha nominato Presidente il prof. Pier Carlo Padoan e Vice-Presidente l'avv. Antonio Pinto, secondo quanto previsto dalla relativa Carta Istitutiva.

## GRUPPI DI LAVORO

In continuità con i precedenti mandati, secondo quanto previsto dal punto 13 della Carta istitutiva, il COMI ha ritenuto opportuno costituire cinque gruppi di lavoro, organizzati in base alle seguenti tematiche di interesse della Consob:

1. Sviluppo del mercato dei capitali, coordinato del Prof. Michele Siri;
2. *Corporate Governance*, coordinato dalla Prof.ssa Marina Brogi;
3. Intermediari e tutela degli investitori, coordinato dal Prof. Fernando Greco;
4. Transizione digitale, coordinato dal Prof. Filippo Annunziata;
5. Finanza sostenibile, coordinato dal Dott. Marcello Bianchi.

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

## RIUNIONI SVOLTE

Secondo quanto disposto dalla carta istitutiva, nel primo anno del suo terzo mandato di attività il COMI si è riunito 4 volte, nelle date di seguito riportate.

25 gennaio 2024
14 maggio 2024
1° ottobre 2024
11 febbraio 2025

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

### SINTESI DELLE ATTIVITÀ DEL COMI

Alla luce della funzione attualmente svolta dal Comitato, lo stesso è stato coinvolto nell'ambito di scelte di indirizzo strategico della Consob, sia nell'ambito della partecipazione dell'Istituto alla fase ascendente di definizione della normativa europea, sia nella fase di pianificazione strategica della propria attività.

#### A. Partecipazione alla fase ascendente

##### 1. *Financial Data Access Regulation* (FIDAR)

Il 28 giugno 2023 la Commissione europea ha pubblicato una proposta di regolamento in materia di *open finance* (c.d. "*Financial Data Access Regulation*" - FIDAR), nell'ambito della "*EU Strategy for Data*". La finalità principale dell'iniziativa della Commissione europea è di stabilire un quadro giuridico per la condivisione, l'accesso e il riutilizzo dei dati della clientela nel settore finanziario per la promozione di prodotti e servizi innovativi e incentrati sulle esigenze dei singoli clienti.

Nel corso della riunione del 14 maggio 2024 è stato sottoposto al Comitato un documento di discussione, elaborato dalla Segreteria, riepilogativo dei principali aspetti della proposta della Commissione europea su *Financial Data Access Regulation*, al fine di raccogliere le considerazioni del Comitato su tale proposta legislativa.

Nella successiva riunione del 1° ottobre 2024, il COMI ha approvato una bozza di parere riguardante la proposta legislativa della Commissione europea, predisposta dai Gruppi di

Lavoro “*Intermediari e tutela degli investitori*” e “*Transizione Digitale*”, coordinati, rispettivamente, dal Prof. Fernando Greco e dal Prof. Filippo Annunziata.

In particolare, il documento del COMI si apre con una premessa di carattere generale in cui vengono manifestate perplessità con riferimento alla possibile realizzazione dei dichiarati obiettivi di perseguire una tutela efficace degli utenti finali, nonché di preservare lo scenario competitivo. Inoltre, vengono affrontati gli ulteriori temi di seguito riportati:

- Approccio graduale per l’implementazione della regolamentazione FIDA: il Comitato ha evidenziato la necessità che venga adottata una gradualità nell’implementazione della nuova normativa regolamentare;
- Fornitori di servizi di informazione finanziaria (FISP) di Paesi terzi: il COMI ha proposto l’introduzione di una limitazione territoriale per i FISP, prevedendo che possano essere autorizzati come tali solo le imprese stabilite nel territorio dell’Unione Europea;
- Ruolo delle aziende di grandi dimensioni che esercitano un’influenza significativa sui mercati digitali (c.d. “gatekeeper”): il Comitato ha evidenziato la necessità di prevedere un divieto per i *gatekeeper* di operare come *data user* e come FISPs, mutuando le analoghe previsioni presenti nel *Data Act*, anche al fine di evitare un iniquo vantaggio competitivo in capo a tali operatori;
- Standardizzazione e sistemi di condivisione dei dati finanziari (FDSS): il COMI ha espresso la necessità di adottare un approccio misto e bilanciato nella definizione dei contenuti dei FDSS, tra il *legislator-led* e quello *market-led*, in considerazione della sistematica esigenza di dover predisporre una cornice regolamentare minimale, che definisca i principi generali, demandando al mercato i relativi contenuti di dettaglio.
- Servizio di informazione finanziaria: il COMI ha rappresentato la necessità di precisare che la definizione di “servizio di informazione finanziaria” non includa servizi regolati dalla legislazione europea sui servizi finanziari;
- Dati: il Comitato ha evidenziato la necessità di precisare che i “dati” oggetto della proposta di Regolamento debbano essere “grezzi”, ossia raccolti e non ancora assoggettati ad alcun procedimento di elaborazione;
- Definizione di “cliente”: il Comitato ha avanzato la proposta di circoscrivere l’ambito soggettivo, almeno nella fase di prima applicazione, alla sola clientela *retail*, nonché alle micro, piccole e medie imprese, integrando al contempo una maggior tutela rispetto alla concessione di autorizzazioni al trattamento dei dati da parte dei *data user*, anche per il tramite di meccanismi rafforzati che implicino un coinvolgimento del soggetto nel momento del conferimento del consenso.

Il negoziato per l’adozione del FIDAR è attualmente nella fase del trilogio istituzionale.

## 2. Cartolarizzazioni

La Commissione europea ha pubblicato il 9 ottobre 2024 il documento di consultazione “*Targeted Consultation on The Functioning of the EU Securitisation Framework*” al fine di acquisire elementi utili per l’eventuale revisione del Regolamento (UE) 2017/2402 in materia di cartolarizzazioni (di seguito, anche “SECR”), che ha introdotto regole comuni in tema di *due diligence* e di gestione del rischio e della trasparenza, e ha creato una categoria di prodotti di cartolarizzazione semplici, trasparenti e standardizzati (c.d. “STS”).

A tale riguardo, in data 8 novembre 2024, la Consob ha sottoposto al COMI un questionario per raccogliere gli orientamenti dell’industria domestica e formulare i propri contributi alla citata consultazione.

Di seguito si fornisce una breve sintesi dei contributi forniti dal COMI:

- Finanziamento delle PMI: secondo alcuni membri del Comitato i principali ostacoli alla cartolarizzazione dei crediti verso le PMI o all’investimento in tali strumenti sono rappresentati dai costi elevati delle operazioni, dalla complessità del quadro normativo e dall’applicazione di regole prudenziali che restringono la gamma di prestiti ammissibili per una cartolarizzazione *standard*.
- Applicazione del Regolamento sulle cartolarizzazioni: alcuni membri del Comitato ritengono necessario chiarire alcuni aspetti del SECR per migliorare la trasparenza, la sicurezza e l’operatività del mercato delle cartolarizzazioni nell’UE, al fine di rafforzare la fiducia degli investitori e incentivare una partecipazione più ampia e diversificata.
- Standard STS: la *label STS*, pur rappresentando un marchio di qualità, ad opinione di alcuni membri del Comitato, così come strutturata, non sarebbe sufficiente per stimolare significativamente il mercato delle cartolarizzazioni in Italia. A tale riguardo, sono state suggerite modifiche alla normativa europea volte a garantire una maggiore flessibilità dei criteri per l’ottenimento della *label STS*, alla riduzione dei costi di *compliance* e all’offerta di incentivi economici più rilevanti per emittenti e investitori.
- Securitization Platform: una piattaforma pan-europea potrebbe, ad opinione di alcuni membri del Comitato, ridurre le barriere operative e di costo, attirando investimenti esteri e migliorando la liquidità del mercato. Tuttavia, è stata evidenziata la necessità di chiarire alcuni aspetti quali, ad esempio, l’individuazione degli *asset* da finanziare, dei settori che beneficerebbero di eventuali garanzie pubbliche, nonché la valutazione della capacità della piattaforma di accogliere diverse *asset class*.

## 3. Call for evidence in tema di Saving and Investment Union

In data 3 febbraio 2025, la Commissione europea ha pubblicato una *Call for evidence* per raccogliere le opinioni degli *stakeholder* sui progressi dell’Unione dei mercati dei capitali e per individuare le principali sfide che la futura *Saving and Investment Union* dovrà affrontare.

Nel corso della riunione dell'11 febbraio 2025, il Comitato ha avviato la discussione sul citato documento, nell'ambito della quale è stata evidenziata la rilevanza dell'iniziativa della Commissione europea e la necessità che vengano elaborate, a livello europeo, delle ricette di politica economica volte a coniugare la domanda e l'offerta di capitali.

Inoltre, il COMI ha preliminarmente esaminato i seguenti temi, ritenuti di maggiore rilievo:

- individuazione delle eventuali leve per incanalare il risparmio anche verso gli investimenti in innovazione;
- rimozione delle barriere che ostacolano lo sviluppo dell'Unione dei mercati dei capitali;
- possibili misure per il rilancio del mercato dei capitali europeo.

Il Comitato ha stabilito di attendere la pubblicazione della Comunicazione da parte della Commissione, a valle della consultazione, per concludere la discussione sulla *Saving and Investment Union* e definire le proprie eventuali determinazioni.

## **A.1 Attuazione del *Listing Act***

### **1. *Technical advice* relativo al Regolamento prospetto e *call for evidence* in tema di armonizzazione delle regole sulla responsabilità civile per le informazioni inserite nel prospetto**

Il 28 ottobre 2024 l'ESMA ha pubblicato un documento di consultazione contenente una bozza di *technical advice* per la Commissione europea per l'adozione della Regolamentazione delegata attuativa del Regolamento Prospetto, come modificato dal *Listing Act*. In particolare, tali *technical advice* hanno ad oggetto il contenuto e il formato del prospetto, nonché i criteri per il suo esame e le procedure per la relativa approvazione.

La consultazione si è conclusa il 31 dicembre 2024 e il 12 giugno 2025 l'ESMA ha adottato il [Final report](#) del *Technical advice concerning the Prospectus Regulation and the RTS updating the CDR on metadata*.

Lo stesso 28 ottobre 2024 l'ESMA ha altresì pubblicato una "*call for evidence on potential further steps towards harmonising rules on civil liability pertaining to securities prospectuses under the Prospectus Regulation*".

Nel corso della riunione dell'11 febbraio 2025 è stato sottoposto al Comitato un documento di discussione, predisposto dagli Uffici della Consob, nel quale sono stati evidenziati i temi affrontati nei citati documenti pubblicati dall'ESMA, su cui l'Autorità aveva particolare interesse a raccogliere le opinioni degli operatori di mercato.

Il Gruppo di Lavoro "*Sviluppo del mercato dei capitali*", coordinato dal prof. Michele Siri ha elaborato una bozza di risposta alle domande contenute nel documento di discussione,

segnalando gli aspetti più tecnici e specifici, utili a contribuire alla definizione della posizione degli Uffici della Consob, da rappresentare in seno ai relativi Tavoli di Lavoro dell'ESMA.

In particolare, vengono affrontati i seguenti temi:

- *format* e sequenza delle informazioni contenute nei prospetti degli strumenti finanziari non azionari che siano pubblicizzati come collegati a fattori ESG, ovvero che perseguano obiettivi ESG;
- unificazione degli schemi di prospetto per gli strumenti finanziari non azionari rivolti a investitori *retail* e *wholesale*;
- termini di approvazione del prospetto da parte dell'Autorità competente;
- armonizzazione della disciplina della responsabilità civile da prospetto come possibile stimolo ad una maggiore integrazione del mercato dei capitali nell'Unione europea;
- introduzione di eventuali forme di esenzione da responsabilità per le informazioni c.d. *forward-looking*.

## **B. Pianificazione Strategica della Consob**

Ai sensi del punto 8 della Carta Istitutiva, il COMI può fornire i propri contributi anche in merito agli indirizzi strategici della Consob e alle priorità di azione dell'Istituto.

Si riportano pertanto di seguito i contributi forniti dai componenti del COMI nell'ambito del processo di definizione delle scelte strategiche dell'Istituto.

### **1. Piani della regolamentazione**

#### *Piano per l'anno 2024*

Nel corso della riunione del 14 maggio 2024 il Piano della Regolamentazione per l'anno 2024 è stato sottoposto all'attenzione del COMI, al fine di acquisire le osservazioni dei componenti del Comitato prima della sua adozione da parte della Consob.

I membri del Comitato hanno trasmesso considerazioni di carattere generale sulle attività dell'Istituto, suggerendo priorità e possibili integrazioni al Piano.

Tali contributi sono stati presi in considerazione dalla Consob nel processo di adozione del Piano, successivamente pubblicato nel mese di giugno 2024, ai sensi dell'articolo 2 del Regolamento concernente i procedimenti per l'adozione di atti di regolazione generale, adottato con delibera 19654/2016 e s.m.i. .

#### *Piano per l'anno 2025*

Il 18 giugno 2024 è stato altresì sottoposto all'attenzione del COMI la bozza del Piano delle attività regolamentari per l'anno 2025, su cui non sono state formulate osservazioni da parte dei componenti del Comitato.

### **2. Piano strategico 2025-2027**

Il 18 marzo 2025 la Consob ha trasmesso al COMI la bozza del Piano strategico 2025-2027, nell'ambito del quale vengono definiti gli obiettivi che l'Istituto ritiene prioritari, al fine di rispondere ai cambiamenti dello scenario economico e del quadro normativo che possono incidere sul conseguimento dei propri fini istituzionali.

I membri del Comitato hanno espresso un generale apprezzamento per l'impostazione del Piano Strategico, considerato coerente e significativo rispetto agli obiettivi di crescita del sistema economico e di tutela degli investitori. È, inoltre, stata condivisa l'impostazione fondata su due direttrici principali: rafforzamento dell'organizzazione interna e intensificazione delle attività di vigilanza. Tali direttrici sono state ritenute essenziali per garantire l'efficacia operativa dell'Autorità e per sostenere la fiducia nei mercati finanziari da parte dei risparmiatori, soprattutto *retail*.

Particolare rilievo è stato attribuito all'obiettivo di canalizzare il risparmio verso l'economia reale sottolineando, tuttavia, la complessità di tale obiettivo e il relativo rischio di esposizione a strumenti meno liquidi da parte degli investitori, con possibili implicazioni in termini di tutela di questi ultimi. In questo senso, è stato suggerito di approfondire il bilanciamento tra le finalità di sviluppo economico e protezione del risparmio, anche tramite un dialogo strutturato con intermediari e associazioni di categoria.

È stato, altresì, evidenziato il crescente utilizzo dei canali digitali per la promozione di investimenti, che, se da un lato favoriscono l'accessibilità, dall'altro, espongono i risparmiatori a rischi derivanti da pratiche opache e promosse da soggetti non autorizzati.

Il piano strategico, pubblicato sul sito della Consob il 15 aprile 2025, ha tenuto conto dei contributi pervenuti dal Comitato.