

# Relazione per l'anno 2015

Roma, 31 marzo 2016



---

# CONSOB

---

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA



# Relazione per l'anno 2015

Roma, 31 marzo 2016

*Presidente*

**Giuseppe Vegas**

*Componenti*

**Paolo Troiano**

**Anna Genovese**

**Giuseppe Maria Berruti**

**Carmine Di Noia**

*Direttore Generale*

**Angelo Apponi**

*Vice Direttore Generale*

**Giuseppe D'Agostino**

*Segretario Generale*

**Guido Stazi**



---

# CONSOB

---

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

## **Consob**

00198 Roma - Via G.B. Martini, 3

**t** +39.06.84771 centralino

**f** +39.06.8477612

20121 Milano - Via Broletto, 7

**t** +39.02.724201 centralino

**f** +39.02.89010696

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

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

stampa [www.tiburtini.it](http://www.tiburtini.it)

Tutti i diritti riservati.

È consentita la riproduzione  
a fini didattici e non commerciali,  
a condizione che venga citata la fonte.

# Relazione per l'anno 2015

<b>A</b>	<b>Le questioni in corso e le linee di indirizzo</b>	
I	L'evoluzione del contesto economico	5
II	L'evoluzione del quadro normativo e regolamentare	12
III	Le attività svolte e le linee di indirizzo per il 2016	21
<b>B</b>	<b>L'attività della Consob</b>	
I	La vigilanza sui mercati	49
II	La vigilanza su emittenti e società di revisione	84
III	La vigilanza sull'offerta al pubblico e sull'informativa societaria	110
IV	La vigilanza sugli intermediari	130
V	L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori	157
VI	L'attività regolamentare	172
VII	La tutela dell'investitore	187
VIII	I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob	203
IX	Le attività di supporto e la cooperazione internazionale	213
	Note metodologiche	235
	Indice generale	241

## Indice dei riquadri

1	Le dimensioni dell' <i>high frequency trading</i> nel contesto italiano	66
2	Le misure attuative del Regolamento sulle agenzie di rating	76
3	La vigilanza sulla compagine azionaria di Telecom Spa	95
4	L'Opa su Pirelli	98
5	La vicenda Rai Way	100
6	Il prospetto di offerta di Poste Italiane	111
7	Le offerte delle società immobiliari	112
8	L'operazione di ricapitalizzazione e risanamento aziendale di Aedes	115
9	La Direttiva Prospetto: misure attuative e proposta di revisione	116
10	La <i>disclosure</i> sui rischi derivanti dal <i>bail-in</i>	122
11	Proposte in materia di cartolarizzazione nell'ambito dell'Action Plan per la creazione di una Capital Markets Union	136
12	Le nuove disposizioni in materia di vigilanza su promotori e consulenti finanziari	155
13	Le prassi operative più diffuse nell'attività abusiva	161
14	Le sanzioni amministrative applicate dalla Consob per abusi di mercato nel decennio 2005-2015	166
15	La ricchezza delle famiglie nei principali paesi dell'Area euro	188
16	Il primo Piano triennale di prevenzione della corruzione 2015-2017	216

# Relazione al Ministro dell'Economia e delle Finanze

La relazione che segue, riferita all'anno 2015, è stata predisposta dalla Commissione ai sensi dell'art. 1/1, comma 13, della legge 7 giugno 1974, n. 216, che prevede la trasmissione al Ministro dell'Economia e delle Finanze, entro il 31 marzo di ciascun anno, di una relazione sull'attività svolta dall'Istituto, sulle questioni in corso e sugli indirizzi e le linee programmatiche che intende seguire





Le questioni in corso e le linee di indirizzo A





# I L'evoluzione del contesto economico

## 1 La congiuntura economica

Nel corso del 2015 la crescita economica globale è rallentata, portandosi al 3,1 per cento dal 3,4 nell'anno precedente, secondo le stime del Fondo Monetario Internazionale. Al dato si associa una significativa eterogeneità tra aree, che si ripropone anche tra i paesi dell'Eurozona.

Il continente asiatico, nonostante la decelerazione che ha rivelato le debolezze delle economie emergenti, ha continuato a registrare tassi di crescita sostenuti (+6,9 e +7,3 per cento rispettivamente per Cina e India), seguito da Stati Uniti (+2,5 per cento), Gran Bretagna (+2,2) e Area euro (+1,5). Altri paesi del gruppo dei cosiddetti BRICs, ossia Brasile e Russia, sono rimasti in recessione (con il Pil in calo, rispettivamente, del 3,8 e del 3,7 per cento, per effetto della diminuzione dei prezzi delle materie prime e del petrolio).

All'interno dell'Eurozona, Germania e Francia sono risultate sostanzialmente allineate al dato medio dell'area, mentre la Spagna ha sperimentato una ripresa più decisa (+3,2 per cento). In Italia l'attività è rimasta debole, sebbene in miglioramento rispetto all'anno precedente (+0,8 per cento da -0,4 per cento a fine 2014).

Nonostante taluni segnali di leggero miglioramento, le prospettive rimangono incerte anche per il 2016, secondo le stime elaborate dalle maggiori istituzioni internazionali.

Con particolare riferimento all'Area euro, le più recenti stime di crescita per il 2016 sono state riviste al ribasso dall'Ocse e dalla Commissione europea (dall'1,8 all'1,4 e all'1,7 per cento, rispettivamente), mentre il Fondo Monetario si è allineato al dato della Commissione (dall'1,6 all'1,7 per cento).

Per l'Italia, la previsione resta invariata per il Fondo Monetario (all'1,3 per cento), mentre appare più contenuta per la Commissione (1,4 per cento) e ancora più debole per l'OCSE (uno per cento).

Le vulnerabilità economiche diffuse hanno contribuito ad aumentare la reattività dei mercati azionari globali alle turbolenze che si sono susseguite nel corso del 2015 e nei primi mesi del 2016.

Nell'Area euro, a partire dalla seconda metà del 2015, la rinnovata crisi greca, il rallentamento della Cina (impegnata nella delicata transizione

da un'economia *investment ed export led* a una trainata dai consumi interni) e l'intensificarsi del conflitto in Medio Oriente hanno determinato cali generalizzati dei corsi azionari. Solo l'azione stabilizzatrice della Banca centrale europea (BCE) ha permesso alla maggior parte degli indici azionari dell'Eurozona di chiudere l'anno in rialzo.

In particolare, l'indice Ftse Mib di Milano ha registrato il rialzo maggiore su base annua (+12,7 per cento), seguito dall'indice Dax di Francoforte e dal Cac40 di Parigi (rispettivamente, +9,5 e +8,5 per cento), mentre si è mosso in controtendenza l'Ibex di Madrid (-7 per cento circa) a causa dell'incerto quadro politico interno delineatosi nella seconda parte dell'anno.

L'incremento del Ftse Mib è stato guidato dal comparto bancario, cresciuto del 15 per cento circa (a fronte di un calo superiore al 2 per cento a livello europeo) per effetto delle prospettive di aggregazione seguite alla trasformazione in società per azioni delle maggiori banche popolari. Il settore energetico, in calo del 4 per cento, ha resistito al declino delle quotazioni petrolifere meglio della media europea (-7 per cento).

L'inizio del 2016 è stato caratterizzato da una forte volatilità dei corsi azionari, peraltro ridimensionatasi nel mese di marzo, innescata dal calo delle quotazioni petrolifere, dai persistenti segnali di decelerazione della Cina e dalle preoccupazioni circa lo stato di salute degli istituti bancari. Ulteriori fonti di incertezza si rinvergono nei dubbi sul trattato di Schengen e sulla permanenza della Gran Bretagna nell'Unione europea. Nonostante la politica monetaria espansiva della BCE e le dinamiche favorevoli sui mercati valutari e delle *commodities*, infine, persistono pressioni deflazionistiche a fronte di consumi e investimenti deboli, livelli di debito pubblico elevati e lenta applicazione delle riforme strutturali.

Nelle prime settimane del 2016 i principali indici azionari hanno azzerato i guadagni dell'intero 2015. Nonostante i recuperi mostrati a partire dalla seconda metà di febbraio, nel primo trimestre l'indice Ftse Mib ha registrato la perdita maggiore (-15,4 per cento circa), seguito dall'Ibex spagnolo, dal Dax tedesco e dal Cac40 francese (rispettivamente, -8,6; -7,2 e -5,4 per cento circa), mentre il Ftse 100 di Londra esibisce il calo più contenuto (-1,1 per cento circa).

L'incertezza che caratterizza l'attuale fase congiunturale potrebbe alimentare fenomeni di contagio già sperimentati nel corso della crisi dei debiti sovrani. Tale circostanza si è riproposta, ad esempio, nel secondo semestre 2015, quando gli indicatori di contagio e di volatilità relativi ai mercati azionari europei sono temporaneamente cresciuti in concomitanza con le tensioni sperimentate dalla Grecia.

I mercati dei titoli di Stato europei hanno invece beneficiato delle misure di politica monetaria non convenzionali adottate dalla BCE, da ultimo con l'applicazione di un *deposit rate* negativo. I rendimenti dei *benchmark* decennali hanno proseguito la discesa iniziata dopo la crisi del debito

sovrano, ritornando, nel primo trimestre 2015 e poi ancora a inizio 2016, anche nei paesi cosiddetti periferici, ai minimi dal 2010.

Da luglio 2015 i rendimenti e il differenziale dei Btp italiani rispetto ai *Bund* tedeschi sono stati sistematicamente inferiori a quelli dei corrispondenti *Bonos* spagnoli; nello stesso periodo, inoltre, i rendimenti registrati in asta per le scadenze a breve termine e fino a due anni sono risultati negativi. A inizio 2016 la volatilità dei mercati azionari si è riflessa anche sugli spread nei rendimenti dei titoli di Stato (secondo una dinamica che segnala la persistenza del fenomeno del *flight to quality* nelle fasi di maggiore incertezza), arrivando in breve a superare i 150 punti base (nel mese di febbraio), per poi recedere a metà marzo a circa 105 punti base in risposta alle nuove misure annunciate dalla BCE.

Sui mercati obbligazionari *corporate*, nella prima metà del 2015, anche per effetto dell'eccesso di liquidità, si è registrata una rinnovata propensione al *search-for-yield* da parte degli investitori, come evidenziato dal contenuto differenziale tra i rendimenti di titoli di debito con diverso merito di credito. Nel secondo semestre dell'anno, invece, secondo le rilevazioni della European Securities and Markets Authority (ESMA), il fenomeno si è lievemente attenuato, con un differenziale fra titoli con rating tripla A e titoli tripla B in graduale aumento (da circa 50 a 90 punti base).

Il prorogarsi di politiche monetarie accomodanti da parte di alcune banche centrali, tra cui la Bank of Japan (BoJ) e la BCE, e l'aspettativa di un rallentamento della graduale normalizzazione annunciata dalla Federal Reserve statunitense (Fed), rafforzano il persistere di uno scenario di tassi di interesse in calo e alimentano timori per le conseguenze indesiderate di tassi ufficiali negativi.

A fine 2015 la Fed ha disposto il primo rialzo dei tassi di interesse in nove anni, avviando il progressivo ritorno a una politica monetaria convenzionale. Le fragilità della congiuntura globale hanno alimentato, tuttavia, aspettative di un ritmo di normalizzazione più graduale di quello originariamente annunciato dalla Fed, che infatti a metà marzo ha deciso di mantenere i tassi invariati.

A gennaio 2016, la BoJ si è affiancata alla BCE (e alla Banca centrale svizzera) prevedendo tassi di interesse negativi sulle riserve bancarie.

A marzo scorso la BCE ha ulteriormente ridotto tutti i tassi di riferimento (portandoli, rispettivamente, a -0,40 per cento sui depositi, 0 per cento sulle operazioni di rifinanziamento e 0,25 per cento sulla *marginal lending facility*). Ha altresì ampliato il programma di acquisto di titoli di Stato a 80 miliardi al mese, ha esteso il programma anche a obbligazioni *investment grade* emesse da società non finanziarie e ha previsto un nuovo programma TLTRO (*Targeted Long Term Refinancing Operations*). Pertanto da giugno 2016 le banche che supereranno determinate soglie negli impieghi netti potranno finanziarsi presso la BCE a tassi non inferiori a quelli applicati sui depositi *pro tempore* vigenti.

Le nuove misure presentano potenziali vantaggi non solo per l'economia reale, ma anche per gli istituti di credito, ai quali viene consentito di finanziarsi a tassi prossimi allo zero o addirittura negativi, con la possibilità di destinare parte della raccolta così ottenuta al *carry trade* sui titoli di Stato con rendimenti ancora positivi.

L'impatto di tassi di interesse negativi sull'economia reale è nel complesso incerto, in quanto dipende dal dispiegarsi di molteplici effetti di breve e lungo periodo, potenzialmente di segno opposto.

Nel breve termine, oltre a migliorare la sostenibilità del debito pubblico, tassi di interesse negativi possono stimolare la ripresa economica favorendo il calo del costo del capitale di debito, il credito bancario al settore privato e il ricorso al mercato obbligazionario da parte delle imprese. L'effetto sul tasso di cambio nominale, che in periodi normali tende a deprezzarsi se i tassi di interesse diminuiscono, dovrebbe favorire le esportazioni: al riguardo, la recente debolezza dell'euro rispetto al dollaro sembrerebbe confermarlo. Un ulteriore contributo positivo dovrebbe provenire dall'effetto ricchezza generato dall'aumento del valore delle attività finanziarie.

Nel lungo periodo, a fronte di persistenti pressioni deflazionistiche derivanti dal calo del prezzo delle materie prime e da possibili shock esterni all'Area euro, tassi di interesse negativi possono risultare distorsivi, incoraggiando un'eccessiva assunzione di rischio e la sopravvalutazione delle attività finanziarie, con riflessi negativi sull'allocazione delle risorse; essi possono disincentivare la riduzione del debito pubblico e rallentare il perseguimento delle necessarie riforme strutturali; possono, in generale, inficiare l'efficacia del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, la stabilità e l'efficienza del sistema finanziario e la tutela degli investitori.

Un profilo d'attenzione concerne le ripercussioni dei tassi di interesse negativi su margini, redditività e resilienza delle banche che, dopo le forti vendite sperimentate da inizio anno, restano sotto pressione anche per gli elevati livelli di sofferenze detenuti. Nei primi mesi del 2016, inoltre, le tensioni nel settore bancario sono state acuite dall'entrata in vigore del nuovo regime di risoluzione delle crisi (Direttiva 2014/59/UE, BRRD, cosiddetto *bail-in*) e dai timori di nuove richieste di rafforzamento patrimoniale.

Sulla base di analisi svolte dalla Consob, nel primo semestre 2015 la qualità del credito è andata migliorando per le principali banche europee, ma non per le banche italiane che tuttavia esibiscono una dinamica delle sofferenze sostanzialmente stabile.

Il costo del rischio, misurato dagli accantonamenti per perdite su crediti sul totale impieghi, risulta in generale diminuzione a livello europeo, ma non ancora per i maggiori istituti italiani, che peraltro mostrano, insieme alle banche francesi, uno dei livelli più alti di copertura dei crediti in sofferenza (60 per cento circa).

In prospettiva, i fattori di contesto menzionati sinora espongono i mercati finanziari a rischi di contagio, rafforzata volatilità e ulteriori correzioni dei corsi azionari, sia nel comparto bancario sia nei settori più sensibili all'andamento dei prezzi delle *commodities* e, in particolare, del petrolio. Come sottolineato dalla Banca dei Regolamenti Internazionali, un ulteriore elemento di destabilizzazione è la percezione di margini di manovra della politica monetaria sempre più ridotti, a fronte di spazi pressoché inesistenti per le politiche di bilancio.

Una maggiore flessibilità delle regole di bilancio europee nonché il ricorso a politiche fiscali in senso anticiclico potrebbero essere fattori decisivi per evitare nuove turbolenze sui mercati e consentire una ristrutturazione complessiva delle sofferenze detenute dal sistema bancario (in particolare italiano), anche al fine di sostenere il funzionamento dei meccanismi di trasmissione della politica monetaria e alimentare la fiducia di imprese, consumatori e investitori.

In tale direzione è altresì essenziale accelerare il processo di convergenza integrato dei Paesi membri verso un'unione economica, finanziaria, di bilancio e politica, così come auspicato anche dal cosiddetto Report dei cinque Presidenti pubblicato nel giugno 2015, che individua una serie di misure di breve e lungo periodo da completare al più tardi entro il 2025.

## 2 L'innovazione tecnologica e i mercati finanziari

La rapida evoluzione della tecnologia dell'informazione sta modificando a ritmi sempre più incalzanti lo scenario competitivo dei mercati finanziari, da un lato introducendo nuovi *player* o forme di *joint ventures* con attori già presenti sul mercato che mettono a frutto il proprio patrimonio tecnologico e informativo, dall'altro innovando i modelli di *business* degli operatori in relazione ai diversi posizionamenti lungo la catena del valore.

Al riguardo, nel piano strategico 2016-2020, l'ESMA sostiene che: *'The impact of technology and the potential risks this could introduce to the orderly functioning and stability of financial markets in the 2016 to 2020 period is a large unknown factor. Technology can be expected to fundamentally change the business models for financial market players, including their interaction with clients.'*

È da tempo all'attenzione dei regolatori e delle Autorità di vigilanza internazionali e nazionali la persistente crescita del trading algoritmico e dell'*high frequency trading* (HFT), per i riflessi negativi che essi possono produrre sul processo di *price discovery* e sulla volatilità dei rendimenti azionari giornalieri. Destano preoccupazione anche le possibili ripercussioni sull'ordinato svolgimento delle negoziazioni e sulla diffusione di nuove forme di abusi di mercato.

In particolare, un'ulteriore crescita dell'HFT basato su attività *cross market* su azioni, obbligazioni e derivati, che sfruttano le interdipendenze a livello internazionale fra piattaforme di negoziazione, potrebbe rendere più difficile l'identificazione di abusi di mercato anche in conseguenza della migrazione degli operatori verso piattaforme assoggettate a un quadro regolamentare più favorevole alla realizzazione delle loro strategie.

Un fenomeno emergente, connesso al precedente per taluni profili di rischio (ad esempio, quello di abusi di mercato), riguarda l'utilizzo di *software* che analizzano enormi masse di informazioni (cosiddetti *big data*) e che permetterebbero, ad esempio, di alimentare il trading algoritmico direttamente con l'elaborazione di notizie tratte dai *social network* (ad esempio Twitter). Ciò potrebbe generare il rischio di un aumento delle oscillazioni dei corsi dei singoli titoli e della volatilità complessiva dei mercati dovute a 'cinguettii' incontrollabili, versione tecnologicamente avanzata dei vecchi *rumours* di borsa.

Un'altra area in rapido sviluppo riguarda l'utilizzo delle nuove tecnologie nelle modalità di scambio di beni, servizi e ogni altro *asset*, grazie ai progressi della crittografia e alle evoluzioni della rete internet. Un'importante innovazione in tale processo è rappresentata dalla diffusione delle valute virtuali, la più nota delle quali è denominata Bitcoin.

Il funzionamento di una valuta virtuale si basa su sistemi creati da soggetti privati allo scopo di facilitare lo scambio *peer-to-peer*, evitando il coinvolgimento delle tradizionali casse di compensazione centrali. Alle valute virtuali si associano tecnologie come la *distributed ledger technology*, un innovativo registro digitale decentrato in grado di tenere traccia indelebile delle transazioni nel contesto di una rete di computer di dimensioni globali (cosiddetto *blockchain*).

Le valute virtuali e la *distributed ledger technology* sono in rapida evoluzione e le prospettive a venire sono di difficile previsione. Esse paiono offrire molti potenziali vantaggi, tra cui una maggiore velocità ed efficienza nei pagamenti e nelle rimesse estere e una maggiore inclusione finanziaria. Le istituzioni finanziarie stanno investendo risorse significative nella nuova tecnologia in vista della possibile ottimizzazione di taluni processi rivelatisi inefficienti e costosi. Le valute virtuali potrebbero, peraltro, comportare rischi notevoli, in quanto potenziali veicoli per il riciclaggio di denaro, il finanziamento del terrorismo, l'evasione fiscale e le truffe. Non si può inoltre escludere che una più ampia utilizzazione delle valute virtuali comporti rischi per la stabilità finanziaria.

Le risposte regolatorie al riguardo sono ancora in una fase iniziale e si connotano per una varietà di approcci tra i differenti Paesi: si tratta di un ambito difficile da disciplinare, rientrando nella competenza di differenti soggetti pubblici a livello nazionale e operando, al contempo, su scala globale. Molti sistemi di scambio sono inoltre del tutto opachi e operano al di



fuori del sistema finanziario convenzionale, rendendone difficile il monitoraggio dell'operatività.

Taluni ordinamenti hanno valutato la possibilità di includere le valute virtuali nel novero di fattispecie già regolate, altri hanno diramato apposite avvertenze ai consumatori o hanno assoggettato a un regime autorizzatorio lo svolgimento di alcune delle attività proprie del sistema, altri ancora hanno proibito alle istituzioni finanziarie di negoziare valute virtuali o ne hanno vietato l'uso.

È auspicabile che le autorità nazionali calibrino i contenuti delle future regolazioni in modo da affrontare adeguatamente i rischi, senza, tuttavia, soffocare oltremodo l'innovazione. Gli organismi internazionali stanno giocando un ruolo importante nell'identificazione e nella valutazione dei rischi posti dalle valute virtuali e potrebbero senz'altro contribuire a facilitare il processo di sviluppo e affinamento delle politiche regolatorie nazionali.

Con l'aumentare della conoscenza delle valute virtuali, la diffusione di standard internazionali e *best practices* potrà fornire utili indicazioni sulle misure più appropriate da implementare nei diversi campi, promuovendo l'armonizzazione e prevenendo il rischio di strategie di arbitraggio. Tali standard potrebbero comprendere accordi di cooperazione internazionale aventi ad oggetto lo scambio di informazioni e lo svolgimento di indagini nel perseguimento dei reati transfrontalieri.

Un altro fenomeno guidato dalle tecnologie *web based*, che alimenta la disintermediazione finanziaria e ha già visto i primi interventi dei regolatori e delle autorità di vigilanza, è il cosiddetto *robo advising*. Si tratta di piattaforme *online* che, sulla base di algoritmi di *risk management* e *asset allocation*, offrono agli investitori soluzioni precostituite e portafogli più o meno personalizzati, in maniera esclusivamente automatica e a fronte di una parcella definita e a basso costo.

Nel 2014 il Committee on the Regulation of Market Intermediaries della International Organization of Securities Commission (IOSCO) ha pubblicato una ricognizione dei rischi che la consulenza automatizzata pone per la tutela degli investitori e delle risposte delle Autorità di regolamentazione e vigilanza. Le problematiche più rilevanti attengono alla profilatura della clientela, alla eccessiva assunzione di rischio e alla gestione dei conflitti di interessi.

Un altro esempio di tecnologia avanzata disponibile all'investitore *retail* è quello delle piattaforme che replicano strategie e operatività di un *trader* professionista (*copy trading*) ovvero di un cosiddetto *expert advisor*, ossia un *software* programmato per aprire e chiudere investimenti in automatico secondo regole preimpostate (*mirror trading*).

## II L'evoluzione del quadro normativo e regolamentare

### 1 Gli sviluppi in ambito europeo

Nel corso del 2015 il quadro normativo europeo si è evoluto soprattutto a seguito di processi di revisione volti a superare le criticità evidenziate dalla crisi finanziaria e riconducibili sia alla crescente complessità degli strumenti e dei mercati finanziari sia a carenze nella *governance* societaria, anche nel settore finanziario.

In risposta alla crisi, le istituzioni europee hanno riformato la normativa per migliorare e armonizzare le disposizioni nazionali, anche con l'obiettivo strategico di realizzare un *single rulebook* e coordinare la vigilanza delle autorità competenti. Si è quindi sviluppato un articolato piano di atti normativi nuovi o di profonda rivisitazione di quelli esistenti, caratterizzati da un più ampio grado di armonizzazione, destinati a conformare sostanzialmente i prodotti e gli attori del sistema finanziario.

Ciò ha determinato, in concreto, l'inclusione di nuovi strumenti finanziari nell'ambito normativo oggettivo, l'introduzione di una disciplina organica sull'esecuzione delle operazioni su tali strumenti (indipendentemente dai metodi di negoziazione utilizzati), l'ampliamento dell'ambito normativo soggettivo nonché la revisione, per tutti i soggetti vigilati, dei requisiti e delle procedure destinate ad assicurare la qualità delle attività svolte.

Da tali regole, che dovrebbero risultare in linea con i principi di proporzionalità e di sussidiarietà, derivano oneri di conformità sostanziale in netta espansione, in gran parte fissi e destinati a incidere sulla concorrenzialità dei destinatari, a fronte del perseguimento di una maggiore qualità di informazioni, prodotti e servizi e del rafforzamento della fiducia nei mercati finanziari.

Consapevole dei rischi legati all'*iper*-produzione normativa in termini di sovrapposizioni, incoerenze e possibili disincentivi all'attività economica, la Commissione europea ha lanciato, a ottobre del 2015, una *call for evidence*, i cui esiti saranno resi noti nel corso del 2016, per acquisire le valutazioni degli operatori, lasciando presagire una nuova iniziativa di sistematizzazione e razionalizzazione di un quadro normativo non ancora pienamente attuato.

Insieme ai contenuti delle regole, negli ultimi anni si è inoltre osservata una profonda evoluzione della tecnica normativa, che (in luogo della direttiva) privilegia lo strumento del regolamento direttamente applicabile negli ordinamenti nazionali, i cui aspetti di dettaglio sono a loro volta definiti dall'ESMA. Tale approccio, se da un lato trova la sua giustificazione nella necessità di realizzare una armonizzazione massima tra gli ordinamenti europei, dall'altro segue un percorso non sempre lineare e prevedibile, che genera incertezza anche rispetto all'orizzonte temporale in cui potrà concludersi. Esso inoltre ha un forte impatto sulla sistematizzazione delle competenze e delle funzioni conferite alle autorità di vigilanza sui mercati finanziari che, a seguito di tale scelta legislativa, non trovano posto esclusivamente nella legislazione nazionale (ad esempio, nel Testo unico della finanza, Tuf), ma direttamente nei singoli regolamenti dell'Unione europea.

In particolare, si è diffuso il ricorso a tecniche di normazione secondaria mediante le quali negli atti legislativi sono contenute specifiche deleghe alla Commissione europea che viene investita del potere di emanare, con proprio regolamento o decisione, norme tecniche di regolamentazione (*regulatory technical standards*) o di implementazione (*implementing technical standards*). Dato il contenuto estremamente tecnico di tali norme, la loro predisposizione viene normalmente affidata all'ESMA, che ricorre a strumenti di *better regulation* (analisi e valutazione di impatto, consultazione, etc.) per garantire l'efficacia del proprio operato. Tutto ciò comporta la necessità di procedere contestualmente all'adeguamento del quadro normativo nazionale su diversi livelli, con conseguenti sovrapposizioni e reciproche interferenze tra fonti di rango primario e fonti di rango secondario.

Una parte rilevante delle nuove normative europee è dedicata all'armonizzazione dei poteri delle autorità competenti e dei sistemi sanzionatori, area su cui le precedenti normative mostravano carenze e disomogeneità. L'ampliamento dei poteri e l'inasprimento delle sanzioni rappresenta una caratteristica costante delle nuove normative, la cui attuazione nei diversi contesti nazionali richiede un notevole sforzo di adattamento per garantirne concreta efficacia e coerenza sistemica. Anche in questo ambito vanno adeguatamente applicati i criteri di proporzionalità e sussidiarietà per garantire la credibilità di un più rigoroso sistema di vigilanza e di *enforcement*.

Una volta armonizzate le regole, spetta agli Stati membri porre in essere tutte le condizioni, anche in termini di risorse e competenze disponibili, affinché le Autorità di vigilanza possano concretamente esercitare i poteri di supervisione. Allo stesso modo, risulterà fondamentale che nel processo di attuazione normativa siano definiti sistemi sanzionatori in grado di agire concretamente da deterrente ai comportamenti opportunistici o di sanzionarli con efficacia e rapidità.

## 1.1 Le principali aree di intervento

Gli sviluppi del quadro normativo europeo nel corso del 2015 hanno interessato, come di consueto, molteplici aree riconducibili a tre obiettivi: stabilità del sistema finanziario, trasparenza e crescita. Nella seconda metà dell'anno, si sono aggiunti i lavori per l'attuazione del Piano di azione in materia di Capital Markets Union (CMU), con l'obiettivo di migliorare l'accesso delle PMI alle varie fonti di finanziamento e promuovere una maggiore efficienza dei mercati (per maggiori dettagli, si veda il paragrafo successivo).

Nell'ambito delle iniziative volte a garantire la stabilità del sistema finanziario, le attività hanno riguardato sia il cosiddetto sistema bancario ombra sia il sistema bancario tradizionale. È riconducibile alla prima area il nuovo testo di Regolamento, approvato dal Parlamento europeo, in materia di operazioni di finanziamento tramite titoli, che, al fine di migliorare la trasparenza e favorire l'identificazione di eventuali rischi, introduce precisi obblighi informativi sull'operatività in *repo*, *reverse repo* e prestito titoli, con la quale anche soggetti al di fuori del settore bancario tradizionale possono trasformare le scadenze e/o la liquidità. Al sistema bancario tradizionale è indirizzata, invece, la proposta di regolamento sulla separazione dell'attività di *trading* proprietario dalla tradizionale intermediazione creditizia, per la quale è stata avviata la fase di trilogia istituzionale, nell'ambito delle misure strutturali volte ad accrescere resilienza e stabilità delle banche europee *too-big-to-fail*.

Nel corso del 2015 è stato altresì concluso il negoziato relativo alla proposta di Regolamento in materia di *benchmark* finanziari, attraverso il raggiungimento dell'accordo politico tra Commissione europea, Parlamento europeo e Consiglio, all'esito dei triloghi istituzionali. Il Regolamento entrerà in vigore dopo 18 mesi dalla pubblicazione nella Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea. Nel frattempo l'ESMA sarà impegnata nella predisposizione dell'*advice* tecnico da fornire alla Commissione europea per l'adozione dei previsti atti delegati e l'elaborazione di standard tecnici.

Le nuove misure, tenendo conto degli scandali connessi alla manipolazione dei tassi di riferimento Libor ed Euribor, introducono un quadro normativo armonizzato in materia, al fine di garantire una maggiore vigilanza sull'accuratezza dei *benchmark* finanziari, a tutela degli investitori e consumatori nonché dell'integrità dei mercati. La nuova disciplina, presumibilmente operativa a partire dalla fine del 2017, comporterà per banche, Sim e gestori di fondi nonché qualsiasi altro soggetto vigilato che costruisca o emetta uno strumento finanziario o un fondo di investimento o sottoscriva un contratto finanziario che intendano fare riferimento a un indice finanziario, l'obbligo di utilizzare soltanto *benchmarks* prodotti da amministratori autorizzati o comunque riconosciuti ai sensi del predetto Regolamento europeo. Eventuali amministratori di *benchmarks* stabiliti in Italia dovranno richiedere l'autorizzazione o, a seconda dei casi, la registrazione, ai sensi di quanto previsto dal Regolamento.

In materia di trasparenza, nel corso del 2015 sono state adottate misure di livello 2 in attuazione di diverse direttive e regolamenti.

In particolare, si segnalano: le misure relative alla Direttiva Prospetto, in materia di approvazione e pubblicazione del prospetto e diffusione di messaggi pubblicitari (si veda il riquadro 'La Direttiva Prospetto: misure attuative e proposta di revisione' nel Capitolo III 'La vigilanza sull'offerta al pubblico e sull'informativa societaria', Parte B); le misure relative alla Direttiva *Transparency* riguardanti il regime delle partecipazioni rilevanti (Regolamento Delegato della Commissione UE 2015/761 del 17 dicembre 2014) e il meccanismo di determinazione dell'equivalenza degli standard contabili applicati da emittenti di paesi terzi (Regolamento Delegato della Commissione UE 2015/1605 del 12 giugno 2015).

In attuazione del Regolamento sulle agenzie di rating, sono stati poi pubblicati tre Regolamenti Delegati, già adottati nel 2014 dalla Commissione, in materia di requisiti di *disclosure* per emittenti, *originator* e *sponsor* di strumenti finanziari strutturati (Regolamento Delegato della Commissione UE 2015/3 del 30 settembre 2014), requisiti di *reporting* per le agenzie di rating sui contributi addebitati da queste ultime ai propri clienti (Regolamento Delegato della Commissione UE 2015/1 del 30 settembre 2014) e requisiti di *reporting* per la presentazione delle informazioni che le agenzie di rating devono rendere disponibili all'ESMA ai fini della *European Rating Platform* (Regolamento Delegato della Commissione UE 2015/2 del 30 settembre 2014).

È stato inoltre pubblicato il Regolamento Delegato della Commissione, già adottato nel 2014, relativo alle informazioni che le autorità competenti devono fornire all'ESMA ai sensi dell'articolo 67(3) della Direttiva 2011/61/UE (Regolamento Delegato della Commissione UE 2015/514 del 18 dicembre 2014).

Nell'ambito delle misure tese a sostenere la crescita, il Consiglio europeo e il Parlamento europeo hanno approvato il Regolamento per i fondi d'investimento a lungo termine (Regolamento UE 2015/760 del Parlamento europeo e del Consiglio del 29 aprile 2015, cosiddetto Regolamento ELTIF), con l'obiettivo di favorire lo sviluppo di fonti di finanziamento alternative al canale bancario, in particolare per gli investimenti a lungo termine (per maggiori dettagli si veda il Capitolo IV 'La vigilanza sugli intermediari', Parte B). Tra le misure di attuazione della comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo sul finanziamento a lungo termine dell'economia europea del 14 marzo 2014, è ancora in corso di discussione la proposta di modifica alla Direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti.

La proposta intende istituire un quadro regolamentare che faciliti l'identificazione degli azionisti da parte delle società e agevoli la trasmissione delle informazioni transfrontaliere (compreso l'esercizio del voto) attraverso la cosiddetta catena dell'investimento, promuovere una prospettiva di investimento di più lungo termine da parte degli azionisti, rafforzare i controlli degli azionisti su politiche di remunerazione degli amministratori e operazioni con parti correlate e, infine, rendere più trasparenti le metodologie utilizzate dai *proxy advisors* per l'elaborazione delle

raccomandazioni di voto e le procedure messe in atto per la gestione dei conflitti di interessi.

In materia di tutela del consumatore, infine, il Parlamento europeo ha adottato la proposta di revisione della *Payment Services Directive* (PSD2).

Le nuove regole della PSD2 intendono migliorare la tutela del consumatore, promuovere l'innovazione e aumentare la sicurezza dei servizi di pagamento, al fine di fornire servizi moderni, efficienti e a basso costo per i consumatori e le imprese europee, con particolare riferimento ai servizi di pagamento elettronici. Si attende a tale riguardo l'adozione formale del testo anche da parte del Consiglio, a cui seguirà la pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea.

## 1.2 La Capital Markets Union: gli sviluppi in corso

Il 30 settembre 2015 la Commissione europea ha pubblicato il Piano d'azione per la Capital Markets Union (CMU) da realizzarsi entro il 2019. La Commissione effettuerà una prima valutazione dei risultati e l'eventuale ridefinizione delle priorità nel 2017.

Il Piano, oggetto di una pubblica consultazione conclusasi il 13 maggio, si propone di favorire e stimolare gli investimenti in Europa, aumentando e diversificando le fonti di finanziamento per le imprese europee e i progetti infrastrutturali a lungo termine, e di eliminare i fattori che ostacolano lo sviluppo di mercati dei capitali più efficienti e integrati, secondo le linee esplicitate nel Green Paper 'Costruire un'Unione dei mercati dei capitali' del 18 febbraio 2015.

Fra gli obiettivi specifici del Piano di azione si annoverano: il sostegno all'innovazione, delle *start-up* e delle società non quotate, nelle fasi di avvio e in quella iniziale della crescita; l'ampliamento delle fonti finanziarie accessibili alle PMI, anche mediante lo sviluppo di fondi di investimento nel credito e il *private placement*; la semplificazione dell'accesso delle imprese, in particolare per quelle minori, ai mercati regolamentati dei capitali; il sostegno all'investimento di lungo termine, di tipo sostenibile e in infrastrutture pubbliche; l'aumento della capacità delle banche di finanziare l'economia reale a parità di capitale; l'agevolazione degli investimenti esteri e *cross-border*, mediante la rimozione di barriere giuridiche nazionali e una maggiore convergenza regolamentare.

Al conseguimento di questi obiettivi si frappongono, tuttavia, numerosi ostacoli: frammentazione del quadro normativo e delle prassi di mercato; significative differenze fra Stati membri nelle condizioni di finanziamento per le imprese; accesso alle fonti di finanziamento molto limitato per un numero elevato di imprese (in particolare PMI); decisioni di investimento fortemente condizionate dalla disponibilità di credito bancario; scarsa diversificazione dei portafogli degli investitori per effetto del cosiddetto *home bias*.

La Commissione aveva già individuato alcune iniziative per il superamento di tali ostacoli.

Tra queste misure, si ricordano: l'adozione del Regolamento europeo sui fondi di investimento europei a lungo termine (ELTIF); la promozione della 'cartolarizzazione di qualità' (si veda il Riquadro 'Proposte in materia di cartolarizzazione nell'ambito dell'Action Plan per la creazione di una Capital Markets Union', nel Capitolo IV 'La vigilanza sugli intermediari', Parte B); misure per superare la mancanza di informazioni standardizzate e favorire il credito alle PMI; una maggiore diffusione del collocamento privato (*private placement*), già sperimentato con successo in alcuni mercati europei; la revisione di norme già vigenti (come per la Direttiva Prospetto; si veda il Riquadro 'La Direttiva Prospetto: misure attuative e proposta di revisione', nel Capitolo III 'La vigilanza sull'offerta al pubblico e sull'informativa societaria', Parte B), al fine di rendere meno oneroso per le PMI l'accesso ai mercati dei capitali e il rispetto degli obblighi di quotazione.

In particolare, il 'Piano di investimenti per l'Europa' del novembre 2014 (cosiddetto Piano Juncker) prevedeva una serie di misure tese a incentivare gli investimenti, la competitività e sostenere la crescita economica di medio lungo termine anche mediante la costituzione del Fondo europeo per gli investimenti strategici.

Tra gli interventi previsti dal Piano di azione, la Commissione ha già dato avvio ad alcune iniziative realizzabili nel breve termine. In particolare, unitamente al Piano sono stati pubblicati, tra gli altri, una proposta di regolamento sulle cartolarizzazioni 'semplici, trasparenti e standardizzate' (per maggiori dettagli si veda il Capitolo IV, 'La vigilanza sugli intermediari', Parte B) e la menzionata *call for evidence* sull'impatto cumulativo della normativa sui servizi finanziari.

La Commissione ha pubblicato anche una proposta di Regolamento delegato che modifica il Regolamento delegato UE 2015/35 del 10 ottobre 2014 (*Solvency II*) e relativo allegato, un documento di consultazione pubblica sui regolamenti dei fondi europei di *venture capital* (EUVECA) e dei fondi europei per l'imprenditoria sociale (EUSEF) e un documento di consultazione pubblica sulle obbligazioni garantite.

## 2 Il recepimento della normativa europea

Nel corso del 2015 la partecipazione al processo di recepimento della normativa europea ha rappresentato il cuore dell'attività normativa della Consob (si veda il Capitolo VI 'L'attività regolamentare', Parte B). L'attività ha preso avvio, come di consueto, con la definizione della Legge di delegazione europea annuale, che definisce il perimetro delle direttive e dei regolamenti di cui il Governo dovrà effettuare il recepimento e l'attuazione.

In tale contesto l'Istituto offre un supporto, insieme alle altre autorità di settore coinvolte, per la efficace redazione dei criteri di delega. Il contributo delle autorità di settore diviene ancora più rilevante quando vengono avviati i lavori di redazione dei decreti delegati destinati a includere le regole europee nell'ordinamento nazionale, principalmente attraverso modifiche al Tuf. La logica estensione di tale attività normativa è rappresentata dal successivo intervento di modifica della regolamentazione secondaria delegata a Consob e Banca d'Italia, nell'ambito delle rispettive competenze, necessaria per dare piena attuazione agli interventi di riforma.

Alla luce della mole e della complessità del lavoro necessario per conformare l'ordinamento nazionale alle novità introdotte nell'ordinamento europeo, la maggior parte degli interventi volti a completare l'iter attuativo a livello nazionale non sono ancora stati perfezionati e i relativi decreti delegati dovrebbero essere approvati nel corso del 2016. Ciò nonostante la loro preparazione ha significativamente impegnato la Commissione a supporto delle istituzioni governative delegate all'attività normativa primaria.

In particolare, nel corso del 2015, sono stati perfezionati alcuni interventi, per quanto di competenza dell'Istituto, connotati da rilevanti ricadute sull'operatività dei soggetti vigilati nonché sull'attività regolamentare e di vigilanza. Rientrano in tale insieme: la *Bank recovery and resolution directive* (Direttiva 2014/59/UE, cosiddetta Direttiva BRRD), la Direttiva sulla risoluzione alternativa delle controversie dei consumatori (Direttiva 2013/11/UE, cosiddetta *Alternative Dispute Resolution* o ADR), la Direttiva 2013/36/UE sui requisiti di capitale delle banche (cosiddetta CRD IV), la Direttiva 2013/34/UE (Direttiva Bilancio), la Direttiva 2013/14/UE e il Regolamento 462/2013/UE (cosiddetto pacchetto CRA3), entrambi in materia di agenzie di rating.

Si segnala, infine, che nel corso del 2016 sarà ultimato il recepimento di MiFID II e MIFIR, con un conseguente significativo intervento di revisione sia del Tuf sia dei Regolamenti Consob Intermediari e Mercati. A inizio 2016 la Commissione europea ha peraltro chiesto il rinvio dell'implementazione della nuova legislazione al 3 gennaio 2018.

La richiesta di proroga è dovuta a problemi tecnici di implementazione di tipo straordinario affrontati da regolatori e operatori di mercato e strettamente limitata a quanto necessario per la finalizzazione dei lavori tecnici di attuazione. La Commissione ha precisato che la richiesta di rinvio attiene ai tempi di implementazione e definitiva entrata in vigore della normativa e non a quelli di recepimento.

Nel mese di aprile 2016, la Consob ha comunicato all'ESMA la propria intenzione di conformarsi ai nuovi orientamenti emanati il 26 novembre 2015 dall'Autorità europea nell'ambito dei lavori avviati per l'implementazione di MiFID II e contenenti le *Guidelines on complex debt instruments and structured deposits*.



Tali orientamenti sono stati elaborati, ai sensi dell'art. 25, paragrafo 10, ai fini della specificazione delle condizioni in forza delle quali gli intermediari possono prestare servizi di investimento in modalità *execution only* e quindi con minori tutele per la clientela.

Nel corso del 2016 la Consob dovrà, inoltre, comunicare l'intenzione di conformarsi alle *Guidelines for the assessment of knowledge and competence* pubblicate dall'ESMA il 17 dicembre 2015.

Tali linee guida sono state predisposte, ai sensi dell'art. 25, paragrafo 9 della MiFID II, per individuare i criteri da considerare ai fini della valutazione dei requisiti di conoscenza e competenza di cui devono essere in possesso le persone fisiche che, per conto dell'intermediario, prestano consigli di investimento, ovvero informano i clienti circa i servizi prestati e i prodotti offerti.

### 3 L'attività regolamentare

Nell'ambito dell'attività regolamentare svolta nel corso del 2015 (dettagliatamente illustrata nel Capitolo VI 'L'attività regolamentare', Parte B) meritano particolare attenzione i lavori in occasione della revisione del Regolamento sul procedimento sanzionatorio della Consob (di cui alla delibera 18750 del 19 dicembre 2013), tesa a rafforzare il diritto di difesa degli interessati e, più in particolare, a consolidare il principio del contraddittorio e la piena conoscenza degli atti del procedimento (per maggiori dettagli, si veda il paragrafo seguente).

Un ulteriore intervento regolamentare particolarmente rilevante concerne la disciplina dell'*equity crowdfunding*, conseguente alle modifiche alla normativa primaria apportate dal d.l. 3/2015 convertito nella legge 33/2015, tese a estendere il novero delle società legittimate a offrire strumenti finanziari tramite portali *online*. In ambito europeo, dove si sta valutando l'opportunità di disciplinare la raccolta diretta di capitali (si veda il Piano di azione della CMU di cui al paragrafo precedente), l'Italia rappresenta un *benchmark* dal punto di vista regolamentare e, sulla base dell'esperienza nazionale, può fornire un contributo rilevante nella fase ascendente della regolamentazione settoriale.

La necessità di recepire le modifiche alla normativa primaria ha fornito l'occasione per una più ampia riflessione sull'impianto regolamentare a circa due anni dalla sua entrata in vigore.

Gli effetti della disciplina sul finanziamento delle *start-up* non possono essere considerati ancora soddisfacenti. Nell'ottica di favorire il concreto sviluppo dell'*equity crowdfunding*, i soggetti istituzionali che lo hanno promosso (MISE) o che ne seguono con attenzione le sorti (MEF) hanno manifestato il loro interesse a supporto di una specifica *policy* di riforma della regolamentazione.

La Commissione ha avviato una valutazione della congruità degli oneri imposti dal Regolamento basata sulle evidenze empiriche riscontrate e analizzate in fase di analisi di impatto della regolamentazione e sulle istanze e proposte degli operatori acquisite a seguito di una consultazione preliminare.

I partecipanti alla consultazione hanno indicato come eccessivamente gravosi gli obblighi in materia di sottoscrizione da parte di investitori professionali ed esecuzione degli ordini. Per quanto riguarda il primo aspetto, le istanze rappresentate dal mercato sono state accolte, includendo nella categoria degli investitori professionali anche quelli su richiesta, classificati ai sensi della disciplina MiFID dall'intermediario di cui sono clienti. Per quanto riguarda il secondo aspetto, è stata semplificata la procedura e sono stati ridotti i costi di transazione, in modo da favorire l'integrale conclusione delle operazioni *online*, ove i gestori fossero concretamente attrezzati a sostenere le verifiche necessarie per valutare l'appropriatezza dell'operazione.

Il Regolamento riformato e semplificato è stato posto in consultazione il 3 dicembre 2015 per acquisire le osservazioni sulle disposizioni di attuazione della normativa primaria, ai fini della loro definitiva approvazione. Le modifiche regolamentari sono state adottate con la delibera 19520 del 24 febbraio 2016.

# III Le attività svolte e le linee di indirizzo per il 2016

L'attività posta in essere nell'anno trascorso, oltre a essere in linea con gli obiettivi strategici definiti per il triennio 2013-2015, riflette le tendenze evolutive del contesto esterno di riferimento, di cui si è tenuto conto nella pianificazione operativa per il 2016.

Di seguito si riassumono le attività poste in essere dalla Consob nel 2015 e gli obiettivi operativi per l'anno in corso, ripartiti per area (mercati, emittenti, intermediari, prodotti *non-equity* e repressione dell'abusivismo). Sono inoltre illustrati le iniziative per il potenziamento del mercato dei capitali domestico, gli interventi sanzionatori nonché le attività e le iniziative programmate nelle aree di supporto alla vigilanza, concernenti l'educazione finanziaria, l'attività di studi e analisi, i processi organizzativi, l'infrastruttura informatica e la gestione finanziaria.

## 1 I mercati

Il quadro normativo delineato da MiFID II e MiFIR introdurrà innovazioni significative in materia di mercati, prevedendo una più puntuale definizione delle sedi di negoziazione e ampliando l'ambito applicativo del regime di trasparenza e degli obblighi di *transaction reporting* degli scambi.

Con riferimento alle sedi di negoziazione, le nuove disposizioni estendono la qualificazione di sistemi multilaterali di negoziazione ai sistemi di incrocio di ordini di banche e Sim e introducono un'ulteriore tipologia di sede di negoziazione (il sistema organizzato di negoziazione, OTF).

In particolare, i sistemi di incrocio di ordini (*internal matching system*), prima non soggetti a regolamentazione, dovranno essere autorizzati o come una tipologia di sede multilaterale di negoziazione o come internalizzatori sistematici. Tali attività si collocano in un'area tra la mediazione e il sistema di negoziazione, ad oggi non espressamente disciplinata e rispetto alla quale potranno sorgere incertezze sul corretto inquadramento nel nuovo regime normativo.

In tale prospettiva, nel 2015 l'Istituto ha proseguito gli approfondimenti sulla corretta qualificazione delle attività di incrocio degli ordini dei propri clienti/soci effettuate da un campione significativo di

intermediari. Nel quadro delle Linee-guida ESMA sul trading automatizzato e alla luce dei presidi e controlli che saranno richiesti in seguito all'entrata in vigore di MiFID II, gli intermediari sono stati inoltre invitati a effettuare un puntuale *self-assessment* di meccanismi, presidi e controlli implementati per assicurare la resilienza dei sistemi, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e l'integrità dei mercati.

In materia di trasparenza degli scambi, l'esperienza applicativa successiva alla MiFID I ha evidenziato rischi per la qualità dei flussi informativi di vigilanza (*transaction reporting*) e delle informazioni destinate al pubblico (trasparenza *pre* e *post-trade*) nonché criticità nell'attività di verifica del rispetto degli obblighi stessi. Nel corso del triennio 2013-15 la Commissione ha posto in essere numerose azioni per mitigare queste criticità, tra cui anche attività di *industry education*, aventi ad oggetto l'evoluzione degli adempimenti *transaction reporting* e di trasparenza alla luce dell'entrata in vigore di MiFID II e MiFIR. Tali adempimenti risulteranno accresciuti per effetto dell'estensione del perimetro di applicazione riferito sia a strumenti finanziari *equity like* e *non-equity* sia a nuove sedi di negoziazione. A queste estensioni le *trading venue*, operando secondo una logica *profit-oriented* e in un contesto sempre più competitivo, potrebbero reagire contenendo le risorse destinate all'attività di *compliance*, alimentando il rischio di un peggioramento della qualità dei flussi informativi inviati alle autorità e al mercato. La revisione della normativa comunitaria in materia di *transaction reporting* avrà inoltre l'effetto di incrementare notevolmente l'onere di gestione delle informazioni, già oggi significativo, anche per le autorità di vigilanza.

L'aumento del volume dei dati di vigilanza provenienti da una pluralità crescente di fonti può comportare difficoltà e complessità tali da inficiare l'efficace accesso, l'elaborazione e l'analisi dei dati stessi ai fini della vigilanza sulle infrastrutture di *trading* e *post-trading*. Inoltre, la moltiplicazione degli interlocutori e delle relative sedi geografiche, spesso delocalizzate, dei quali dovrà tener conto la vigilanza potrebbe ridurre la tempestività e l'efficacia dei controlli, anche a causa delle cooperazioni internazionali non sempre fluide.

In questo contesto, la Commissione intende indirizzare la propria attività di vigilanza al fine di: i) garantire una corretta transizione verso il regime MiFID II e MiFIR, in modo da minimizzare gli incentivi degli operatori a migrare verso sedi di negoziazione meno trasparenti e verificare il rispetto degli adempimenti in tema di trasparenza, *transaction reporting* e *best execution*; ii) potenziare la capacità di *detection* delle condotte potenzialmente manipolative del mercato, anche nel caso di strategie favorite dalla frammentazione degli scambi (operatività *cross market*), sviluppando la collaborazione bilaterale o multilaterale con le altre autorità per lo scambio di informazioni; iii) adeguare le infrastrutture tecnologiche di vigilanza alle nuove esigenze previste dal mutato quadro regolamentare, anche in coordinamento con l'ESMA.

In particolare nel corso del 2016, con riferimento alle innovazioni normative in atto, l'Istituto sarà impegnato accanto ai principali attori del settore in attività di analisi delle implicazioni di vigilanza e delle eventuali esigenze di chiarimenti di natura interpretativa della normativa e di natura operativa nonché in attività di *industry education*.

Un'altra area di interesse per la Commissione riguarda la vigilanza sui mercati dei derivati, che nel corso del 2016 si intende potenziare con riferimento al corretto adempimento degli obblighi imposti dalla normativa EMIR e, in prospettiva, da MiFIR.

In particolare, MiFIR introduce una *trading obligation* con riferimento ai derivati OTC soggetti all'obbligo di *clearing* ai sensi della disciplina EMIR (oltre che alle azioni negoziate su una *trading venue*, ossia mercati regolamentati, MTF, OTF), al fine di garantire che la negoziazione avvenga per quanto possibile in sedi organizzate soggette ad adeguata regolamentazione e vigilanza anziché *over-the-counter*. Con l'introduzione di una *trading obligation* per i derivati OTC standardizzati si completa la riforma europea dei derivati avviata dopo la crisi finanziaria del 2008.

L'azione di vigilanza in tale ambito insisterà in maniera prioritaria sulla qualità dei dati segnalati ai *Trade Repository* e sulle procedure che le controparti adottano per assicurare la correttezza e la tempestività delle segnalazioni.

Particolare attenzione verrà inoltre dedicata ai presidi con cui le controparti non finanziarie monitorano la loro attività in derivati per verificare il superamento della soglia di compensazione e per misurare l'idoneità dei derivati OTC conclusi per finalità di copertura a ridurre oggettivamente i rischi direttamente legati all'attività commerciale o di tesoreria.

Contestualmente al potenziamento delle attività di vigilanza, anche in questo ambito la Consob proseguirà le attività di *industry education* volte a rendere gli operatori pienamente consapevoli dei nuovi adempimenti cui è sottoposta l'operatività in derivati.

La normativa MiFID II e MiFIR prevede un'articolata disciplina (che sarà dettagliata ulteriormente nelle misure di livello 2 della MiFID II di prossima emanazione) dell'*algo-trading* e dell'*high frequency trading* (HFT) e l'attribuzione di nuovi e più incisivi poteri di vigilanza alle autorità.

La Commissione intende intensificare la vigilanza in materia, al fine di monitorare l'impatto dell'HFT sul processo di formazione dei prezzi e migliorare la capacità di *detection* degli abusi di mercato nonché innalzare la qualità dei requisiti organizzativi e dei sistemi di controllo di *trading venue* e imprese d'investimento che operano in ambiente altamente automatizzato.

Anche alla luce dell'esperienza applicativa, maturata nell'ambito dell'attività di verifica della *compliance* agli orientamenti ESMA da parte di *trading venue* e operatori e dell'interlocuzione con le omologhe autorità estere, la Consob

procederà allo sviluppo di una metodologia di *risk-assessment* e all'approfondimento di specifici profili evolutivi della microstruttura dei mercati.

## 2 Gli emittenti

### 2.1 L'informativa finanziaria

L'informativa finanziaria degli emittenti continua a rappresentare un'area di particolare attenzione per la vigilanza. Benché nel frattempo siano intervenuti fattori di mitigazione del rischio, quali il leggero miglioramento del quadro macroeconomico generale, la possibile propensione a fornire una rappresentazione della situazione economico/finanziaria migliore rispetto a quella effettiva o attesa nonché l'elevato (ancorché stabile) numero di società connotate da incertezze sulla continuità aziendale ripropongono il rischio di disallineamenti tra l'andamento di mercato dei titoli e l'informativa a disposizione degli investitori.

La rilevabilità di tali fenomeni è, tuttavia, migliorata grazie alla realizzazione di alcuni strumenti e azioni di vigilanza che li hanno resi più tempestivamente individuabili. Contribuiscono in tal senso l'utilizzo più strutturato e organico delle informazioni di tipo 'derivato' (raccomandazioni degli analisti e giudizi di rating), l'interazione costante con revisori ed emittenti in prossimità delle approvazioni della reportistica periodica, l'inserimento nel campione di vigilanza ex art. 89-*quater* del Regolamento Emittenti delle società industriali caratterizzate da un elevato indebitamento e da una redditività operativa in calo e attive nei settori più esposti al ciclo economico (quali, ad esempio, energie alternative, immobiliare, *utilities*).

In linea con gli obiettivi individuati nel piano strategico 2013-2015, nel corso dell'anno l'attività di monitoraggio sulle società operanti nei settori inclusi nel campione di vigilanza si è focalizzata sulle aree di bilancio caratterizzate da maggiori criticità, tenuto anche conto delle peculiarità dei settori analizzati. Particolare attenzione è stata dedicata all'analisi dei bilanci delle società caratterizzate dalla presenza di rilevanti *asset* immateriali. Oggetto di approfondimento sono stati, inoltre, alcuni aspetti applicativi del principio contabile IFRS 10 'Bilancio consolidato' che ha introdotto una nuova definizione di controllo rilevante a fini contabili (per maggiori dettagli si veda il Capitolo III 'La vigilanza sull'offerta al pubblico e sull'informativa societaria', Parte B).

Particolari criticità emergono anche in relazione all'informazione finanziaria prodotta dagli emittenti bancari in occasione dell'offerta di strumenti finanziari. L'intero settore versa in una situazione particolarmente complessa e incerta, per effetto di molteplici fattori tra cui la redditività ancora bassa e la crescente articolazione – a livello internazionale, europeo e domestico – del quadro regolamentare e della vigilanza prudenziale. Il nuovo

approccio per la risoluzione delle crisi bancarie comporta, inoltre, una maggiore complessità nella valutazione e contabilizzazione degli strumenti finanziari passivi ai fini dell'applicazione del *bail-in*. La transizione al nuovo assetto normativo e di vigilanza europeo potrebbe richiedere di intensificare controlli e interventi in materia di *disclosure* finanziaria.

È verosimile, inoltre, che il settore bancario verrà interessato da processi di aggregazione e trasformazione con conseguenti operazioni di finanza straordinaria e di offerte finalizzate alla quotazione dei nuovi soggetti (anche per effetto del d.l. 3/2015 coordinato con la legge di conversione 33/2015, cosiddetto Decreto banche popolari). Per potenziare i controlli sull'informativa finanziaria, nell'ambito della vigilanza sugli emittenti a maggior rischio sistemico, sono state inserite nel campione di vigilanza le principali società quotate del comparto e sono stati intensificati i controlli sull'informativa resa al mercato in merito ai piani economici previsionali e ai programmi di rafforzamento patrimoniale. I controlli riguarderanno anche la correttezza e la trasparenza dei processi decisionali e l'adeguata *disclosure* degli assetti proprietari.

Con riferimento ai programmi di rafforzamento patrimoniale, la vigilanza trarrà beneficio dalle iniziative di standardizzazione delle informazioni, realizzate nel 2015 in occasione delle operazioni di offerta finalizzate alla patrimonializzazione degli enti creditizi allo scopo di rendere i controlli più tempestivi ed efficaci favorendo, nel contempo, la comparabilità tra diverse soluzioni di investimento.

Nel 2015 le principali aree oggetto di vigilanza per gli emittenti bancari hanno riguardato: il deterioramento dei crediti, la contrazione della redditività per effetto delle svalutazioni e della riduzione dei tassi di interesse, il peso crescente delle voci reddituali riferibili ad attività diverse da quelle tipiche dell'intermediazione bancaria, l'elevata esposizione nei confronti del debito sovrano, i processi di valutazione e revisione prudenziale a fronte dei rischi assunti, le maggiori situazioni di conflitto di interessi, l'illiquidità delle azioni non quotate, le incertezze del contesto macroeconomico di riferimento nonché le evoluzioni normative di settore (soprattutto con riferimento al sistema di risanamento e risoluzione delle crisi degli enti creditizi), il processo di fissazione del prezzo delle azioni.

Con riferimento a quest'ultimo aspetto, nel corso dell'anno la Commissione ha svolto approfondimenti sulle informazioni relative alle società comparabili, selezionate dagli emittenti al fine di rappresentare nei prospetti il confronto con i multipli propri, nell'ambito della descrizione delle notizie sul prezzo d'offerta. Tali approfondimenti si pongono l'obiettivo di promuovere, anche tramite l'intervento delle associazioni di categoria, prassi di mercato omogenee che possano fornire alle società un orientamento per selezionare i propri *comparable* nonché le informazioni e i dati da inserire nel prospetto (*ratios*, fonti, riferimento temporale, etc.).

## 2.2 Le operazioni con parti correlate

In coerenza con l'attività degli ultimi anni, la vigilanza sui rischi connessi alle operazioni con parti correlate ha assunto rilevanza centrale.

In tale ambito, il monitoraggio dell'attività di revisione delle procedure interne per l'effettuazione di operazioni con parti correlate, volta ad allineare le medesime procedure alle indicazioni emerse dalla prassi applicativa oltretutto a eventuali modifiche degli assetti proprietari, ha evidenziato alcuni casi di estensione del perimetro di applicazione delle procedure in presenza di mutamenti negli assetti proprietari delle società interessate.

Tali estensioni sono avvenute ad esito della valutazione, richiesta dal Regolamento in materia di operazioni con parti correlate, in merito alla possibile individuazione di ulteriori soggetti a cui applicare, in tutto o in parte, presidi analoghi a quelli previsti dalle procedure.

Nel 2015 la regolamentazione in esame ha trovato più diffusa applicazione in società a elevata capitalizzazione, interessate da trasferimenti di asset significativi, operazioni di riassetto del controllo ed estinzione di contratti con parti correlate in cui sono state adottate le regole procedurali e di trasparenza previste per le operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate.

Nella più recente esperienza di vigilanza, inoltre, sono stati svolti approfondimenti sulla corretta applicazione di alcuni dei casi di esenzione previsti dal Regolamento, in particolare per la classificazione delle operazioni quali ordinarie e a condizioni di mercato e per la determinazione del controvalore delle operazioni, nell'intento di evitare fenomeni elusivi connessi al frazionamento di operazioni unitarie di importo non esiguo.

La verifica della mappatura delle parti correlate o degli ulteriori soggetti da trattare come tali in società interessate da mutamenti di assetti proprietari e di controllo costituisce una tra le attività pianificate per il 2016.

## 2.3 Il governo societario e gli organi di controllo interno

Negli ultimi anni si è assistito a una maggiore partecipazione degli investitori istituzionali (in particolare esteri) alla nomina degli organi sociali delle società quotate italiane e, in generale, a un aumento della dialettica assembleare e della contrapposizione tra azionisti di controllo e l'insieme degli investitori istituzionali. Questo fenomeno, in particolare nelle società dove non emerge un forte azionista di controllo, affievolisce la distinzione in assemblea tra azionisti di maggioranza e di minoranza e, di conseguenza, rende più difficoltosa l'applicazione delle norme a tutela di questi ultimi (in particolare, l'istituto del voto di lista).



Le assemblee tenute nel 2015 dalle società a medio-alta capitalizzazione hanno confermato queste tendenze evolutive, ponendo in rilievo profili di attenzione sui quali la Commissione si focalizzerà anche nel corso del 2016. In particolare, la distinzione tra tradizionali maggioranze e minoranze assembleari diventa meno immediata quando, in occasione della nomina degli organi sociali, le liste di candidati presentate e votate dagli investitori istituzionali ottengono la maggioranza dei voti in assemblea.

Con riguardo alla nomina dell'organo di controllo, si è verificata la circostanza che liste tradizionalmente 'di maggioranza', presentate cioè da azionisti in grado di influire sul controllo dell'emittente, siano arrivate seconde per numero di voti e abbiano perciò designato il presidente dell'organo di controllo, in applicazione della previsione del Tuf volta ad attribuire alle minoranze tale potere di individuazione.

Nel 2016 l'attività di vigilanza della Commissione si focalizzerà sull'applicazione in concreto della disciplina legale e statutaria del voto di lista, al fine di garantire, anche in fase preassembleare, un'adeguata informativa ai soci in ordine all'iter previsto per l'assunzione delle deliberazioni di nomina in casi analoghi a quelli sopra descritti.

Un ulteriore profilo di attenzione concerne il ruolo determinante degli intermediari depositari nell'assicurare, tramite un'efficiente e tempestiva trasmissione delle informazioni richieste dalla disciplina secondaria sulla gestione accentrata, la legittimazione all'esercizio dei diritti sociali e, quindi, l'effettiva partecipazione alla vita sociale da parte del maggior numero possibile di azionisti. Infatti, soprattutto nei casi in cui un numero molto elevato di azionisti eserciti i diritti sociali, le prassi applicate dagli intermediari hanno riflessi determinanti sul buon funzionamento del meccanismo assembleare.

Un'area rilevante per la vigilanza è altresì connessa all'introduzione del voto plurimo/maggiorato (di cui al d.l. 91/2014, cosiddetto Decreto competitività). Tale innovazione, promossa dalla Consob nell'ottica di incentivare la quotazione e lo sviluppo del mercato azionario, favorirà la ridefinizione degli assetti di controllo delle società. In tale prospettiva, sarà cruciale verificare la completezza dell'informativa fornita ai soci nella fase che precede l'assemblea chiamata a esprimersi sull'introduzione di questa importante modifica statutaria.

Nel corso del 2015, 17 emittenti hanno modificato il proprio statuto per prevedere il sistema della maggiorazione dei diritti di voto, nella misura complessiva di due voti per azione in favore dei soci che mantengono la titolarità delle stesse per almeno 24 mesi.

L'iniziativa delle prime società che hanno tenuto nel mese di gennaio 2015 l'assemblea per deliberare l'adozione di modifiche statutarie volte a introdurre il meccanismo del voto maggiorato è stata seguita da altre società nel corso delle assemblee di approvazione del bilancio dell'esercizio 2014. In vista di tali assemblee,

la vigilanza della Commissione si è concentrata sulla verifica della completezza dell'informativa preassembleare e della coerenza tra le proposte di modifica dello statuto e le disposizioni di legge che regolano l'adozione del voto maggiorato.

Sulla scorta dell'esempio dei primi casi di introduzione del voto maggiorato, nei quali l'Istituto è intervenuto con specifiche richieste di integrazione della relazione illustrativa degli amministratori, l'informativa predisposta dalle società ha incluso informazioni sul processo decisionale seguito dagli organi amministrativi nella formulazione della proposta e sugli ipotizzabili effetti di rafforzamento, grazie al voto maggiorato, degli azionisti già titolari della partecipazione di controllo nella società.

L'interlocuzione con gli organi di controllo, volta alla verifica dell'adempimento su base continuativa dei doveri di vigilanza previsti dalla legge, ha riguardato tutte le menzionate aree del governo societario. In alcuni casi, tale approccio ha condotto alla segnalazione da parte dei medesimi organi di controllo all'organo amministrativo o alla Commissione di criticità o approfondimenti richiesti ai fini del buon funzionamento del sistema di governo societario dell'impresa.

## 2.4 Le società di revisione

La disciplina della revisione legale degli enti di interesse pubblico (EIP) e del relativo sistema di vigilanza verrà notevolmente rafforzata nel corso del 2016, oltre che attraverso il recepimento della Direttiva 2014/56 soprattutto in seguito all'entrata in vigore del Regolamento UE 537/2014. Tale Regolamento detta precise disposizioni direttamente operanti nei vari paesi membri, a partire dal 17 giugno 2016, su diversi aspetti rilevanti quali i principi tecnici e di indipendenza dei revisori, i compiti di supervisione dell'*audit committee*, le comunicazioni tra i revisori e il pubblico dei soggetti interessati alla relazione di revisione e tra i revisori e le autorità di vigilanza, i sistemi di vigilanza e sanzionatori, la cooperazione europea e internazionale. La nuova normativa mira infatti a rafforzare tutti i presidi posti a garanzia di una maggiore qualità della revisione legale dell'informativa finanziaria, allo scopo di assicurarne una sempre maggiore affidabilità.

In termini di vigilanza, il Regolamento introduce nuovi compiti per le autorità incaricate della supervisione sui revisori degli EIP: tra questi si segnalano i nuovi compiti di monitoraggio della qualità e competitività del mercato della revisione, che includono la valutazione dei rischi legati alla concentrazione del mercato della revisione, e la valutazione delle performance degli *audit committee*. Si tratta di un'innovazione particolarmente importante, che si auspica possa contribuire a una migliore comprensione del mercato della revisione a livello europeo e rappresentare uno strumento utile a valutare l'impatto della riforma in corso.

Il Regolamento, oltre a individuare le aree che le autorità nazionali saranno chiamate a monitorare in via sistematica, introduce l'obbligo per queste ultime di predisporre specifici report sull'andamento del mercato della revisione degli EIP. Il primo report dovrà essere trasmesso alla Commissione europea entro il 17 giugno 2016, ossia entro la data di entrata in vigore del Regolamento stesso, affinché quest'ultima possa provvedere a predisporre una relazione congiunta a livello europeo da presentare al Consiglio, alla BCE e al Comitato per il rischio sistemico nonché, se del caso, al Parlamento europeo.

Allo stato attuale è in corso a livello europeo un confronto tra le singole autorità sul contenuto operativo di tale disposizione e sulle conseguenti ricadute in termini di contenuto dei report nazionali. Tali report dovranno riflettere i tratti essenziali dei singoli mercati della revisione che, in Italia come nel resto dell'Europa e del mondo, sono caratterizzati da una crescente influenza da parte delle realtà internazionali di appartenenza (*network*) sulle scelte strategiche e operative delle società di revisione presenti a livello domestico.

Conseguentemente la vigilanza su tale comparto richiede un coordinamento sempre più forte tra le autorità nazionali competenti, con inevitabili ricadute in termini di complessità dei controlli, a causa sia della necessaria interlocuzione con soggetti sovranazionali (*network*) sia delle crescenti esigenze di coordinamento in un contesto operativo non ancora pienamente definito e reso omogeneo.

In questo scenario va inquadrata la scelta operata dalla Consob e dalle altre autorità europee di condividere una Metodologia Comune Europea per lo svolgimento dei controlli di qualità, finalizzata a uniformare le attività di verifica e a rendere possibile la comparazione delle carenze rilevate dalle varie autorità nazionali, che confluiscono nel database centralizzato a livello europeo.

L'orientamento condiviso a livello europeo è altresì quello di tendere a sensibilizzare i *network* internazionali affinché pongano in essere interventi di miglioramento su specifiche aree di natura strategica e procedurale, che influenzano in maniera significativa le *practice* nazionali e con riguardo alle quali sono state individuate carenze da parte dei regolatori. Questa è la direttrice sulla quale si continuerà a operare anche nel corso del 2016, con l'obiettivo di rendere sempre più efficace il dialogo e il confronto già avviato tra autorità di vigilanza e principali operatori nel settore della revisione.

Si segnala infine l'intervenuta emanazione da parte della Consob della propria *policy* di vigilanza per lo svolgimento dei controlli di qualità sulle società di revisione e del relativo modello di vigilanza *risk based*. Si tratta di importanti strumenti organizzativi che orienteranno le principali decisioni di vigilanza anche nel corso del 2016.

### 3 Gli intermediari

L'evoluzione della congiuntura economica e del quadro normativo di riferimento solleva diversi profili di attenzione di cui la vigilanza sugli intermediari ha tenuto conto nel corso del 2015.

Un primo profilo riguarda il possibile intensificarsi dei conflitti di interessi tra banche e clienti. A fronte del miglioramento della posizione patrimoniale e della forte attenuazione delle esigenze di liquidità, gli istituti di credito continuano infatti a sperimentare pressioni sul fronte della redditività e delle sofferenze (si veda il precedente Capitolo I per maggiori dettagli). Ulteriori criticità emergono con riferimento agli sviluppi tecnologici e alla conseguente disintermediazione finanziaria, che porta i *player* del mercato a riposizionarsi lungo la catena del valore, tra distribuzione e *manufacturing*, per mantenere il proprio vantaggio competitivo. Tali circostanze possono dunque incentivare la distribuzione di prodotti complessi e/o in conflitto di interessi (quali obbligazioni subordinate e titoli ibridi *equity-like*) per far fronte all'esigenza di migliorare la redditività soprattutto attraverso fonti di origine commissionale (rivenienti, ad esempio, da servizi di investimento) e di soddisfare eventuali esigenze di rafforzamento patrimoniale.

Alla luce del contesto di riferimento, nel corso del 2015 la Commissione ha proseguito la vigilanza sulla prestazione di servizi di investimento e ha dedicato particolare attenzione alla distribuzione dei prodotti complessi. Il monitoraggio sulla prestazione di servizi di investimento ha avuto ad oggetto i processi operativi e le principali leve gestionali degli intermediari bancari, al fine di individuare potenziali rischi di non conformità nella distribuzione alla clientela *retail* di titoli propri, anche di capitale.

Al riguardo, sono state avviate specifiche iniziative con l'obiettivo di monitorare le modalità adottate dall'intermediario-emittente nella relazione con la propria clientela. L'attività di vigilanza, anche ispettiva, si è focalizzata sulla prestazione del servizio di consulenza e sulle verifiche di adeguatezza (profilatura della clientela e rischio di scarsa diversificazione del portafoglio) poste in essere nella distribuzione dei titoli propri.

Ulteriori iniziative di vigilanza hanno avuto ad oggetto la fase di produzione di strumenti finanziari, con riguardo alla *governance* di prodotto adottata dagli intermediari bancari rispetto alla definizione di *target market*, bisogni serviti, *pricing*, politiche commerciali e di incentivazione.

È altresì proseguita, conformemente al Piano Strategico 2013-2015, un'azione di vigilanza di tipo informativo nei confronti degli intermediari-rete, tesa ad analizzare lo stato di implementazione delle procedure interne di controllo della rete dei promotori finanziari e indirizzare in modo proattivo gli operatori verso soluzioni in grado di contenere il rischio di comportamenti non corretti. Ad esito della attività di vigilanza, sono state individuate talune

*best practices*, veicolate al mercato mediante la comunicazione 0012130 dell'11 febbraio 2016 volta a sollecitare un allineamento da parte degli operatori che utilizzano meccanismi di controllo meno evoluti.

Nel corso del 2016 la Commissione stabilirà la data di avvio dell'operatività del nuovo 'Organismo di vigilanza e tenuta dell'Albo unico dei consulenti finanziari', introdotto dalla Legge di Stabilità per il 2016 (legge 208/2015) all'art. 1, commi da 36 a 43, al quale saranno trasferite le funzioni di vigilanza sui promotori finanziari attualmente attribuite alla Consob (si veda il Riquadro 'Le nuove disposizioni in materia di vigilanza sui promotori e sui consulenti finanziari' nel Capitolo IV 'La vigilanza sugli intermediari', Parte B).

Con riguardo ai prodotti complessi, poi, la Commissione ha avviato iniziative specifiche sulle modalità di distribuzione degli stessi, alla luce degli elementi informativi acquisiti dall'Istituto relativamente alle decisioni e agli indirizzi che i soggetti vigilati hanno assunto, in ordine alla distribuzione di prodotti finanziari complessi alla clientela al dettaglio, a fronte dei chiarimenti interpretativi forniti con la comunicazione 0097996 del 22 dicembre 2014.

La Commissione ha altresì pubblicato la comunicazione 0090430 del 24 novembre 2015, avente ad oggetto la declinazione delle regole di condotta in capo agli intermediari che prestano servizi di investimento in relazione al nuovo quadro normativo creatosi in esito al recepimento della BRRD. Con tale comunicazione si è inteso, da un lato, fornire indicazioni operative circa l'informativa da rendere agli investitori e, dall'altro, invitare gli intermediari medesimi a valutare gli eventuali impatti delle modifiche normative sopra richiamate sulle proprie procedure di valutazione dell'adeguatezza e dell'appropriatezza degli investimenti.

Nel 2016, nella prospettiva del nuovo scenario delineato da MiFID II e MiFIR, la Commissione intende anticipare gli interventi di indagine a una fase anteriore al momento della distribuzione/*marketing*, vigilando sui presidi *pre*-distribuzione per i prodotti più complessi e monitorandone la compatibilità con le esigenze del *target market* durante tutta la vita dei prodotti. Saranno altresì verificati i presidi al rischio di concentrazione (ossia di scarsa diversificazione del portafoglio) adottati dagli intermediari, anche in considerazione dell'accresciuta rilevanza di tali meccanismi alla luce del recepimento nazionale della BRRD. Verranno infine implementati i poteri relativi alla *product intervention*, previsti dalla MiFID II e dal Regolamento PRIIPs.

Nel corso del 2016, gli scambi degli strumenti finanziari complessi nelle sedi di negoziazione saranno anche oggetto di attento esame nell'ambito della vigilanza sui mercati, con l'obiettivo di valutarne i livelli di liquidità e la congruità delle condizioni del disinvestimento.

Con particolare riferimento alla vigilanza sugli intermediari gestori, nel corso del 2015 è stato adottato un approccio *risk based*, volto a definire la priorità delle attività da porre in essere in relazione a possibili rischi, riconducibili sia a fattori esogeni sia a comportamenti posti in essere dallo stesso intermediario gestore. Tale approccio si differenzia a seconda della tipologia di clientela, tenendo in opportuna considerazione le maggiori esigenze di tutela dei clienti al dettaglio rispetto ai clienti professionali.

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

Nel corso del 2015, nelle more di un processo di revisione della Direttiva Prospetto tuttora *in itinere*, l'Istituto ha continuato a potenziare la vigilanza sull'informativa resa nel prospetto in occasione dell'offerta al pubblico e/o dell'ammissione alla negoziazione su mercati regolamentati di strumenti finanziari comunitari *non-equity* emessi da banche.

Con riferimento alle informazioni sugli emittenti contenute nei prospetti a valere sui prodotti emessi da istituti di credito, è stato valorizzato il patrimonio informativo a disposizione dell'Istituto, anche per effetto del Protocollo d'intesa siglato tra Consob e Banca d'Italia avente ad oggetto lo scambio informativo in occasione dell'offerta al pubblico di strumenti di debito a opera di enti creditizi. È stata, altresì, promossa l'introduzione nell'ambito del prospetto di indicatori del rischio emittente basati sulle valutazioni espresse dal mercato.

Per quanto attiene all'informativa concernente il prodotto, sono state consolidate specifiche prassi istruttorie per la rappresentazione delle peculiarità e dei maggiori rischi derivanti dalla sottoscrizione/acquisto di strumenti finanziari soggetti al regime del *bail-in*.

È inoltre proseguita la vigilanza sull'attività pubblicitaria, in particolar modo sulla diffusione di messaggi pubblicitari relativi all'offerta al pubblico e/o all'ammissione alla negoziazione su mercati regolamentati di prodotti connotati da profili di complessità e/o rischiosità.

Nel corso del 2016 la Commissione sarà impegnata in iniziative tese a migliorare la trasparenza dell'informativa resa nel prospetto relativo all'offerta al pubblico e/o all'ammissione a quotazione di prodotti emessi da soggetti bancari. Per conseguire tale obiettivo, la Commissione intende potenziare, *inter alia*, la collaborazione con Banca d'Italia, anche aggiornando i Protocolli d'Intesa per il reciproco scambio di informazioni già in essere tra le autorità. In tale ambito, proseguirà il monitoraggio dell'informativa da rendere per rappresentare l'eventuale rischio di *bail-in*.

## 5 Il rafforzamento del mercato dei capitali domestico

Nel triennio 2013-2015, la Commissione ha avviato alcune iniziative tese a rafforzare il mercato dei capitali domestico, in modo da favorire l'accesso delle imprese (in particolare le PMI) a fonti finanziarie alternative al debito bancario e ampliare le possibilità di diversificazione di portafoglio per gli investitori.

Con particolare riferimento alle PMI, anche a seguito delle soluzioni individuate nell'ambito del progetto 'PiùBorsa', che vede la partecipazione della Consob e dei principali operatori finanziari, sono entrate a pieno regime le modifiche proposte alla disciplina su informativa societaria, *corporate governance* e contendibilità degli assetti proprietari, confluite nel già menzionato Decreto competitività. La Commissione, inoltre, tenuto conto di quanto previsto sempre nel progetto 'PiùBorsa', ha continuato a seguire iniziative volte a favorire lo sviluppo dell'offerta e della domanda di capitale in tema di incentivazione a favore degli investitori in società quotate e degli stessi emittenti (anche di natura fiscale). È stato altresì approfondito lo studio di misure volte all'attivazione di un fondo di fondi dedicato alle PMI, in grado di valorizzare il ruolo degli investitori istituzionali sia nella fase di apertura al mercato da parte delle imprese sia dopo la quotazione sul mercato secondario.

Piena attenzione è stata riservata, infine, all'individuazione di soluzioni volte a ridurre ulteriormente i costi diretti connessi con il processo di *listing*. Sono in corso di elaborazione ulteriori approfondimenti per interventi sulla normativa miranti a ridurre i costi indiretti di quotazione, legati agli obblighi connessi con lo *status* di società quotata.

Nel corso del 2015 sono state affrontate specifiche esigenze di semplificazione e standardizzazione informativa, al fine di individuare soluzioni adatte soprattutto alle PMI, nell'ambito di frequenti rapporti di interlocuzione e approfondimento con gli operatori del mercato (associazioni di categoria e società di gestione del mercato).

In prospettiva, lo sviluppo di fonti finanziarie alternative al debito bancario per le imprese di minori dimensioni richiede, tra l'altro, che le informazioni economico/finanziarie fornite dalle PMI e le modalità di diffusione delle stesse siano sufficientemente omogenee, complete, corrette e tempestive, in modo da garantire scelte consapevoli d'investimento da parte dei risparmiatori.

La Consob, nell'ambito delle proprie competenze, intende contribuire a porre in essere le condizioni per consentire una maggiore diversificazione delle fonti di finanziamento delle PMI, anche complementari al progetto europeo della Capital Markets Union, tenendo conto dell'esigenza di realizzare simultaneamente gli obiettivi di sviluppo del mercato dei capitali e di mantenimento di adeguati presidi per la tutela degli investitori. In linea

con tale obiettivo si pone la disciplina relativa alla raccolta di capitali di rischio tramite portali *online* (*equity crowdfunding*), regolamentata e vigilata dalla Commissione ed estesa, grazie alle recenti modifiche legislative, anche alle PMI innovative (si veda il precedente Capitolo II per maggiori dettagli).

Per quanto concerne l'offerta iniziale di azioni, tra le aree oggetto di spiccato interesse nel 2015 si segnala il settore immobiliare, che ha visto diverse iniziative di apertura al mercato del capitale di rischio.

Si richiamano in particolare talune società *start-up*, caratterizzate da portafogli immobiliari il cui conferimento e/o la cui acquisizione risultano condizionate al buon esito dell'offerta e derivano generalmente dalla dismissione delle proprietà dei fondi immobiliari. Tali società hanno per lo più adottato il regime speciale previsto per le SIIQ ('società di investimento immobiliare quotata') di cui all'art. 1, commi da 119 a 141 della Legge Finanziaria 2007, che consente di beneficiare di particolari agevolazioni fiscali. Ai fini dell'applicazione di detto regime sono richiesti determinati requisiti, tra cui la negoziazione delle azioni in mercati regolamentati. Pertanto, la qualifica di SIIQ è assunta effettivamente soltanto dopo la quotazione.

I temi oggetto di puntuale informazione nei relativi prospetti di offerta e quotazione sono stati: i programmi futuri (in considerazione dell'assenza di una storia operativa), la descrizione di situazioni di conflitto di interessi (in particolare con le società promotrici), il coordinamento con la disciplina in materia di fondi alternativi (FIA), le specificità del regime SIIQ, le informazioni finanziarie *pro-forma*, i dati previsionali e le perizie di stima dei complessi immobiliari iniziali.

## 6 L'abusivismo e la gestione degli esposti

Il crescente utilizzo della rete internet contribuisce alla diffusione e all'incremento dei casi di abusivismo, come si evince anche dall'esperienza di vigilanza. L'utilizzo di strumenti tecnologici e, più in particolare, il ricorso a tecniche di interazione rapida a distanza per via elettronica (siti web e posta elettronica) rappresentano le modalità di realizzazione della condotta illecita maggiormente impiegate dai soggetti abusivi.

I principali elementi che favoriscono la diffusione dei fenomeni di abusivismo sono la pervasività del canale internet e la facilità con la quale il soggetto abusivo può celare la propria identità, anche avvalendosi di società extraeuropee. Non di rado i risparmiatori raggiunti illecitamente da proposte negoziali aderiscono, specie se colti di sorpresa, attratti tra l'altro dalla prospettata facilità di conseguire rilevanti guadagni.

Il contesto normativo per ipotesi di abusivismo per violazione delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria è mutato per effetto delle modifiche apportate con il d.lgs. 72/2015. In particolare è stata



eliminata dall'art. 190 del Tuf la potestà sanzionatoria della Consob con riferimento all'ipotesi di prestazione abusiva di servizi di investimento ex art. 18 comma 1 del Tuf. Resta fermo quanto previsto dall'art. 166 del Tuf, ai sensi del quale le condotte in esso richiamate, tra cui la prestazione di servizi e attività di investimento in assenza di autorizzazione e l'offerta fuori sede, anche mediante tecniche di comunicazione a distanza di strumenti finanziari o servizi e attività di investimento, integrano un illecito penale sanzionato con la reclusione da sei mesi a quattro anni e con la multa fino a poco più di 10 mila euro.

Al fine di contenere il rischio di abusivismo la Commissione continuerà, nel rispetto del mutato contesto normativo, a svolgere le attività di indagine, contrasto e repressione dei fenomeni segnalati attraverso provvedimenti di sospensione e divieto, comunicazioni a tutela dei risparmiatori e segnalazioni all'Autorità Giudiziaria.

La Commissione intende altresì agire nelle opportune sedi istituzionali per proporre, in fase di recepimento della MiFID II, l'attribuzione all'Istituto del potere di oscurare i siti utilizzati per le prestazioni abusive di servizi di investimento nonché avviare apposite iniziative di *investor education* volte ad aumentare la consapevolezza dei risparmiatori sul fenomeno.

## 7 Gli interventi sanzionatori

### 7.1 Le modifiche al procedimento sanzionatorio

Nel corso del 2015 alcuni destinatari di lettere di contestazione hanno chiesto al Tar del Lazio, sulla scorta della sentenza della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo del 4 marzo 2014 (cosiddetta 'sentenza Grande Stevens'), l'annullamento della regolamentazione sanzionatoria Consob (al tempo contenuta nella delibera 15086 del 21 giugno 2005) per contrasto con i principi dell'equo processo sanciti dall'art. 6 della Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo.

Con sentenze depositate in data 26 marzo 2015 il Consiglio di Stato si è pronunciato sugli originari ricorsi al Tar dichiarandoli inammissibili e affermando che la regolamentazione Consob in materia di sanzioni '*non presenta motivi di contrasto con l'art. 6, par. 1, della CEDU*' e che '*Rispetto ai precetti costituzionali non emergono profili di illegittimità*'. Nelle medesime sentenze (avverso le quali pendono Ricorsi per Cassazione), il Consiglio di Stato ha incidentalmente ravvisato un profilo di incompatibilità della regolamentazione Consob con le previsioni contenute negli artt. 187-*septies* e 195 del Tuf, con riguardo alla mancata possibilità, per i soggetti nei confronti dei quali è stato avviato un procedimento sanzionatorio, di controdedurre rispetto alla relazione dell'Ufficio Sanzioni Amministrative.

Sebbene il Consiglio di Stato, rigettando i ricorsi presentati contro la Consob, non abbia adottato una decisione di annullamento delle richiamate disposizioni procedurali in materia sanzionatoria, peraltro ritenute legittime dalla Corte di Cassazione, la Commissione ha ritenuto, sulla base di una valutazione di opportunità, di modificare il procedimento sanzionatorio introducendo con la delibera 19158 del 29 maggio 2015 una ulteriore fase di contraddittorio avente ad oggetto la relazione con cui l'Ufficio Sanzioni Amministrative formula proposte in ordine alla conclusione del procedimento.

Ciò facendo, la Commissione ha preso atto delle numerose istanze volte a consentire la conoscenza, da parte dell'incolpato, della relazione dell'Ufficio Sanzioni Amministrative prima che su di essa si pronunci la Commissione stessa. In particolare, è stata introdotta la facoltà per i soggetti interessati di presentare le proprie controdeduzioni scritte avverso la relazione dell'Ufficio Sanzioni Amministrative, così permettendo l'interlocuzione diretta tra l'organo decidente e il soggetto interessato destinatario della decisione finale, estendendo altresì il termine di conclusione del procedimento da 180 a 200 giorni.

Pertanto, a partire dal mese di luglio 2015, la Commissione ha definito i procedimenti sanzionatori pendenti dinanzi a sé, tenendo conto delle novità *medio tempore* introdotte sul piano delle prerogative defensionali.

## 7.2 I provvedimenti sanzionatori

Nel 2015 sono stati portati a compimento 268 procedimenti sanzionatori, dei quali 236 si sono conclusi con l'applicazione di sanzioni, per un importo complessivo delle sanzioni pecuniarie pari a circa 12,1 milioni di euro. Nel corso dell'anno sono state inoltre comminate sanzioni accessorie interdittive per complessivi 138 mesi e, ad esito di procedimenti per violazioni in materia di abusi di mercato, sono stati confiscati beni per un valore corrispondente a circa 594 mila euro (per maggiori dettagli si veda il Capitolo V 'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori', Parte B).

I provvedimenti sanzionatori adottati nei confronti di intermediari finanziari, per violazione in particolare delle regole generali di diligenza, correttezza e trasparenza nella prestazione dei servizi e delle attività d'investimento e nella gestione dei conflitti di interessi, sono stati in totale 18, mentre quelli assunti in relazione alla prestazione non autorizzata dei servizi e delle attività di investimento nonché con riguardo all'abusiva offerta fuori sede sono stati in totale 26. Sono state, altresì, adottate sanzioni nei confronti di 122 promotori finanziari.

Inoltre, a conclusione di procedimenti avviati per violazioni della disciplina degli emittenti, sono stati assunti 48 provvedimenti sanzionatori. Tra questi, si segnalano quelli concernenti violazioni dei doveri gravanti sugli organi di controllo degli emittenti (art. 149, comma 1 e comma 3, del Tuf) che sono stati in totale 12 e

hanno riguardato 62 persone fisiche e 12 persone giuridiche in qualità di responsabili in solido.

Con riguardo ad accertate violazioni della disciplina in materia di abuso di informazioni privilegiate (art. 187-*bis*, del Tuf) e manipolazione del mercato (art. 187-*ter*, del Tuf) i provvedimenti sanzionatori assunti nel corso dell'anno sono stati in totale 20. Nel 2015 sono state inoltre accertate due violazioni dell'art. 187-*novies*, del Tuf in materia di obblighi di segnalazione delle operazioni sospette.

## 8 Le attività in materia di educazione finanziaria, gli studi e i convegni

### 8.1 Educazione finanziaria

Il progresso tecnologico, l'innovazione finanziaria e l'integrazione dei mercati internazionali hanno ampliato la complessità e la gamma di servizi, prodotti e strumenti finanziari e assicurativi a disposizione dei cittadini. L'aumento delle aspettative di vita e i crescenti bisogni di sicurezza, anche alla luce delle modifiche del sistema di previdenza pubblico, hanno reso più pressante la domanda di protezione previdenziale e assicurativa da parte delle famiglie italiane.

Le ultime rilevazioni disponibili confermano, in continuità con i risultati di precedenti indagini, che conoscenze e competenze finanziarie dei cittadini italiani rimangono insufficienti rispetto alla complessità delle decisioni da effettuare e ai rischi da affrontare.

Con specifico riferimento alle decisioni di investimento, il Rapporto Consob sulle scelte di investimento delle famiglie italiane, pubblicato nel giugno 2015, conferma le evidenze raccolte in ambito internazionale in merito alle limitate conoscenze finanziarie dei cittadini italiani, che si accompagnano a una scarsa consapevolezza dei passaggi fondanti delle decisioni di investimento (definizione degli obiettivi, valutazione della propria attitudine al rischio, etc.) e a una diffusa sopravvalutazione delle proprie competenze in materia di scelte economiche e di investimento.

In particolare, quasi la metà dei soggetti intervistati dichiara di non conoscere o definisce in modo errato il concetto di inflazione; il 55 per cento non è in grado di indicare correttamente cosa significhi diversificare gli investimenti e circa il 57 per cento non sa spiegare la relazione rischio-rendimento. Inoltre, il 67 per cento e il 72 per cento degli individui non riesce a calcolare, rispettivamente, un montante in regime di interesse semplice e il rendimento atteso di un investimento.

Con il completamento nel corso del 2015 dei progetti avviati nell'ambito della Carta degli Investitori e, in particolare, attraverso il lancio del portale di educazione finanziaria nel mese di maggio (si veda il Capitolo VII 'La tutela dell'investitore', Parte B), l'Istituto ha posto le basi per un presidio permanente e strutturato delle tematiche relative all'*investor*

*education*, anche utilizzando le evidenze disponibili in materia di bisogni formativi e tenendo conto delle indicazioni della finanza comportamentale.

Il piano 2016 per l'educazione finanziaria parte da queste premesse e riconosce le potenzialità di tale strumento, come indicato anche dall'OCSE, per favorire l'inclusione finanziaria, l'*empowerment* dei cittadini e lo sviluppo delle capacità necessarie per effettuare scelte informate, comprendere a chi chiedere supporto, mettere in atto azioni efficaci volte al conseguimento di un maggior benessere finanziario.

Il piano 2016, inoltre, mira a potenziare l'efficacia delle iniziative attraverso il coinvolgimento dei soggetti istituzionali che, insieme alla Consob, possono offrire un contributo significativo e consentire la fornitura di un vero e proprio servizio ad alto valore aggiunto ai cittadini.

Tale approccio è in linea con le *best practice* internazionali che riconoscono sia l'importanza di un approccio integrato all'innalzamento delle competenze economico-finanziarie degli individui sia l'esigenza di una Strategia nazionale per l'educazione finanziaria che coinvolga istituzioni pubbliche e Autorità indipendenti. In ambito domestico tale esigenza trova conferma nelle risultanze di un monitoraggio delle iniziative in tema di *investor education* disponibili sul territorio nazionale per studenti e cittadini adulti, frutto della collaborazione tra Autorità di vigilanza ed enti *no-profit* privati. Tale monitoraggio ha permesso di cogliere la scarsa incisività delle pur numerose iniziative esistenti, a causa dell'assenza di coordinamento tra i soggetti erogatori, la frammentarietà dei programmi e la scarsa disponibilità di risorse.

In considerazione delle evidenze della ricognizione e dell'ulteriore spinta a favore di un maggior impegno in termini di *financial education* impressa dall'introduzione delle nuove regole sul *bail-in*, le Autorità di vigilanza coinvolte hanno convenuto di accelerare il processo di definizione di una Strategia nazionale per l'educazione finanziaria, impegnandosi nella stesura di linee-guida e nella condivisione di un percorso che si snoderà secondo alcuni passaggi fondamentali.

In particolare, le Autorità interessate intendono promuovere, in collaborazione con i Ministeri coinvolti *de facto* nel processo (MEF e MIUR in prima battuta), una Strategia che articoli, in una prospettiva stabile, impegni e misure volte a innalzare il livello di conoscenze e competenze finanziarie dei cittadini. Nello specifico, si prevede la creazione di un'infrastruttura di servizi per l'educazione finanziaria.

Nella Strategia confluiranno gli sforzi sinora profusi dalle Autorità coinvolte nello sviluppo di programmi formativi di varia natura nonché (possibilmente) le iniziative censite attraverso la ricognizione dei programmi in essere sul territorio nazionale, nell'ottica di un coordinamento teso a favorire sinergie e a potenziare l'efficacia degli interventi.

I giovani e gli adulti, con particolare riferimento agli anziani, costituiscono le fasce della popolazione cui indirizzare, in via prioritaria, le iniziative formative. A regime, si potranno avviare specifici progetti da destinare a categorie di soggetti ritenute meritevoli di interventi mirati.

I modelli di servizio a favore dei target individuati saranno costituiti dalle modalità specifiche di erogazione dei servizi, mentre, a tendere, la disponibilità di un portale unico nazionale di educazione finanziaria costituirà lo strumento base di diffusione e di 'conservazione' dei contenuti di *investor education* e di erogazione di *toolkit* operativi di auto-apprendimento (ad esempio *app* per *tablet*, *smartphone*, *pc*).

Nell'ambito della Strategia la Commissione potrà giovare anche dell'apporto del mondo accademico. L'Istituto ha difatti avviato, nella parte finale del 2015, un processo di rilancio della collaborazione con le Università e con la Scuola nazionale dell'amministrazione, attraverso la sottoscrizione di Convenzioni quadro, al fine di favorire lo sfruttamento delle numerose sinergie tra le due realtà (ad esempio, nel campo della ricerca economico-giuridica, della formazione così come nell'ambito di progetti di educazione finanziaria, anche attraverso lo svolgimento presso la Consob di tirocini curriculari da parte di laureandi e dottorandi).

## 8.2 Analisi, studi e convegni

Nel corso dell'anno, la Commissione ha pubblicato Rapporti e lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di economia, finanza e di diritto.

In particolare, sono stati pubblicati due numeri del *Risk outlook*, rapporto di analisi dei fenomeni di natura congiunturale e dei trend che caratterizzano l'evoluzione dei mercati finanziari; due numeri del Bollettino statistico, documento a cadenza semestrale che contiene dati sui settori istituzionali di interesse dell'Istituto basati su segnalazioni statistiche di vigilanza, e il quarto Rapporto sulla *corporate governance* delle società quotate italiane, documento a cadenza annuale basato su segnalazioni statistiche di vigilanza e informazioni pubbliche, che fornisce evidenze su assetti proprietari, organi sociali, assemblee e operazioni con parti correlate degli emittenti quotati italiani.

Nel 2015 è stato altresì pubblicato il primo numero del Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane, che illustra le scelte di portafoglio, i modelli decisionali, il livello di conoscenze finanziarie e le attitudini comportamentali degli investitori *retail*.

Tali documenti sono stati presentati nel corso di eventi pubblici che hanno coinvolto esponenti delle istituzioni, dell'industria e dell'accademia.

Sono state condotte, inoltre, alcune ricerche su specifici temi di economia, finanza e diritto. Tra i lavori pubblicati nel 2015, si ricordano, in

particolare, un'analisi della relazione tra la modalità di rappresentazione del rischio finanziario e la propensione a investire degli individui, che si è avvalsa di un *consumer testing* condotto applicando anche le indicazioni della finanza comportamentale, e due studi giuridici attinenti, rispettivamente, ai modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate e ai problemi interpretativi e applicativi connessi alla nozione di società controllata tracciata nel Testo unico della finanza e nel codice civile.

In particolare, il primo studio giuridico ha evidenziato analogie e differenze tra il nostro ordinamento e quello di altri paesi, fornendo utili spunti di riflessione e possibili soluzioni finalizzate a rendere più efficiente e sistematicamente coerente l'assetto normativo italiano. Il secondo studio giuridico, focalizzato sul controllo societario, ha evidenziato i significativi problemi interpretativi e applicativi connessi alla preferenza legislativa per il concetto di 'influenza dominante' quale fulcro della nozione di controllo e, alla luce degli elementi emersi dall'analisi dell'attività interpretativa e applicativa della Consob in tema, ha ipotizzato alcune possibili linee di revisione dell'art. 93 del Tuf.

Nell'ambito della collaborazione con le Università italiane, si segnala infine l'organizzazione di convegni e seminari con l'Università Bocconi, l'Università LUISS e l'Università Cattolica.

## 9 L'assetto organizzativo e funzionale interno

Il 2015 è stato caratterizzato da numerose iniziative sul fronte gestionale interno, con le quali si è inteso dare avvio a progetti di ampio respiro da realizzare su un orizzonte temporale pluriennale.

Uno dei principali progetti pluriennali è costituito dalla mappatura dei processi dell'Istituto. Tale mappatura consiste nel censimento e nella codifica dei processi in un archivio unico, integrato con una serie di informazioni supplementari concernenti i soggetti responsabili del processo (*ownership*), i cosiddetti *key performance indicator* di processo, gli obiettivi, i prodotti e la classificazione dei processi.

Le finalità della mappatura sono duplici. In primo luogo, essa consentirà di individuare eventuali criticità di natura organizzativa e gli interventi sui processi necessari per fronteggiarle. In secondo luogo, essa appare funzionale alla valutazione dei rischi di corruzione ai quali è potenzialmente esposto l'Istituto e all'individuazione delle misure più idonee a mitigarli. A tale proposito si segnala che, nel corso del 2015, la Consob ha realizzato un primo sistema di prevenzione della corruzione, che consente un pieno allineamento ai principi in tema di prevenzione della corruzione (di cui alla legge 190/2012).

Oltre all'approvazione del primo piano triennale di prevenzione della corruzione riferito al periodo 2015-2017, nel 2015 sono state attivate le prime

misure attuative in programma e, a dicembre, è stato approvato il primo aggiornamento del Piano riferito al triennio 2016-2018. Al fine di garantire la massima sinergia con altri strumenti organizzativi, le linee di azione individuate sono state inserite nel ciclo di pianificazione operativa annuale dell'Istituto.

L'esperienza attuativa maturata nell'anno, unita all'avvenuta pubblicazione da parte dell'Autorità nazionale anticorruzione (ANAC) dell'aggiornamento del Piano Nazionale Anticorruzione, hanno permesso di identificare più opportunamente le priorità in base alle quali programmare le prossime azioni da compiere e le aree sui cui focalizzare la mappatura dei processi nel 2016.

In particolare, nel 2016 la mappatura si concentrerà sui processi che si suppone siano più esposti a fenomeni corruttivi, ossia sui processi di gestione delle entrate, delle spese e del patrimonio, su quelli dedicati a controlli, verifiche, ispezioni e sanzioni e, infine, su quelli relativi agli affari legali e al contenzioso. Successivamente la mappatura si estenderà fino a coprire l'intero perimetro di attività dell'Istituto.

Si segnala, inoltre, che nel corso del 2015, nell'ambito dell'aggiornamento del Piano triennale di prevenzione della corruzione, la Consob ha proceduto anche all'aggiornamento del Programma triennale per la trasparenza e l'integrità 2016-2018.

Tra le iniziative volte a garantire un livello di trasparenza sempre maggiore, tale programma individua le attività di *content curation* delle informazioni pubblicate nella sezione 'Autorità trasparente' del sito web d'Istituto nonché quelle di potenziamento delle misure e dei sistemi di monitoraggio e di revisione delle procedure organizzative e informatiche per la pubblicazione sul sito. Rientrano nel programma anche le attività volte a rendere il sito istituzionale uno strumento di erogazione di servizi a valore aggiunto nei confronti degli operatori dei mercati finanziari.

Le azioni sopra illustrate sono comprese nell'ambito delle iniziative strategiche e misure operative tese a rendere più efficienti i canali informativi che consentono al pubblico di comunicare con la Consob.

Un ulteriore progetto che la Commissione svilupperà su un orizzonte temporale pluriennale è costituito dalla predisposizione delle procedure organizzative d'Istituto.

Nel corso del 2016, in particolare, si prevede di realizzare le procedure attinenti alle seguenti aree: attivazione dei poteri di divieto di vendite allo scoperto e di gestione delle esenzioni per l'attività di *market making* previste dal Regolamento *Short Selling*; vigilanza su manipolazione informativa e su casi di *whistleblowing* previsti dall'art. 32 della MAR; controlli di qualità sulle società di revisione e rilevazione, accertamento e pagamento dei debiti derivante da condanne esecutive pronunciate in sede giudiziale; gestione del sito internet dell'Istituto e predisposizione dei regolamenti; scambio di informazioni per la verifica del rispetto

dell'obbligo previsto dall'art. 8-*quinquies* del Regolamento europeo sulle agenzie di *rating*.

Con riferimento alla gestione delle risorse, nel triennio 2016-18 si prevede di riavviare il programma di assunzioni per far fronte alle crescenti attività di vigilanza, contenere il rischio di un potenziale *gap* generazionale (derivante dal limitato numero di assunzioni effettuate negli anni precedenti in ragione della *spending review*) e garantire il reperimento di professionalità in linea con le evoluzioni di mercato.

Significative saranno, anche, le novità conseguenti all'introduzione di un regime orario del personale improntato a una marcata flessibilità della prestazione lavorativa, che mira a realizzare un equilibrato temperamento tra esigenze di vita e impegno lavorativo, in linea con le nuove tendenze che favoriscono l'introduzione di strumenti di *smartworking*.

### 9.1 Il miglioramento delle infrastrutture informatiche

Il Piano per lo sviluppo informatico d'Istituto deriva dal Piano gestionale pluriennale e dalle esigenze di sviluppo applicativo espresse nei piani operativi preliminari delle Unità organizzative. I progetti informatici sono stati aggregati, secondo criteri di omogeneità e convergenza, in aree di sviluppo applicativo e infrastrutturale.

Per quanto riguarda l'area dei sistemi informativi a supporto della vigilanza (comprendente i *software* applicativi relativi alle fasi di teleraccolta, *storage* ed elaborazione delle informazioni di supporto ai processi di vigilanza) sono previsti significativi sviluppi nell'acquisizione delle informazioni di vigilanza da emittenti, intermediari e infrastrutture di mercato (per dettagli si veda il Capitolo IX 'Le attività di supporto e la cooperazione internazionale', Parte B).

Con specifico riferimento all'area dei prospetti informativi, sono pianificati interventi di miglioramento dei *software* applicativi inerenti alla gestione della acquisizione, approvazione e valorizzazione dei documenti di offerta dei prodotti *equity, non-equity* (domestici e 'passaportati'), assicurativi e OICR.

In relazione ai database e all'elaborazione delle informazioni, i principali interventi di sviluppo previsti nel corso del 2016 riguarderanno, fra l'altro, le aree relative a *transaction reporting, market abuse detection, position limits* e *position reporting*, PRIIPs e prodotti finanziari assicurativi.

Nel corso del 2016 proseguiranno inoltre le attività pluriennali per la realizzazione del sistema di *data warehouse* istituzionale, che aggregando le banche dati esistenti integrerà il patrimonio informativo dell'Istituto, al fine di consentire analisi dei dati più efficienti tramite strumenti di *business intelligence*.



Tale progetto prevede nel 2016 l'ampliamento dell'ambito soggettivo e oggettivo per il trattamento dei dati relativi al bilancio consolidato di emittenti non finanziari, alla distribuzione dei prodotti assicurativi da parte delle società di assicurazione e ai dati relativi a partecipazioni rilevanti, capitale sociale e organi sociali di emittenti quotati.

Con riguardo ai sistemi informativi 'trasversali', è prevista la realizzazione del sistema per la gestione del nuovo Arbitro finanziario (in attuazione del d.lgs. 130/2015), mediante la predisposizione di un portale web rivolto all'esterno, funzionale all'interazione fra cittadino, intermediario e Organismo, e di un'applicazione interna per la gestione delle istanze presentate e delle relative attività amministrative. Proseguiranno, inoltre, le attività di semplificazione e digitalizzazione dei flussi documentali interni (DEMACO), con l'estensione a modalità di accesso e di utilizzo anche in mobilità. È infine previsto l'ampliamento della sezione *Investor Education* del nuovo sito istituzionale, tramite la realizzazione di una sezione dedicata alla pianificazione finanziaria e del *budget* familiare rivolta al grande pubblico dei risparmiatori.

Le iniziative sopra illustrate rientrano nel più ampio obiettivo di realizzare un'amministrazione digitale e aperta, che offra servizi efficienti, facilmente fruibili e di qualità, garantisca l'accesso a tali servizi attraverso un'identità digitale unica, renda fruibili le informazioni prodotte e detenute in formato aperto e dia priorità al riuso di programmi sviluppati da altre amministrazioni ovvero all'acquisizione di programmi *open source*.

Con riferimento all'area dei sistemi informativi amministrativi, nel 2016 saranno realizzati progetti relativi alla gestione del contenzioso legale, al nuovo sistema contabile e alla gestione amministrativa del personale.

Per ciò che concerne, infine, l'innovazione tecnologica dei sistemi informativi, sono previsti progetti volti a introdurre elementi di innovazione tecnologica per migliorare le performance dei sistemi ICT quali, ad esempio, la gestione centralizzata degli accessi in sicurezza dei soggetti esterni (*single sign-on*), la creazione di accessi multi-canale ai propri dispositivi e l'introduzione di strumenti di integrazione virtuale tra dipendenti, quali redazione congiunta di documenti, *web-conference*, *knowledge sharing*.

## 10 La gestione e la programmazione finanziaria

Con riferimento alla gestione finanziaria, nel 2015 la spesa corrente si è attestata a 113 milioni di euro, con un incremento di 1,5 milioni di euro rispetto al 2014 dovuto essenzialmente al maggior importo delle spese per il personale. Queste ultime sono state in gran parte compensate dalle minori spese per acquisizione di beni di consumo e servizi, per effetto dell'adozione di misure di contenimento dei costi correnti dell'Istituto, e dai minori oneri per accantonamenti al Fondo compensazione entrate contributive e al Fondo

svalutazione crediti. Sulla spesa corrente 2015 ha inoltre inciso il trasferimento di risorse finanziarie a favore di altre autorità indipendenti (il Garante per la protezione dei dati personali e la Commissione di Garanzia e sciopero, in particolare), introdotto dalla Legge di stabilità per il 2014, pari in complesso a 2,2 milioni di euro.

La spesa complessiva per il 2015 riflette il rinvio del programmato completamento dell'organico di legge e gli interventi di contenimento operativo nel corso degli ultimi anni sulla spesa corrente dell'Istituto (riguardanti la gestione e la manutenzione degli immobili, il noleggio e la manutenzione delle auto di servizio, le spese d'ufficio, le banche dati, le pubblicazioni d'Istituto, etc.).

Le entrate complessive del 2015 (al netto dell'avanzo di amministrazione) sono risultate pari a 117,6 milioni di euro, riferibili per il 93 per cento circa a contributi di vigilanza e per il restante 7 per cento circa a entrate diverse (essenzialmente interessi attivi, utilizzo fondi ripristino immobilizzazioni e somme liquidate a favore dell'Istituto da provvedimenti giudiziari). Le entrate per trasferimenti da parte dello Stato risultano azzerate per effetto delle disposizioni in materia di *spending review* contenute nell'art. 8, comma 3, del d.l. 95/2012, convertito, con modificazioni, dalla legge 13/2012, recante 'Disposizioni urgenti per la revisione della spesa pubblica con invarianza dei servizi ai cittadini'.

La spesa programmata per l'anno 2016 assomma a 129,1 milioni di euro e presenta rispetto alla spesa programmata per l'anno 2015 un incremento di 5,3 milioni.

Detto incremento è essenzialmente imputabile alle aree menzionate nel paragrafo precedente: nuove assunzioni; ammodernamento dei sistemi informativi e sviluppo di nuove applicazioni informatiche a sostegno dell'azione di vigilanza; attività di educazione finanziaria e avvio dell'operatività dell'Organismo per la risoluzione stragiudiziale delle controversie.

Nella determinazione della spesa programmata per l'anno 2016 si è tenuto conto degli effetti rivenienti dalle misure di razionalizzazione dei costi di gestione adottate negli scorsi anni, oltre che del rispetto delle disposizioni di legge in materia di *spending review* delle amministrazioni pubbliche. La spesa 2016 comprende, come per l'anno precedente, lo stanziamento di due milioni di euro corrispondente al trasferimento da parte della Consob di risorse finanziarie destinate al Garante per la protezione dei dati personali.

Quanto alle fonti di finanziamento, per effetto del venir meno del contributo pubblico, la copertura finanziaria delle spese 2016 ricade integralmente sul mercato e su altre entrate proprie dell'Istituto.

Le entrate contributive previste per il 2016, dovute dai soggetti vigilati, sono pari in complesso a 105,94 milioni e risultano immutate rispetto al dato programmatico 2015. L'avanzo di amministrazione presunto dell'esercizio 2015,

stimato pari a 12,8 milioni, è stato integralmente utilizzato per contenere l'incremento della pressione contributiva.

Nel 2015 è proseguita l'attività di controllo sulla regolarità amministrativa contabile dell'Istituto da parte del Collegio dei revisori dei conti, insediatosi nei primi mesi del 2012. Hanno altresì avuto seguito le attività di implementazione del nuovo sistema integrato per la gestione della contabilità finanziaria ed economico-patrimoniale nel rispetto delle norme introdotte dal nuovo Regolamento per l'amministrazione e la contabilità della Consob, approvato con delibera 18540 del 24 aprile 2013 e reso esecutivo dalla Presidenza del Consiglio dei Ministri il 23 maggio 2013.



L'attività della Consob B



# I La vigilanza sui mercati

## 1 Le piattaforme di negoziazione

Nel 2015 il Mercato telematico azionario (MTA) di Borsa Italiana, il principale mercato azionario domestico, ha raggiunto un volume complessivo di negoziazioni pari a circa 805 miliardi di euro, segnando un incremento di circa undici punti percentuali rispetto all'anno precedente (Tav. 1).

**Tav. 1 Mercati regolamentati italiani nel 2015**

gestore	mercato	controvalore negoziazioni		numero contratti		controvalore medio
		miliardi di euro	variazione <sup>1</sup>	migliaia	variazione <sup>1</sup>	migliaia di euro
<b>Borsa Italiana</b>						
	MTA <sup>2</sup>	805	11,3	70.874	6,7	11
	di cui:					
	Mta domestic	792	12,8	69.167	8,3	11
	Mta foreign	11	-43,6	1.448	-38,6	8
	Mta international	2	24,5	223	19,3	9
	MIV	0,1	7,0	36	-43,3	3
	MOT	277	-14,2	4.617	-4,0	60
	ETFplus	104	41,1	4.922	60,2	21
	IDEM <sup>3</sup>	1.503	23,8	44.369	13,7	34
	SeDeX	34	36,4	3.166	32,9	11
<b>MTS</b>						
	MTS	1.225	-17,6	212	-23	5.793
	BondVision	1.082	3,9	148	-2	7.336

Fonte: elaborazioni Consob su dati di mercato. <sup>1</sup> Variazioni percentuali rispetto all'anno precedente. <sup>2</sup> Il mercato MTA include il TAH. <sup>3</sup> Il mercato IDEM include i segmenti Equity, IDEX (dedicato ai derivati su *commodities*) e Agrex (dedicato ai derivati agricoli); controvalori nozionali.

Come di consueto, gli scambi sull'MTA sono concentrati sulle azioni di società domestiche, mentre la contrazione registrata sul segmento *foreign* è sostanzialmente riconducibile a una riclassificazione delle società effettuata da Borsa Italiana nel corso del 2015. Il MIV (mercato degli *Investment Vehicles*) rimane marginale, con una crescita degli scambi del 7 per cento rispetto all'anno precedente.

Tra i mercati non azionari, il mercato obbligazionario per le negoziazioni *retail* MOT continua a sperimentare un'ulteriore diminuzione degli scambi (14 per cento circa rispetto allo scorso anno). L'IDEM, infine, si conferma il primo mercato gestito da Borsa Italiana per volume di scambi, in crescita del 24 per cento.

Per quanto riguarda i mercati obbligazionari all'ingrosso, le negoziazioni sulle due piattaforme gestite da MTS permangono oltre la soglia dei mille miliardi di euro (1.225 su MTS, in calo del 18 per cento circa, e 1.082 su BondVision, in aumento di quasi il 4 per cento). Il controvalore medio dei contratti su MTS si conferma inferiore a quello su BondVision (rispettivamente 5,8 contro 7,3 milioni di euro).

Nell'ambito dei sistemi multilaterali di negoziazione, la *trading venue* più importante in termini di volumi negoziati a fine 2015 è rappresentata dall'MTF gestito da EuroTLX, con scambi pari a circa 80 miliardi di euro, seguito da Hi-MTF, con scambi pari a circa 19 miliardi (Tav. 2).

**Tav. 2 Sistemi multilaterali di negoziazione italiani nel 2015**

gestore	mercato	strumenti negoziati	controvalore negoziazioni		numero contratti		controvalore medio contratti
			miliardi di euro	variazione <sup>1</sup>	migliaia	variazione <sup>1</sup>	migliaia di euro
<b>Borsa Italiana</b>							
	TAH	azioni	4,3	23	733	22	5,9
	AIM Italia - MAC	azioni	0,8	133	258	84	3,1
	ExtraMot	obbligazioni	3,9	-35	56	-30	69,6
<b>EuroTlx Sim</b>							
	EuroTLX	azioni	0,3	3	41,4	6	7,5
		obbligazioni, certificates	79,2	-13	2.728	-17	29,0
<b>Hi-Mtf Sim</b>							
	Hi-MTF Order driven	azioni	..	-93	0,5	-89	4,3
		obbligazioni	2	0	88	-4	22,7
	Hi-MTF Quote driven	obbligazioni	17	-19	227	-19	74,9
<b>MTS</b>							
	Bond Vision MTF	obbligazioni	36	314	5,6	180	6.428,6
<b>EMid Sim</b>							
	e-Mid Repo	depositi interbancari	4,2	133	0,12	131	35.000

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

Con riferimento agli internalizzatori sistematici (IS), quasi tutte le piattaforme trattano obbligazioni emesse dal gruppo di appartenenza, raggiungendo un'offerta complessiva pari a poco più di 2.600 strumenti finanziari e scambi pari a quasi 160 miliardi di euro. La negoziazione di azioni, avente ad oggetto complessivamente 72 titoli, è quasi integralmente riferibile a un solo internalizzatore sistematico (Tav. 3).



Nel corso dell'anno, la Consob ha ricevuto da parte di una banca la comunicazione di sospensione dell'attività di internalizzazione sistematica su strumenti finanziari diversi dalle azioni, deliberata dal Consiglio di Amministrazione, per assenza di operatività e mancanza dei requisiti di rilevanza commerciale necessari per il proseguimento dell'attività. È stata altresì ricevuta comunicazione della fusione per incorporazione da parte di due soggetti appartenenti allo stesso gruppo bancario. Si è inoltre costituito un nuovo intermediario in risoluzione dell'amministrazione straordinaria del vecchio soggetto.

**Tav. 3 Internalizzatori sistematici italiani nel 2015**

categoria di strumenti negoziati	numero di gestori	numero di strumenti trattati	controvalore negoziazioni		numero contratti		controvalore medio contratti
			miliardi di euro	var % <sup>1</sup>	migliaia	var % <sup>1</sup>	migliaia di euro
azioni	1	72	65	38	2.844	73	23
strumenti diversi da azioni	16	2.600	94	208	3.054	91	31
<i>di cui:</i>							
titoli di Stato	3	511	2,8	12	76	3	37
obbligazioni del gruppo di appartenenza	16	577	1,8	-25	78	-26	23
obbligazioni bancarie	4	429	1,6	14	86	13	19
obbligazioni corporate	2	180	0,12	33	4	-20	30
obbligazioni sovranazionali	2	134	0,01	-83	0,9	-70	11
derivati <sup>2</sup>	2	22	0,06	-57	5	-58	12
derivati OTC <sup>3</sup>	1	747	88	267	2.804	111	31

Fonte: elaborazioni Consob su dati di mercato. <sup>1</sup> Variazioni percentuali rispetto al 2014. <sup>2</sup> Certificates. <sup>3</sup> Contracts for difference (CFD).

## 2 I mercati regolamentati

La capitalizzazione delle società domestiche quotate sul mercato MTA di Borsa Italiana a fine 2015 era pari a circa 571 miliardi di euro, a fronte di 466 circa nel 2014, rettificati a 480 da Borsa Italiana a seguito di una sopravvenuta riclassificazione degli emittenti quotati (Tav. 4). È altresì cresciuto di oltre 5 punti percentuali rispetto al 2014 il rapporto fra capitalizzazione di borsa e prodotto interno lordo, attestandosi al 35 per cento circa.

Rispetto al 2014, il rapporto fra dividendi e prezzi è calato leggermente (dal 3 al 2,7 per cento circa), pur restando decisamente superiore ai rendimenti offerti dai titoli di Stato a medio lungo termine. Riflettendo la ripresa dei corsi azionari, il rapporto fra prezzo e utili è aumentato da 18,9 a 23,7.

È altresì cresciuta in maniera significativa la capitalizzazione del mercato AIM Italia - MAC (il sistema multilaterale di negoziazione gestito da Borsa Italiana), passata da due a tre miliardi di euro circa anche per effetto dell'aumento del numero di società quotate (da 57 a 74).

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

	2010	2011	2012	2013	2014	2015 <sup>4</sup>
<b>MTA<sup>1</sup></b>						
capitalizzazione	425	332	365	445	466 <sup>5</sup>	571
<i>in % del Pil<sup>2</sup></i>	27,4	21,1	23,3	28,6	29,5	35,1
controvalore scambi	715	684	487	526	702	792
società quotate domestiche	272	263	255	249	244 <sup>6</sup>	242
<i>società ammesse</i>	2	3	2	7	6	10
<i>società revocate</i>	10	12	10	13	11	13
rapporto dividendi – prezzi <sup>2</sup>	3,9	5,0	4,2	3,1	3,0	2,7
rapporto utili – prezzi <sup>2</sup>	7,7	8,8	7,2	5,0	5,2	4,2
rapporto prezzo – utili	13,2	11,1	13,9	20	18,9	23,7
<b>AIM Italia</b>						
capitalizzazione	0,6	0,6	0,6	1,2	2,0	2,9
controvalore scambi	..	..	..	0,1	0,3	0,8
società quotate	19	24	27	36	57	74
<i>totale società quotate<sup>3</sup></i>	332	328	323	326	342	356

Fonte: Borsa Italiana, Bloomberg e Thomson Reuters. <sup>1</sup> Dati riferiti alle società per le quali l'MTA è il mercato di prima quotazione. I dati sull'MTA includono il MIV (Mercato degli *investment vehicles*) dal 2010. <sup>2</sup> Valori in percentuale rilevati a fine anno e relativi ai costituenti dell'indice TOTMKIT (proxy del Ftse Italia All Shares) utilizzato da Thomson Reuters Datastream. <sup>3</sup> Include società estere. <sup>4</sup> I dati relativi al 2015 non sono direttamente comparabili con quelli degli anni precedenti a seguito della riclassificazione delle società quotate domestiche effettuata da Borsa Italiana a valere da gennaio 2015. <sup>5</sup> Dato rettificato a 480 miliardi per effetto della riclassificazione effettuata da Borsa Italiana. <sup>6</sup> Dato rettificato a 245 per effetto della riclassificazione effettuata da Borsa Italiana.

Tenuto conto delle riclassificazioni, il numero di società domestiche quotate sull'MTA a fine 2015 è diminuito di tre unità rispetto all'anno precedente (da 245, tenuto conto della riclassificazione effettuata da Borsa Italiana, a 242), riflettendo il saldo negativo fra ammissioni e revoche (rispettivamente, 10 e 13).

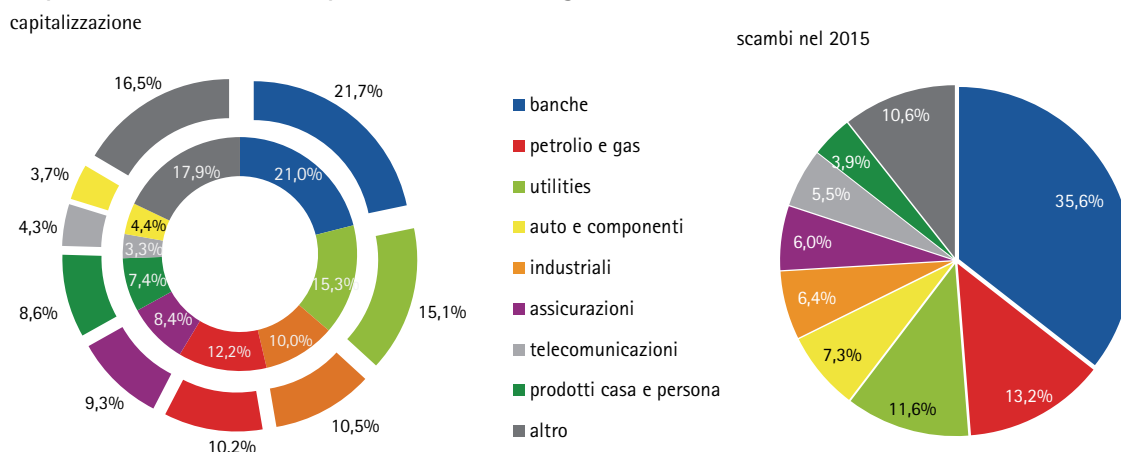
Per quanto riguarda le negoziazioni di titoli azionari di società domestiche, anche nel 2015 il controvalore degli scambi sull'MTA ha continuato a crescere, passando da 702 a 792 miliardi di euro (+13 per cento circa rispetto all'anno precedente). È più che raddoppiato il controvalore degli scambi sul mercato AIM-MAC (da 326 a 761 milioni di euro circa).

La ripartizione della capitalizzazione e degli scambi per settore di appartenenza delle società quotate ha subito significative modifiche rispetto al 2014, riflettendo la diversa esposizione dei vari comparti alla volatilità del mercato (Fig. 1).

A fine 2015 il peso dei tre principali comparti - energia, *utilities* e finanziario (comprendente banche, assicurazioni e servizi finanziari) - sulla capitalizzazione complessiva di borsa è rimasto sostanzialmente stabile (al 60 per cento circa) rispetto all'anno precedente, nonostante la flessione del settore energia connessa al declino delle quotazioni petrolifere.

I relativi scambi, invece, sono complessivamente risultati in calo di circa 6 punti, principalmente per i minori controvalori negoziati sui titoli bancari, attestandosi al 69 per cento circa. Per contro ha registrato un notevole ritorno di interesse il settore *automotive*, trainato, oltre che dalla ripresa delle vendite, anche dalla prospettiva dello *spin off* e autonoma quotazione del marchio Ferrari rispetto al gruppo FCA.

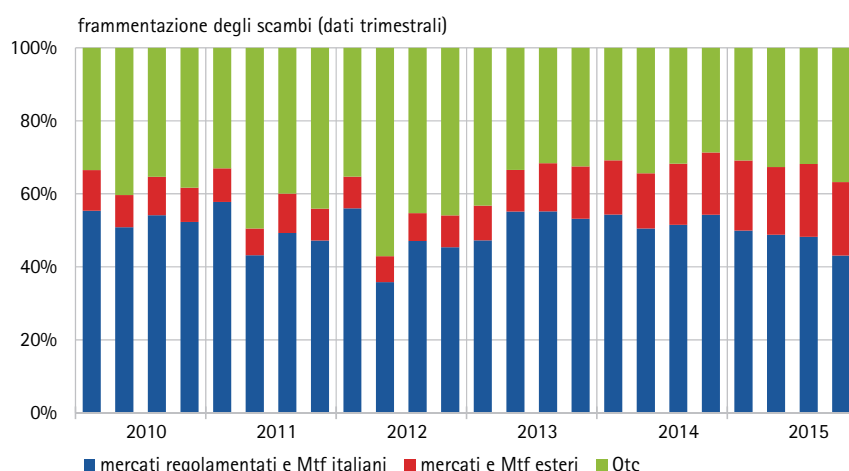
**Fig. 1 Ripartizione settoriale della capitalizzazione e delle negoziazioni dei titoli azionari italiani**



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Borsa Italiana. L'anello interno del grafico di sinistra rappresenta la capitalizzazione settoriale a fine 2014, mentre l'anello esterno rappresenta quella a fine 2015. Il grafico di destra rappresenta la ripartizione settoriale degli scambi di titoli domestici nel 2015. La categoria 'altro' include anche i servizi finanziari, con peso in termini di capitalizzazione e *turnover* rispettivamente pari, a fine 2015, al 4,1 e al 2,5 per cento.

Per quanto riguarda la frammentazione degli scambi, nel quarto trimestre del 2015 la quota di negoziazioni di titoli di società domestiche effettuate su mercati regolamentati italiani si è attestata al 43 per cento, livello più basso dal 2012, mentre su base annua il dato è diminuito dal 52 al 48 per cento circa (Fig. 2).

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

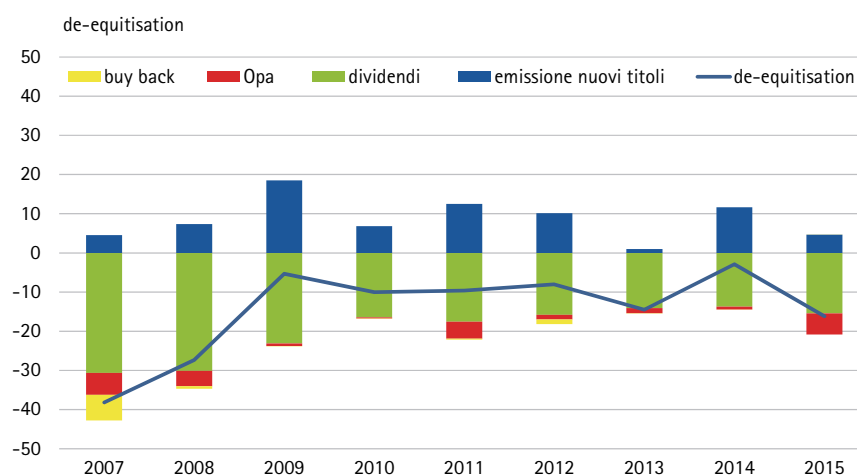


Fonte: elaborazioni su dati Consob e Borsa Italiana.

Contestualmente, sono aumentati di tre punti percentuali gli scambi realizzati su piattaforme regolamentate estere (dal 16 al 19 per cento) e, sebbene in misura più contenuta, le negoziazioni *over the counter* (OTC), con una crescita di poco superiore a un punto percentuale (dal 31,5 al 33 per cento circa).

Dopo la ripresa registrata nel 2014, riferibile prevalentemente alle operazioni poste in essere dalle banche in vista dell'avvio del Single Supervisory Mechanism, le società quotate sull'MTA hanno evidenziato una significativa riduzione delle risorse complessivamente raccolte mediante aumenti di capitale a pagamento e offerte iniziali, con un calo di 7 miliardi di euro (da 11,6 a 4,6 circa) nel corso del 2015 (Fig. 3).

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



Fonte: elaborazioni su dati Consob, Borsa Italiana e Datastream relativi ad azioni e obbligazioni convertibili quotate sull'MTA. L'indicatore di *de-equitisation* è dato dalla differenza fra le emissioni di nuovi titoli e la somma di dividendi, Opa e *buy back*. Le emissioni di nuovi titoli qui considerate si riferiscono alle risorse *raccolte dalle società* con aumenti di capitale a pagamento sottoscritti dagli azionisti esistenti, ovvero con sottoscrizione di azioni da parte di nuovi azionisti nell'ambito di offerte pubbliche (incluse Ipo). Non sono incluse le risorse *raccolte dagli azionisti esistenti* mediante vendita di loro quote azionarie tramite Ipo, *private placement*, etc. I dati sul *buy back* si riferiscono agli acquisti netti di titoli propri comunicati dagli emittenti alla Consob. I dividendi complessivi delle società domestiche quotate sono calcolati sulla base del *dividend yield* di mercato e sulla complessiva capitalizzazione di Borsa delle stesse società a fine anno.

Nello stesso periodo, il flusso di risorse restituite agli azionisti tramite distribuzione di dividendi e offerte pubbliche di acquisto è aumentato di circa 6,4 miliardi di euro (da 14,4 a 20,8 miliardi circa). In particolare, sono stati approvati dividendi per 15,4 miliardi (13,7 nel 2014) e acquistate azioni a seguito di Opa per circa 5,4 miliardi (0,7 nel 2014).

L'indicatore di *de-equitisation*, ossia il saldo fra risorse raccolte e distribuite dalle imprese quotate, è quindi peggiorato (da -2,8 miliardi nel 2014 a -16,1 miliardi nel 2015), riavvicinandosi al livello negativo medio degli ultimi anni.

Passando agli *exchange traded products* (Etp) negoziati sul mercato ETFplus di Borsa Italiana, il patrimonio gestito dagli Etp nel corso del 2015 è cresciuto del 28,6 per cento circa, raggiungendo a fine anno un nuovo massimo a 47,6 miliardi di euro investiti dai 37 miliardi circa di fine 2014 (Tav. 5).

**Tav. 5 Patrimonio gestito da Etp negoziati sul mercato ETFplus**

(valori monetari in miliardi di euro)

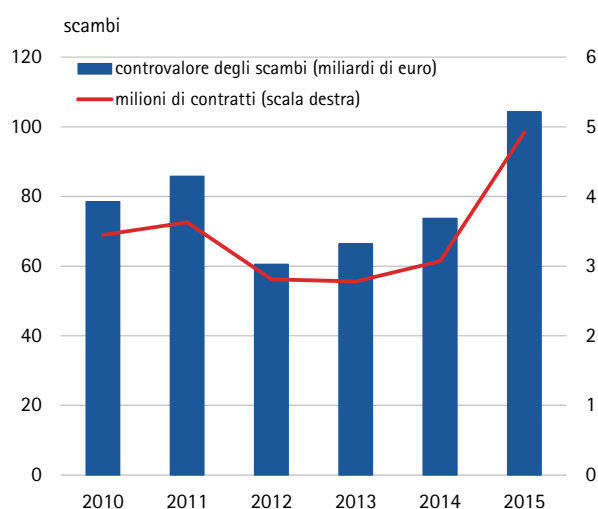
	Etf az. mercati avanzati	Etf az. mercati emergenti	Etf indici obbligaz.	Etf altro	Etc/Etn	totale	variazione <sup>1</sup>
2010	6,5	4,4	4,9	1,9	2,1	19,8	36,6
2011	6,7	3,5	4,8	1,7	1,9	18,6	-6,1
2012	7,3	3,3	5,7	1,8	2,6	20,7	11,3
2013	11,7	2,8	8,0	2,3	1,9	26,7	29,0
2014	15,2	2,9	13,2	3,0	2,7	37,0	38,7
2015	21,1	2,5	15,8	3,9	4,3	47,6	28,6

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

La quota maggiore del patrimonio gestito è rappresentata dalle tre principali categorie di *exchange traded funds* azionari e obbligazionari (39,4 miliardi circa, di cui 21 investiti in mercati azionari avanzati), mentre il patrimonio gestito da *exchange traded commodities* si attesta a 4,3 miliardi.

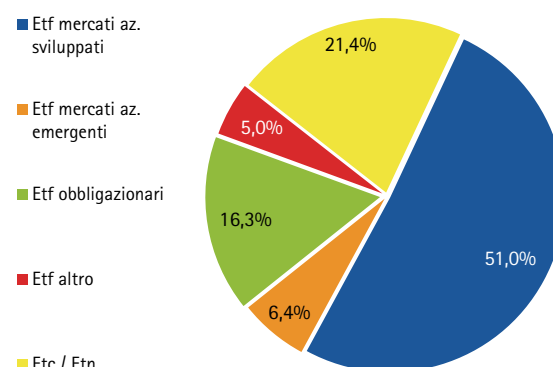
Con riferimento alle negoziazioni sul mercato ETFplus, il controvalore complessivo degli scambi nel 2015 è aumentato del 41,5 per cento (attestandosi a 104 miliardi di euro dai 73,7 nel 2014), con un incremento percentuale degli scambi pari a più del triplo di quello registrato sul mercato MTA. Nello stesso periodo, il numero di contratti è aumentato da circa 3 a quasi 5 milioni (Fig. 4).

**Fig. 4 Exchange traded products quotati sul mercato ETFplus**



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana.

ripartizione delle negoziazioni per tipologia di Etp nel 2015

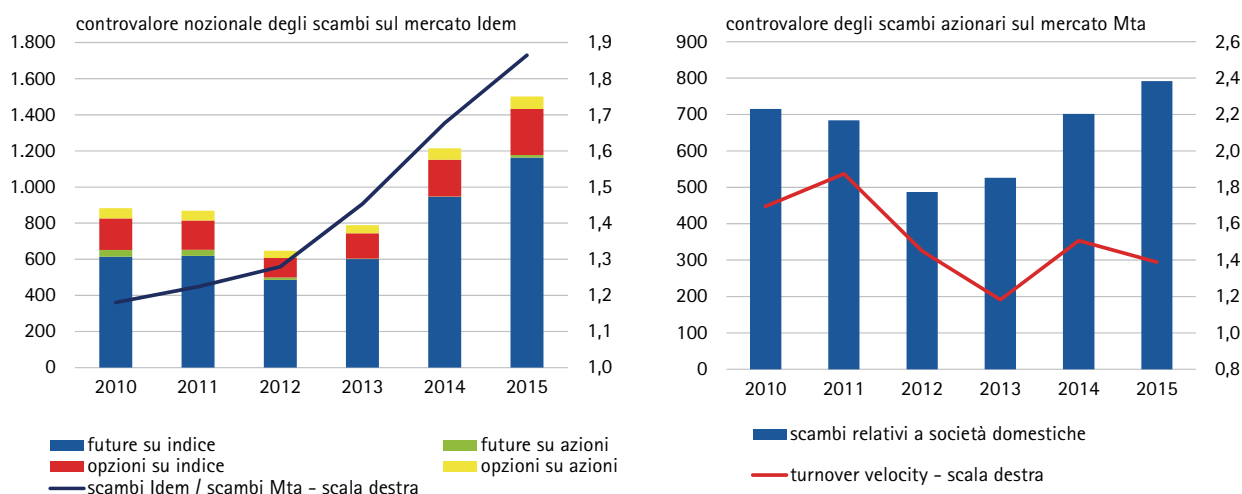


Per quanto concerne la ripartizione del controvalore delle negoziazioni per tipologia di Etp, nel 2015 il 51 per cento circa degli scambi ha riguardato Etf collegati a indici azionari di mercati avanzati, il 6 per cento circa Etf relativi a mercati emergenti, il 16 per cento circa Etf connessi a indici obbligazionari, mentre la categoria degli Etc legati all'andamento delle *commodities* (inclusa quella marginale degli *exchange traded notes*, Etn) ha rappresentato il 21 per cento delle negoziazioni (più che raddoppiate in termini percentuali rispetto al 2014).

Con riferimento agli strumenti derivati negoziati sull'IDEM di Borsa Italiana, nel 2015 le negoziazioni hanno registrato un aumento del 24 per cento circa, da 1.214 a 1.502 miliardi di euro, riflettendo l'aumento dei controvalori scambiati sul mercato azionario a pronti (Fig. 5).

Gli scambi più rilevanti sono stati quelli relativi a contratti *future* e di opzione sull'indice Ftse Mib che, in linea con gli anni precedenti, si confermano essere gli strumenti derivati preferiti dagli investitori.

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



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. I 'future su indice' includono i *minifuture* su indice. L'indicatore di *turnover velocity* è il rapporto fra controvalore complessivo degli scambi per l'intero anno e capitalizzazione di borsa a fine anno.

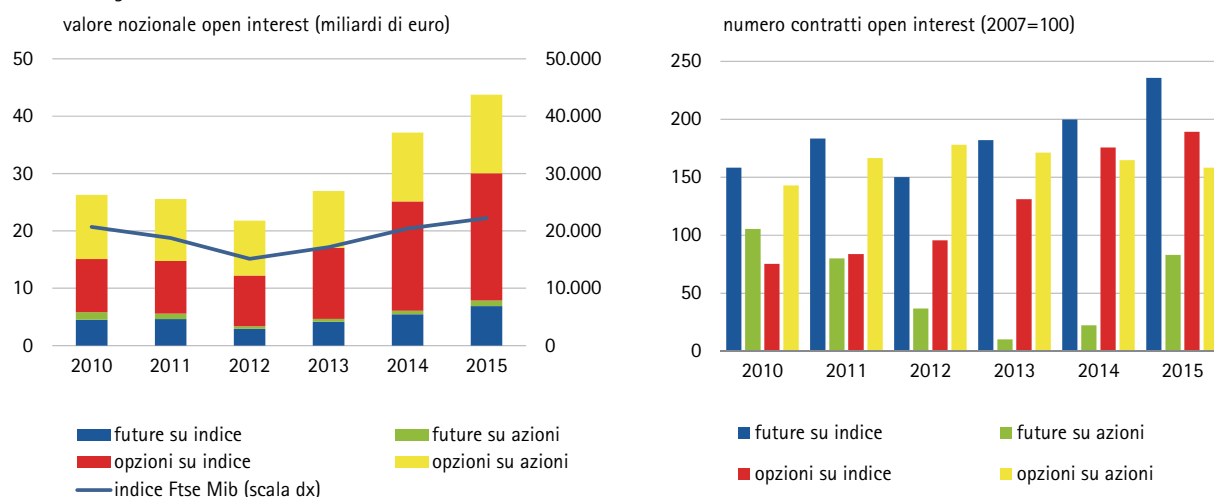
Nel corso dell'anno il rapporto fra controvalore nozionale degli scambi in derivati azionari e valore delle negoziazioni in azioni è altresì cresciuto da 1,6 a 1,9 circa, a fronte di un lieve rallentamento della velocità di *turnover* (rapporto fra scambi e capitalizzazione) sul mercato *cash*, passata da 1,5 a 1,4 circa.

Per quanto riguarda le posizioni aperte, la media giornaliera dell'*open interest* complessiva nel 2015 è aumentata a 43,7 miliardi di euro in termini di controvalore nozionale (+18 per cento circa rispetto al 2014; Fig. 6).

In particolare, nel corso dell'anno si è registrato un incremento del controvalore medio dell'*open interest* sia per i *future* e opzioni sull'indice Ftse Mib

(rispettivamente, +25 e +16 per cento circa) sia per *future* e opzioni su azioni (rispettivamente, +58 e +14 per cento circa).

**Fig. 6 Valore nozionale e numero delle posizioni aperte in strumenti finanziari derivati negoziati sull'IDEM**  
(valori medi giornalieri)



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana e Thomson Reuters. I 'future su indice' includono i *minifuture* sull'indice Ftse Mib, mentre i *future* su azioni non includono i contratti su azioni estere. I dati sulle opzioni includono i contratti settimanali (*weekly options*). I valori annuali dell'indice Ftse Mib sono medie dei dati di fine mese.

In termini di quantità media giornaliera di posizioni aperte, la crescita maggiore nel 2015 è stata registrata dai *future* su azioni (quasi triplicati) e sull'indice Ftse Mib (+18 per cento circa), mentre per le opzioni si evidenzia un moderato incremento per quelle sull'indice (+7 per cento) e una contrazione per quelle su azioni (-4 per cento circa).

Sul mercato SeDeX, *covered warrant* e certificati hanno sperimentato un significativo incremento delle emissioni (+52 per cento, da 4.606 nel 2014 a 7.006 nel 2015), a fronte di 5.524 titoli in scadenza nel corso dell'anno. Il controvalore complessivo degli scambi è passato da 24,7 a 33,6 miliardi di euro (+36 per cento; Tav. 6).

**Tav. 6 Covered warrant e certificates quotati sul SeDeX**  
(valori monetari in miliardi di euro)

	numero di emissioni			controvalore degli scambi
	in essere <sup>1</sup>	nuove <sup>2</sup>	scadute <sup>3</sup>	
2010	3.343	3.508	3.454	12,7
2011	3.880	4.769	4.232	11,3
2012	4.759	4.917	4.038	9,6
2013	5.140	5.425	5.044	16,3
2014	4.173	4.606	5.494	24,7
2015	5.609	7.006	5.524	33,6

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. <sup>1</sup> Dati a fine anno. <sup>2</sup> Ammesse a quotazione nel corso dell'anno. <sup>3</sup> Emissioni scadute nel corso dell'anno. Il dato include gli strumenti revocati, su richiesta dell'emittente, prima della scadenza naturale.

Con l'eccezione dei *certificates* 'esotici', tutte le altre categorie hanno registrato notevoli incrementi, sia nelle emissioni in essere a fine 2015 sia nei controvalori scambiati in corso d'anno. I certificati a leva risultano di gran lunga quelli maggiormente negoziati, le emissioni *plain vanilla* le più numerose nonché seconde per controvalore (Tav. 7).

**Tav. 7 Tipologie di *covered warrant* e *certificates* quotati sul SeDeX**  
(situazione al 31 dicembre; valori monetari in miliardi di euro)

segmento e categoria	plain vanilla		investment		leverage		esotici		totale	
	numero emissioni	controvalore scambi	numero emissioni	controvalore scambi	numero emissioni	controvalore scambi	numero emissioni	controvalore scambi	numero emissioni	controvalore scambi
2010	1.846	9,7	959	2,4	438	0,6	100	..	3.343	12,7
2011	2.176	8,2	1.101	2,2	511	0,9	92	..	3.880	11,3
2012	2.935	6,3	1.070	2,3	667	0,9	87	..	4.759	9,6
2013	3.575	6,3	941	4,0	546	5,9	78	..	5.140	16,3
2014	3.105	6,2	827	4,1	172	14,1	69	..	4.173	24,4
2015	4.128	10,4	1.143	4,9	275	18,3	63	..	5.609	33,6

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

La distribuzione degli scambi per tipologia di *covered warrant* e certificati conferma in larga misura l'elevata concentrazione già emersa nel 2014 (Tav. 8). In particolare, per ogni categoria, il 60 per cento dei controvalori complessivamente negoziati è riconducibile alle prime cinque emissioni. Inoltre, poco meno della metà dei controvalori complessivi (46 per cento) deriva dalla negoziazione di cinque certificati a leva.

**Tav. 8 Concentrazione degli scambi sul SeDeX**  
(valori percentuali dei primi cinque titoli più negoziati per categoria sul totale degli scambi)

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

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

Con riferimento ai mercati obbligazionari, nel 2015 il controvalore delle negoziazioni sui mercati italiani è diminuito complessivamente del 9 per cento circa rispetto all'anno precedente (da 2.980 a 2.722), fenomeno sostanzialmente riconducibile alle dinamiche dei mercati all'ingrosso (Tav. 9).



**Tav. 9 Scambi di titoli obbligazionari su mercati italiani**  
(miliardi di euro)

	MTS Mercato regolamentato all'ingrosso dei titoli di Stato	BondVision Mercato regolamentato all'ingrosso dei titoli di Stato	MTS Mercato regolamentato all'ingrosso di obbligaz. non governative	BondVision MTF all'ingrosso di obbligaz. non governative	MOT <sup>1</sup> Mercato regolamentato <i>retail</i>	EuroTLX MTF <i>retail</i>	HI-MTF MTF <i>retail</i>	ExtraMOT MTF <i>retail</i>	totale <sup>2</sup>
2010	880	560	....	....	228	94	n.d.	n.d.	1.762
2011	868	562	....	6	204	84	16	3	1.743
2012	567	645	1	8	321	104	20	5	1.671
2013	904	804	..	7	330	90	24	5	2.164
2014	1.487	1.041	..	9	323	91	23	6	2.980
2015	1.225	1.082	..	36	277	79	19	4	2.722

Fonte: elaborazioni su dati MTS, Borsa Italiana e EuroTLX. <sup>1</sup> Sono inclusi gli scambi su obbligazioni negoziate sull'EuroMOT.<sup>2</sup> L'eventuale mancata quadratura è dovuta agli arrotondamenti.

Con particolare riferimento ai mercati all'ingrosso, mentre la piattaforma MTS dedicata ai titoli di Stato ha registrato una contrazione dei controvalori negoziati del 18 per cento circa (da 1.487 a 1.225 miliardi di euro), gli scambi sulla omologa piattaforma di BondVision sono lievemente aumentati (+4 per cento circa, portandosi a 1.082 miliardi). Con riferimento alla piattaforma Bondvision MTF gli scambi di titoli *corporate* sono quadruplicati.

Per quanto riguarda le negoziazioni al dettaglio, nel corso del 2015 sia il mercato regolamentato MOT sia EuroTlx e HI-MTF (entrambi MTF) hanno evidenziato un calo nei volumi (rispettivamente, del 14, 13 e 17 per cento circa), sebbene più contenuti rispetto a ExtraMOT, che ha perso il 33 per cento dei volumi registrati nel 2014.

### 3 La vigilanza sulle piattaforme di negoziazione

#### 3.1 La vigilanza regolamentare

Nel 2015 la Commissione ha svolto un'intensa attività di vigilanza sulle modifiche apportate dai gestori delle infrastrutture di negoziazione ai regolamenti dei rispettivi mercati e alle relative disposizioni di attuazione (Tav. 10).

Nel corso dell'anno si sono altresì concluse le istruttorie relative al riconoscimento di due mercati esteri di strumenti finanziari derivati (il COMEX, gestito dalla società Commodity Exchange, e il NYMEX, gestito dalla società New York Mercantile Exchange Inc, entrambi parte del CME Group con sede a New York), al fine di estendere la propria operatività in Italia e consentire l'accesso remoto alle banche e alle imprese di investimento, ai sensi dell'art. 67, comma 2, del Tuf.

**Tav. 10 Modifiche ai Regolamenti dei mercati regolamentati e alle relative disposizioni di attuazione nel 2015**

data e intervento	contenuto	note
aprile: modifiche alle istruzioni	gestione dei <i>fail</i> su strumenti finanziari interessati da operazioni societarie	
	introduzione della disciplina della cosiddetta <i>buyer protection</i> strumenti finanziari non garantiti	modifiche alla procedura di <i>buy-in</i>
giugno: modifiche alle istruzioni	obblighi di quotazione dei <i>market makers</i> sui contratti future e mini-future sull'indice Ftse Mib e sui contratti di opzione su azioni settimanali	
luglio: modifiche al regolamento e alle istruzioni	mercato IDEM	introduzione di una nuova modalità di conclusione dei contratti cosiddetti. <i>bundled</i>
	operatori del mercato IDEM equity	previsione del ' <i>non-executing broker</i> ' tra le categorie di partecipanti
	<i>cross orders</i>	conclusione dei contratti a un prezzo ricompreso all'interno di una percentuale predeterminata di scostamento rispetto al prezzo dinamico
	minuto <i>random</i> di ogni tipologia di asta attualmente prevista	introduzione di meccanismi cosiddetti <i>anti-spoofing</i>
	mercato MIV	revisione sistematica a seguito della riforma in tema di gestione collettiva del risparmio
	calcolo del prezzo di recesso ai sensi dell'art. 2437-ter, comma 3, del codice civile	introduzione di una apposita definizione
ottobre: modifiche al regolamento e alle istruzioni	nuovo modello del mercato SeDeX	nuove condizioni per la conclusione dei contratti
		introduzione di una sessione di pre-negoziazione
		revisione degli obblighi dell'operatore specialista
		nuove modalità di calcolo del prezzo statico, dinamico e di riferimento
novembre: modifiche alle istruzioni	aumenti di capitale fortemente diluitivi	limitazioni sui contratti di opzione
	operatori specialisti in conto terzi su titoli del Ftse Mib	introduzione dell'operatore specialista che opera in conto terzi per il tramite di un soggetto terzo autorizzato

Fonte: Consob.

Sul mercato COMEX sono negoziati *futures* e opzioni su metalli, in particolare metalli preziosi, oro, argento, rame e acciaio, mentre nel NYMEX *futures* e opzioni aventi come sottostante energia, metalli e *commodities* agricole.

Entrambi i mercati sono registrati presso la CFTC (Commodity Futures Trading Commission, Autorità di controllo dei mercati derivati degli Stati Uniti) come *Designated Contract Market*, tipologia di mercato soggetta al più elevato regime di regolamentazione. Con la CFTC la Consob ha stipulato i necessari accordi di cooperazione per le specifiche finalità del reciproco riconoscimento di mercati di strumenti finanziari derivati. Il provvedimento di riconoscimento del NYMEX è stato adottato, in base a quanto disposto dall'art. 66-bis, comma 2 del Tuf, dalla Consob, d'intesa con l'Autorità per l'energia elettrica, il gas e il sistema idrico.

Con riferimento ai sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) e agli internalizzatori sistematici (IS), la Consob ha svolto attività di vigilanza sulle modifiche apportate dai gestori delle piattaforme di negoziazione alle proprie regole di funzionamento al fine di verificarne la conformità agli indirizzi comunitari (Tav. 11).

Tav. 11 Modifiche alle regole di funzionamento di sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici nel 2015

SISTEMI MULTILATERALI

data	contenuto	note
<b>AIM Italia-MAC (Borsa Italiana)</b>		
luglio	revisione legale	possibilità di conferire incarico ai soggetti iscritti nel Registro Unico dei revisori gestito dal MEF, purché il collegio sindacale dell'emittente abbia rilasciato apposita 'attestazione' nella quale dichiarare che la proposta di conferimento dell'incarico è stata elaborata tenendo conto che l'emittente è ammesso a quotazione in un sistema multilaterale di negoziazione accessibile al pubblico
	bilancio	impossibilità per gli emittenti di AIM di avvalersi di alcuni casi di esonero dall'obbligo di redazione del bilancio consolidato previsto dall'art. 27 del d.lgs. 127/91
agosto	adeguamento direttiva sugli AIFMD	rimodulazione del regime applicabile agli emittenti in funzione dell'appartenenza o meno alla categoria di FIA (Fondi alternativi di investimento)
	operazioni in <i>fail</i>	modifica alla disciplina della gestione dei <i>fail</i> su strumenti finanziari interessati da operazioni di distribuzione (es. pagamento dividendi, stacco cedole etc.) e da operazioni straordinarie (es. fusioni, scissioni, etc.); disciplina della gestione della richiesta della <i>buyer protection</i> da parte del compratore <i>in bonis</i>
ottobre	meccanismi <i>antispoofing</i>	introduzione per l'asta di apertura, chiusura e volatilità, di un meccanismo che monitora l'andamento dei principali elementi definatori del <i>book</i> volti a contrastare comportamenti che possono interferire con la regolare formazione del prezzo (immissione di ordini senza intenzione di eseguirli e cancellazione negli ultimi istanti della fase)
novembre	posticipo di 5 minuti della chiusura delle negoziazioni e riduzione dell'asta di volatilità a 5 minuti	
<b>ExtraMOT (Borsa Italiana)</b>		
agosto	adeguamento direttiva sugli AIFMD	rimodulazione del regime applicabile agli emittenti in funzione dell'appartenenza o meno alla categoria di FIA (Fondi alternativi di investimento)
	operazioni in <i>fail</i>	modifica alla disciplina della gestione dei <i>fail</i> su strumenti finanziari interessati da operazioni di distribuzione (es. pagamento dividendi, stacco cedole etc.) e da operazioni straordinarie (es. fusioni, scissioni, etc.); disciplina della gestione della richiesta della <i>buyer protection</i> da parte del compratore <i>in bonis</i>
ottobre	meccanismi <i>antispoofing</i>	introduzione per l'asta di apertura, chiusura e volatilità, di un meccanismo che monitora l'andamento dei principali elementi definatori del <i>book</i> volti a contrastare comportamenti che possono interferire con la regolare formazione del prezzo (immissione di ordini senza intenzione di eseguirli e cancellazione negli ultimi istanti della fase)
	modalità di esecuzione <i>dei cross order</i>	conclusione dei contratti a un prezzo ricompreso all'interno di una percentuale predeterminata di scostamento rispetto al prezzo dinamico
novembre	riduzione dell'asta di volatilità a 5 minuti	rimodulazione del regime applicabile agli emittenti in funzione dell'appartenenza o meno alla categoria di FIA (Fondi alternativi di investimento)
<b>TAH (Borsa Italiana)</b>		
agosto	adeguamento direttiva sugli AIFMD	modifica alla disciplina della gestione dei <i>fail</i> su strumenti finanziari interessati da operazioni di distribuzione (es. pagamento dividendi, stacco cedole etc.) e da operazioni straordinarie (es. fusioni, scissioni, etc.)
	operazioni in <i>fail</i>	disciplina della gestione della richiesta della <i>buyer protection</i> da parte del compratore <i>in bonis</i>
<b>EuroTLX HI-MTF Sim SpA</b>		
marzo	ampliamento ammissioni alla quotazione	previsione di ammettere a quotazione strumenti finanziari emessi sulla base di un programma di emissione di obbligazioni, <i>covered warrants</i> e <i>certificates</i>
giugno	servizi di liquidazione	revisione della struttura regolamentare per i servizi di liquidazione offerti dalla piattaforma TS2
<b>HI-MTF</b>		
febbraio	determinazione prezzo d'asta	introduzione, nel sistema <i>order driven</i> del prezzo di riferimento e del prezzo di controllo
maggio	strumenti finanziari negoziabili	revisione dell'elenco degli strumenti finanziari oggetto di negoziazione sul sistema <i>order driven</i> , al fine di assicurarne una descrizione più efficace
luglio	operatore specializzato	introduzione, nel sistema <i>quote driven</i> , della figura dell'operatore specializzato, soggetto che svolge la funzione di garantire liquidità al mercato operando su alcuni dei titoli negoziati sul sistema

(segue)

## INTERNALIZZATORI

data	contenuto	note
<b>De@L Done Trading (Mps – Capital Services)</b>		
dicembre	limiti di variazione dei prezzi	<p>il primo limite di variazione (limite massimo di variazione dei prezzi delle proposte di negoziazione relative a uno strumento rispetto al prezzo di chiusura che il medesimo ha registrato nella precedente seduta di negoziazione) per i titoli di Stato emessi o garantiti da uno Stato o da enti locali dell'area UE è aumentato dal 2 al 3 per cento</p> <p>il secondo limite di variazione dei prezzi (limite massimo di variazione dei prezzi delle proposte di negoziazione relative a uno strumento rispetto al prezzo dell'ultimo contratto concluso nel corso della medesima seduta di negoziazione) per i titoli di Stato emessi o garantiti da uno Stato o da enti locali dell'area UE è aumentato dall'1 al 2 per cento</p>

Fonte: Consob.

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

Con riferimento alla vigilanza sulle diverse fasi comprese fra l'ammissione e la revoca degli strumenti finanziari dalle quotazioni, nel corso del 2015 la Consob ha esercitato l'attività di vigilanza di propria competenza, come previsto dal Tuf (art. 64, comma 1-*bis*), in relazione alle decisioni di Borsa Italiana di ammissione alle negoziazioni nel proprio mercato regolamentato MTA di 14 società. In nessun caso la Commissione ha ritenuto di dover vietare la quotazione.

La Consob può vietare l'ammissione se, in base a informazioni diverse da quelle valutate dalla società di gestione del mercato, dovesse ritenerla incompatibile con la tutela degli investitori, la trasparenza e l'ordinato svolgimento delle negoziazioni. Delle 14 ammissioni decise da Borsa Italiana, 13 si riferivano a società delle quali la Consob ha approvato il prospetto di quotazione. In un caso, invece, il prospetto è stato approvato dall'Autorità olandese di controllo dei mercati (The Netherlands Authority for the Financial Markets, AFM), la quale ha provveduto, su richiesta dell'Emittente, ad attivare il processo della 'passaportazione' in Italia ai sensi degli artt. 17 e 18 della Direttiva Prospetto. Si tratta, in particolare, della quotazione delle azioni di Ferrari NV, con sede ad Amsterdam, già quotate sul NYSE a partire dal 21 ottobre 2015 e ammesse a quotazione sul Mercato Telematico Azionario di Borsa Italiana dal 4 gennaio 2016, in forma di *dual listing*.

Nel 2015 la Commissione ha ricevuto da Borsa Italiana 20 comunicazioni di sospensione e 13 di esclusione di strumenti finanziari dalle negoziazioni nei mercati regolamentati. La Consob ha inviato all'ESMA e alle altre autorità competenti, tramite il sistema SARIS, le relative notifiche, che dal 2015 sono disponibili anche al pubblico sul sito dell'ESMA nel registro *Suspensions and Removals of instruments from trading*, per consentire una più ampia diffusione dell'informazione, come richiesto dall'art. 41, comma 1, secondo periodo, della MiFID. Inoltre, come previsto dall'art. 64, comma 1-*bis*,

lett. a), del Tuf, la Commissione ha svolto le valutazioni di competenza in merito ai provvedimenti di Borsa Italiana, esaminando eventuali elementi informativi diversi da quelli considerati dalla società di gestione dei mercati.

I provvedimenti di sospensione sono stati a tempo determinato e motivati dalla mancata o attesa diffusione di notizie *price-sensitive* in 14 casi, a tempo indeterminato in quattro casi, mentre hanno preceduto il *delisting* derivante da un'offerta pubblica di acquisto in due casi (si veda il Capitolo II 'La vigilanza su emittenti e società di revisione').

In particolare, i quattro provvedimenti di sospensione a tempo indeterminato dalle negoziazioni hanno riguardato le società Moviemax Media Group, Ciccolella, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio e Sintesi, confermando le decisioni assunte dalla società di gestione del mercato. La sospensione a tempo indeterminato di Moviemax e Ciccolella è stata disposta in seguito all'ammissione dell'emittente a procedure concorsuali (articolo 2.5.1, comma 2, lett. c) del Regolamento dei Mercati di Borsa Italiana). Nel caso di Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, sottoposta a risoluzione il 21 novembre 2015 e, successivamente, a liquidazione coatta amministrativa, il 9 dicembre 2015, la decisione è stata motivata dalla «mancata diffusione di notizie che possono incidere sul regolare andamento del mercato» (articolo 2.5.1, comma 2, lett. a) del Regolamento dei Mercati di Borsa Italiana). Infine, per Sintesi Spa, la decisione è intervenuta a seguito dello scioglimento dell'Emittente (art. 2.5.1, comma 2 lett. d) del Regolamento dei Mercati di Borsa Italiana), poi revocato con provvedimento dell'Autorità Giudiziaria. Sintesi è stata quindi riammessa alle negoziazioni il 22 ottobre 2015.

Con riferimento ai provvedimenti di revoca dalla quotazione, in cinque casi l'esclusione è stata determinata dall'ammissione dell'emittente a procedure concorsuali (Aion Renewables, Cogeme SeT, Giovanni Crespi, Moviemax e Screen Service), in tre casi ha seguito un'offerta pubblica di acquisto e in cinque la fusione per incorporazione dell'emittente.

In due casi, inoltre, Borsa Italiana ha disposto la sospensione di strumenti finanziari e relativi derivati comunitari, negoziati anche nei mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana, a seguito del provvedimento di sospensione adottato dall'Autorità di vigilanza dello Stato membro di origine dell'emittente.

Al 31 dicembre 2015 risultavano ancora sospesi a tempo indeterminato gli strumenti finanziari emessi da: Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, in liquidazione coatta amministrativa; Ciccolella, in fallimento; Arena Agroindustrie Alimentari, sospesa il 1° luglio 2014; Banca Popolare di Spoleto, sospesa il 10 settembre 2013.

### 3.3 La vigilanza sulle piattaforme 'ibride'

La MiFID II apporterà rilevanti modifiche in materia di regolamentazione delle sedi di negoziazione, attraverso la previsione della nuova tipologia dei sistemi organizzati di negoziazione (*organised trading*

*facilities*, OTF) e l'estensione della qualificazione di sistemi multilaterali di negoziazione ai sistemi interni di incrocio di ordini (*internal matching system*) di banche e Sim. Tali sistemi, attualmente non soggetti a regolamentazione, collocandosi in un'area tra la mediazione e il sistema di negoziazione. In futuro essi dovranno essere autorizzati o come una tipologia di sede multilaterale di negoziazione o come internalizzatori sistematici.

Al fine di acquisire elementi informativi utili all'inquadramento di queste attività anche nella prospettiva dell'entrata in vigore di MiFID II, nel 2015 l'Istituto ha proseguito gli approfondimenti sulla corretta qualificazione delle attività di abbinamento degli ordini dei propri clienti/soci effettuate da un campione significativo di intermediari.

La ricognizione ha utilizzato gli strumenti tipici della vigilanza informativa, quali richieste di dati e informazioni e convocazione di esponenti aziendali. Nel quadro delle Linee-guida ESMA sul trading automatizzato e alla luce dei presidi e controlli che saranno richiesti in seguito all'entrata in vigore di MiFID II, gli intermediari sono stati invitati a effettuare un puntuale *self-assessment* dei meccanismi implementati per assicurare la resilienza dei sistemi, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e l'integrità dei mercati.

## 4 La vigilanza sulle negoziazioni e sull'integrità informativa dei mercati

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

Nel 2015 la Commissione ha vigilato, come di consueto, sulla correttezza delle informazioni trasmesse in osservanza degli obblighi di *transaction reporting*, con particolare riferimento a tempestività e correttezza delle segnalazioni, nonché sull'adempimento degli obblighi di trasparenza *pre-* e *post-*negoziazione.

Come noto, il Regolamento Mercati prevede che le comunicazioni all'Istituto relative alle operazioni concluse possano essere effettuate dai diretti interessati ovvero tramite un soggetto terzo che agisca per loro conto. Il Regolamento, inoltre, ha esteso il regime di trasparenza previsto dalla MIFID per le azioni anche agli strumenti finanziari diversi dalle azioni ammessi in un mercato regolamentato italiano.

Dalle verifiche condotte sono emersi alcuni casi di irregolarità nelle segnalazioni, a fronte dei quali sono stati attivati gli opportuni presidi di vigilanza.

In particolare, le risultanze delle richieste di informazioni inviate a 13 intermediari, ai sensi dell'articolo 8, comma 1, del Tuf, in merito all'adempimento

degli obblighi di *transaction reporting* e degli obblighi di pubblicazione e diffusione delle informazioni *post*-negoziazione, hanno consentito di riscontrare discrepanze tra quanto dichiarato da alcuni intermediari e quanto dagli stessi comunicato nei flussi del *transaction reporting*. La Consob ha pertanto inviato a tali soggetti ulteriori richieste di informazioni, ai sensi dell'articolo 8, comma 1, del Tuf, volte principalmente a far apportare le opportune rettifiche.

Con riferimento all'ordinato svolgimento delle negoziazioni, la Consob nel corso del 2015 ha vigilato anche sulle negoziazioni ad alta frequenza, sia verificando il rispetto degli Orientamenti ESMA in materia sia effettuando una prima valutazione delle dimensioni del fenomeno per il mercato italiano (Riquadro 1).

## 4.2 La vigilanza sull'integrità informativa dei mercati

A fine 2015 risultano autorizzati due sistemi di stoccaggio delle informazioni regolamentate: '1Info' (gestito da Computershare Spa e autorizzato con delibera 18852 del 9 aprile 2014), e 'NIS-Storage' (gestito da Bit Market Services Spa e autorizzato con delibera 19067 del 19 novembre 2014).

L'art. 21-*bis* della direttiva *Transparency* (2004/109/CE) contiene uno specifico riferimento alla disciplina dell'accesso alle informazioni regolamentate a livello europeo, attribuendo all'ESMA il compito di realizzare il 'punto di accesso elettronico europeo'. Tale *network* mira a risolvere il problema della frammentazione delle informazioni regolamentate, che ha sinora ostacolato il raggiungimento di un adeguato livello di trasparenza su base paneuropea.

Il 30 marzo 2015 si è conclusa la consultazione avviata dall'ESMA su una bozza di documento contenente norme tecniche di regolamentazione che definiscono alcuni requisiti del punto di accesso elettronico europeo e che dovranno essere approvate dalla Commissione europea (Draft Regulatory Technical Standards on Electronic Access point).

Il 25 settembre 2015 l'ESMA ha pubblicato le proprie considerazioni sulle osservazioni ricevute. Entro il 1° gennaio 2018 dovrà sviluppare e gestire un portale con la funzione di punto unico di accesso elettronico europeo, composto dai meccanismi nazionali di stoccaggio centrale. Gli Stati membri saranno tenuti a garantire l'accesso ai rispettivi meccanismi di stoccaggio nazionali tramite il punto unico di accesso. Ogni meccanismo di stoccaggio sarà collegato al *network* e ogni emittente sarà identificato in modo univoco, per consentire al pubblico un facile accesso alle informazioni regolamentate. I sistemi di stoccaggio, in particolare, prevedono un collegamento *web based* da parte di emittenti (per l'inserimento delle informazioni regolamentate finalizzato alla diffusione delle stesse), autorità di vigilanza (ai fini dell'espletamento delle proprie funzioni) e agenzie di stampa (per la diffusione delle informazioni al mercato).

## Riquadro 1

### Le dimensioni dell'*high frequency trading* nel contesto italiano

L'utilizzo di tecnologia ad alta frequenza (HFT) per l'esecuzione di negoziazioni ha di recente conosciuto uno sviluppo significativo anche sui mercati italiani, stimolando numerose riflessioni circa i possibili effetti sull'ordinato svolgimento degli scambi e sulla stabilità, liquidità e volatilità dei mercati.

Il monitoraggio del fenomeno si fonda anzitutto dalla rilevazione della sua effettiva diffusione. I dati relativi alle quote di mercato degli operatori classificati come *high frequency traders* (HFTs), in termini di incidenza del controvalore scambiato sul totale, evidenziano una crescita non omogenea tra i diversi mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana.

#### Quota di mercato degli scambi HFT

(valori percentuali)

categoria	2014	2015
MTA	25,4	28,7
IDEM (index futures)	39,9	43,6
IDEM (mini index futures)	64,2	68,9
ETFplus	47,9	49,2
MOT	20,1	19,5

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana.

L'attività di negoziazione automatizzata ad alta frequenza si è diffusa in maniera significativa sui mercati MTA, IDEM e ETFplus, mentre sul MOT la quota di mercato degli HFTs è rimasta sostanzialmente stabile.

In particolare, le negoziazioni riconducibili a strategie HFT hanno sfiorato il 29 per cento circa del totale sul mercato azionario a pronti, il 44 per cento circa degli scambi di *futures* sull'indice Ftse Mib (il dato sale al 69 per cento considerando i mini *futures*, introdotti inizialmente per avvicinare la clientela *retail* a strumenti derivati standardizzati).

Infine, per quanto riguarda gli altri mercati, nel corso del 2015 va sottolineato che circa la metà degli scambi di *exchange traded products* (Etf) è avvenuta in contropartita a operatori HFTs, mentre l'incidenza è pari al 20 per cento circa sul mercato obbligazionario MOT.



Nel corso dell'anno hanno altresì formato oggetto di vigilanza l'adeguatezza del numero delle agenzie di stampa collegate ai tre sistemi di diffusione delle informazioni regolamentate (SDIR) autorizzati (ossia SDIR-NIS, Info-Sdir e WebDisclosure) a garanzia di un'ampia diffusione delle informazioni regolamentate a livello nazionale ed europeo, e gli standard qualitativi degli stessi SDIR. In tale occasione, inoltre, sono state oggetto di analisi anche le modalità e la tempistica di rilancio sui media delle informazioni regolamentate diffuse attraverso i diversi SDIR. Dalle verifiche effettuate è emerso che tutti gli SDIR attivi presentano un adeguato numero di agenzie collegate.

Si segnala, inoltre, che nel corso del 2015 è stato realizzato e avviato il MIR (*Regulated Information Monitoring System*), sistema *web based* gestito da Borsa Italiana e messo a disposizione dell'Istituto, che ha di fatto creato un'integrazione del flusso informativo riveniente dalle varie piattaforme degli SDIR, agevolando le autorità nello svolgimento della vigilanza sulle informazioni regolamentate diffuse dagli emittenti.

#### 4.3 La vigilanza su *buy back* e *internal dealing*

Nell'ambito della vigilanza informativa sono state esaminate le segnalazioni relative all'operatività degli emittenti sui propri titoli (tipicamente attività di sostegno della liquidità, in acquisto e in vendita, e di *buy back*) e dei soggetti rilevanti sui titoli dell'emittente (*internal dealing*).

In dettaglio, nel 2015 gli emittenti azioni quotate hanno inviato 361 segnalazioni (336 nel 2014) di operazioni sui propri titoli. Non sono state segnalate operazioni su strumenti finanziari derivati.

Il controvalore complessivo delle operazioni ha superato un miliardo di euro (3,3 miliardi di euro nel 2014), con una sostanziale equivalenza tra controvalore delle operazioni in acquisto (478 milioni euro) e in vendita (543 milioni di euro), contrariamente a quanto avvenuto nel 2014, quando la quasi totalità (3,1 miliardi) delle operazioni segnalate erano di acquisto.

Le operazioni, effettuate da 52 emittenti, hanno riguardato 57 titoli, di cui 55 azioni ordinarie e due azioni di risparmio. Inoltre, nove titoli sono stati oggetto esclusivamente di operazioni di acquisto da parte di società del gruppo, 19 solo di operazioni di vendita, mentre su 29 titoli sono state effettuate operazioni sia di acquisto sia di vendita (con una prevalenza dei controvalori in vendita).

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

In relazione al settore del *post-trading*, la novità più rilevante del 2015 è stata la migrazione del depositario centrale italiano, Monte Titoli, dalla piattaforma di regolamento Express 2 alla piattaforma paneuropea Target 2 Securities (T2S), gestita dalla BCE.

Tale migrazione rappresenta un fondamentale passo verso l'armonizzazione dei sistemi di regolamento titoli e gestione accentrata dei Paesi europei, rappresentando il complemento di natura 'tecnica' all'armonizzazione degli aspetti giuridici promossa dal Regolamento sui depositari centrali di titoli (Central Securities Depositories Regulation, CSDR).

La migrazione è avvenuta nelle giornate del 29 e 30 agosto 2015, nel corso delle quali Monte Titoli e gli intermediari aderenti sono stati impegnati nella migrazione delle posizioni in titoli e delle istruzioni di regolamento pendenti dai sistemi proprietari di Monte Titoli alla piattaforma T2S. Per effetto della migrazione, sono state trasferite sulla piattaforma paneuropea circa 250 mila posizioni in titoli che i partecipanti a Monte Titoli detengono presso il depositario centrale italiano, per un ammontare complessivo pari a circa 3.400 miliardi di euro, di cui circa 1.800 miliardi rappresentati dai titoli di Stato italiani.

Le rilevanti attività tecniche propedeutiche alla migrazione sono state coordinate in un apposito gruppo di lavoro nazionale, l'IT NUG, coordinato da Banca d'Italia, al quale Consob ha partecipato.

L'attività di regolamento su T2S è stata condotta da Monte Titoli a partire da lunedì 31 agosto 2015 e si è svolta in maniera regolare; T2S ha mostrato un sufficiente grado di stabilità e i servizi essenziali (ossia l'acquisizione delle istruzioni di regolamento, il regolamento delle stesse, il pagamento degli interessi e i rimborsi su titoli di Stato e la riconciliazione giornaliera dei saldi sui conti dei partecipanti) sono stati svolti correttamente.

Persistono tuttavia problematiche minori su alcune funzionalità del sistema, che hanno richiesto l'implementazione di soluzioni provvisorie, in parte manuali (cosiddetto *workaround*), in attesa di correzioni permanenti derivanti da successivi aggiornamenti del software di T2S.

Tali problemi tecnici e la mancanza di *know-how* hanno comportato, nel mese di settembre, un fisiologico incremento delle mancate consegne per carenza di titoli o contante, successivamente tornate su livelli paragonabili a quelli *pre-migrazione*.

La migrazione ha portato a un notevole incremento delle operazioni gestite da T2S: Monte Titoli infatti regola giornalmente un numero di istruzioni di regolamento notevolmente superiore a quelle regolate dagli altri depositari centrali (Grecia, Svizzera, Malta, Romania) che ad oggi si avvalgono di T2S. I depositari centrali degli altri Paesi dell'Area euro dovrebbero migrare progressivamente a T2S, in quattro diverse fasi, l'ultima delle quali dovrebbe concludersi entro metà 2017.

La migrazione a T2S ha richiesto una profonda modifica dei Regolamenti di Monte Titoli che disciplinano i servizi di liquidazione e di gestione accentrata al fine di riflettere la nuova realtà operativa conseguente alla migrazione. Modifiche minori sono state apportate anche al Regolamento che disciplina il servizio di X-COM *Collateral Management*. Le modifiche ai citati Regolamenti sono state approvate da Consob e Banca d'Italia prima della migrazione.

Infine, è stato siglato un Memorandum of Understanding fra T2S, le banche centrali e le autorità coinvolte nella vigilanza sui depositari centrali che utilizzeranno la nuova piattaforma, fra cui la Consob, al fine di assicurare un adeguato scambio di informazioni.

Nel corso del 2015 la Consob e la Banca d'Italia, Autorità italiane competenti per la vigilanza sulle controparti centrali, hanno effettuato il periodico riesame delle disposizioni, strategie, procedure e meccanismi attuati dalla Cassa di Compensazione e Garanzia (CC&G), controparte centrale italiana autorizzata a prestare servizi di *clearing* ai sensi del Regolamento UE 648/2012 (EMIR). Le Autorità italiane, sulla base delle citate verifiche, hanno aggiornato e condiviso con il Collegio EMIR il documento di valutazione dei rischi inizialmente predisposto in occasione dell'autorizzazione di CC&G.

La Commissione ha fornito altresì il proprio contributo nell'ambito degli altri quattro collegi di controparti centrali europee cui è chiamata a partecipare, con riferimento particolare ad alcune procedure avviate dalle autorità nazionali competenti in merito a proposte di estensione dell'attività o di modifiche a modelli e parametri da parte delle controparti centrali rispettivamente vigilate.

Nel 2015, inoltre, si è intensificata l'attività di vigilanza sulle controparti di contratti derivati. L'accesso da parte dell'Istituto ai *trade repository* registrati presso l'ESMA ha consentito di monitorare il grado di correttezza e completezza delle segnalazioni effettuate.

L'adozione obbligatoria da parte dei *trade repository* delle regole di validazione imposte dall'ESMA genera un primo livello di controllo automatizzato sui *report*, che determina il rigetto automatico delle segnalazioni il cui formato non è conforme ai previsti standard di *reporting*.

In tale ambito, nel corso dell'anno è stata avviata un'attività di *data quality review* nei confronti delle controparti con maggior numero di report segnalati come non conformi da parte dei rispettivi *trade repository*. Con riferimento a tali soggetti la Commissione ha richiesto dati sui contratti segnalati e informazioni sui presidi adottati dagli stessi per monitorare la correttezza della reportistica, anche nei casi in cui il *reporting* ai *trade repository* è delegato a terzi. Nei confronti di queste controparti è in corso un monitoraggio teso a verificare i progressi nella risoluzione delle criticità rilevate.

Nel corso dell'anno, in relazione a taluni casi di vigilanza inerenti alla trasparenza delle posizioni nette corte, l'Istituto ha acquisito i dati dai *trade repository* al fine di verificare la presenza di operatività su titoli attraverso la conclusione di contratti derivati.

Peraltro, nonostante la qualità dei dati registrati dai *trade repository* sia significativamente migliorata ad esito delle iniziative avviate congiuntamente da ESMA e dalle altre autorità competenti, i dati acquisiti non sempre si sono rivelati completamente fruibili per iniziative di vigilanza.

Con particolare riguardo ai dati identificativi utilizzati nelle segnalazioni ai *trade repository*, la Commissione, in qualità di *sponsor* congiuntamente a Banca d'Italia e Unioncamere, ente italiano accreditato per rilasciare il codice LEI (codice identificativo delle *Legal Entity*), ha proseguito nell'attività di supervisione sull'aderenza da parte di Unioncamere agli *standard* che assicurano l'unicità del codice. A fine 2015 oltre 31 mila soggetti italiani avevano acquisito un codice LEI valido per adempiere all'obbligo di segnalazione dei contratti ai sensi del regolamento EMIR. Contestualmente sono proseguiti i lavori in ambito internazionale e la Consob, in qualità di membro del ROC, l'Organismo di supervisione del sistema LEI, ha partecipato alla definizione delle condizioni al verificarsi delle quali il codice LEI può essere rilasciato a una persona fisica che eserciti attività di impresa.

## 6 La vigilanza sulle vendite allo scoperto

Nel corso del 2015 la Commissione ha adottato in due occasioni divieti alle vendite allo scoperto su singoli titoli azionari italiani, ai sensi dell'art. 23 del Regolamento UE 236/2012 in materia di vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei *credit default swap*. I divieti sono stati adottati a causa delle rilevanti diminuzioni di prezzo verificatesi sul mercato, pari o superiori alla soglia del 10 per cento prevista dal citato Regolamento, e hanno avuto una durata limitata a pochi giorni, in linea con quanto previsto dal Regolamento medesimo.

Il 27 gennaio 2015 sono state rimosse, inoltre, le restrizioni, più pervasive, alle posizioni nette corte su azioni Banca MPS e Banca Carige, adottate il 27 ottobre 2014 ai sensi dell'art. 20 del citato Regolamento.

Con riguardo al regime delle esenzioni, al 31 dicembre 2015 risultano autorizzati a beneficiare delle esenzioni per le attività di *market making* 20 intermediari nazionali, rispetto ai 17 dell'anno precedente. Gli strumenti finanziari oggetto di esenzione sono in totale 2.114, di cui 2.014 azioni, italiane ed estere, e strumenti correlati (ad esempio, strumenti derivati), nove indici finanziari e 91 debiti sovrani.

Nel 2015 la Consob ha ricevuto 32 richieste di esenzione relative a nuovi strumenti finanziari da parte di operatori *market maker*; di queste, 29 sono state accolte, due sono state rifiutate e una è stata accolta parzialmente. Sono invece

esentati in qualità di *primary dealer* su titoli di Stato italiani 18 intermediari, in maggioranza esteri, in diminuzione rispetto ai 20 del 2014.

Durante l'anno, l'ESMA ha condotto una verifica *inter pares* (cosiddetta *peer review*) fra le autorità di vigilanza dell'Unione europea con riguardo al rispetto degli Orientamenti emanati il 2 aprile 2013 ed inerenti al regime delle esenzioni per attività di *market making*.

Nell'ambito della *peer review*, allo scopo di acquisire maggiori informazioni in merito alle prassi e agli strumenti di vigilanza adottati dalle autorità interessate, l'ESMA ha condotto *on-site visit* in cinque autorità competenti, selezionate in funzione del numero di *market maker* esentati e del numero di strumenti finanziari oggetto dell'esenzione, ossia Consob, la britannica FCA, la tedesca Bafin, la svedese Finansinspektionen e la Banca centrale ungherese.

Il 5 gennaio 2016 l'ESMA ha pubblicato il Peer Review Report (ESMA/2015/1791), in cui conclude, *inter alia*, che, delle cinque autorità esaminate, soltanto la Consob è interamente in linea con gli Orientamenti ESMA. Nel Report molte delle attività di vigilanza condotte dalla Consob vengono considerate *best practices* e sono quindi state raccomandate alle altre autorità di vigilanza. Inoltre, gli esiti della *peer review* potranno contribuire all'attività di revisione del Regolamento UE 236/2012 che dovrebbe essere avviata dalla Commissione europea nel corso del 2016.

Per quanto concerne le posizioni nette corte su azioni italiane, nel corso del 2015 esse hanno rappresentato, in media, il 2,1 per cento circa della capitalizzazione dell'indice Ftse Mib (rispetto all'1,6 per cento circa del 2014). Nello stesso periodo, sono state ricevute circa 5.760 notifiche su azioni italiane, rispetto alle circa 4.700 ricevute nel 2014.

In particolare, nel 72 per cento dei casi le notifiche hanno riguardato posizioni comprese fra lo 0,2 e lo 0,49 per cento del capitale sociale dei titoli interessati. Il restante 28 per cento è stato invece rappresentato da posizioni pari o superiori alla soglia dello 0,5 per cento; tali posizioni sono state quindi pubblicate giornalmente sul sito internet dell'Istituto ai sensi degli artt. 6 e 9 del Regolamento UE 236/2012.

Con riferimento alla concentrazione, a fine 2015 il principale soggetto con posizioni nette corte su azioni italiane deteneva posizioni pari a circa l'11 per cento del controvalore totale delle posizioni (15 per cento nel 2014). I primi cinque investitori detenevano posizioni pari a circa il 40 per cento del totale, in calo rispetto al 52 per cento nel 2014 (Fig. 7).

Per quanto concerne la distribuzione per area geografica, a fine 2015 gli investitori ai quali sono riferibili posizioni nette corte risultano in prevalenza residenti nel Regno Unito (con il 38 per cento circa del controvalore delle posizioni totali), seguiti da soggetti con sede negli Stati Uniti, nei territori d'oltremare del Regno Unito, in Francia e Irlanda.

**Fig. 7 Concentrazione e ripartizione per nazionalità degli investitori con posizioni nette corte su titoli azionari italiani**



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

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

Nel 2015 la Consob ha proseguito l'attività di vigilanza sulla diffusione delle raccomandazioni di investimento, riguardanti gli emittenti quotati italiani, e dei giudizi di rating, riguardanti anche lo Stato italiano, al fine di verificare la correttezza e la trasparenza del quadro informativo e gli effetti sulle negoziazioni dei relativi titoli.

Nell'ambito di tale attività, l'Istituto ha richiesto ai soggetti abilitati, ai sensi dell'art. 69-*novies*, comma 2, del Regolamento Emittenti, la pubblicazione di 14 raccomandazioni d'investimento (di cui due prodotte da intermediari italiani e 12 da intermediari esteri), in concomitanza della diffusione al mercato di notizie e indiscrezioni sul loro contenuto e in presenza di una sensibile variazione del prezzo degli strumenti finanziari oggetto delle raccomandazioni stesse.

Nel corso dell'anno è stato inoltre avviato un tavolo di confronto con le associazioni di categoria e gli intermediari abilitati, con l'obiettivo di definire nuove modalità di trasmissione alla Consob delle raccomandazioni di investimento, al fine di migliorare i criteri sottesi alle richieste di pubblicazione delle stesse, con particolare riguardo all'individuazione delle indiscrezioni relative alla diffusione di raccomandazioni con un significativo impatto sui prezzi dei titoli.

Nel 2015 la Consob ha ricevuto 18.270 raccomandazioni di investimento, di cui 2.978 monografiche (16,3 per cento del totale) e 15.292 non monografiche (83,7 per cento) sulla base dell'art. 69-*novies*, comma 1, del Regolamento Emittenti. Il numero complessivo delle raccomandazioni di investimento ricevute risulta in diminuzione di circa il 14 per cento rispetto all'anno precedente, per effetto soprattutto della riduzione degli studi non monografici, a seguito anche di una riorganizzazione dell'attività di distribuzione delle ricerche da parte degli intermediari (Tav. 12).

Alcuni profili interessanti emergono dall'analisi della distribuzione delle raccomandazioni di tipo monografico per tipologia, nazionalità dell'intermediario produttore, periodo di diffusione, tipologia di giudizio operativo, grado di 'copertura' delle società oggetto delle stesse.

**Tav. 12 Distribuzione delle ricerche per tipologia di studio e nazionalità degli intermediari**

	2014		2015		variazione <sup>1</sup>
	n.	peso	n.	peso	
<b>tipologia studio</b>					
monografico	2.622	12,3	2.978	16,3	13,6
non monografico	18.755	87,7	15.292	83,7	-18,5
<i>totale</i>	<i>21.377</i>	<i>100,0</i>	<i>18.270</i>	<i>100,0</i>	<i>-14,5</i>
<b>distribuzione degli studi monografici per nazionalità degli intermediari</b>					
italiani	1.921	73,3	1.839	61,7	-4,3
esteri	701	26,7	1.139	38,3	+62,5
<i>totale</i>	<i>2.622</i>	<i>100,0</i>	<i>2.978</i>	<i>100,0</i>	<i>+13,6</i>

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

Tra le ricerche e le raccomandazioni ricevute dall'Istituto, prevalgono gli studi prodotti da intermediari italiani, anche se nel corso del 2015 si è osservato un incremento degli studi prodotti da intermediari esteri.

Gli studi monografici si concentrano nei mesi corrispondenti alla pubblicazione dei dati di bilancio annuali (in particolare maggio). Nel 2014, la produzione di ricerche è risultata maggiore nei mesi di ottobre e novembre, in concomitanza con la pubblicazione dei risultati del *comprehensive assessment* della Bce.

La distribuzione degli studi monografici su società quotate per tipologia di consiglio operativo conferma la netta prevalenza, già osservata negli anni precedenti, di valutazioni di tipo positivo (Tav. 13).

**Tav. 13 Studi monografici su società quotate per tipologia di consiglio operativo**  
(valori percentuali per tipologia)

	consiglio operativo				numero totale studi
	buy	hold	sell	altro <sup>1</sup>	
2010	53,2	29,4	11,1	6,3	5.358
2011	55,3	28,5	11,5	4,7	5.750
2012	48,2	34,1	14,8	2,9	6.190
2013	43,7	38,2	16,8	1,2	6.497
2014	53,0	36,8	8,1	2,0	2.529 <sup>2</sup>
2015	57,7	34,9	6,7	0,7	2.978 <sup>2</sup>

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Include giudizi come *under review*, *not rated*, e simili. <sup>2</sup> Il numero degli studi per il 2014 e per il 2015 non è comparabile con il numero di studi riferito agli anni precedenti a causa di un cambiamento dei criteri di classificazione degli studi monografici.

La frequenza maggiore è riferibile ai giudizi *buy* (circa 58 per cento), seguiti dai giudizi *hold* (circa 35 per cento) e da una percentuale marginale di *sell* (7 per cento circa). La prevalenza dei *buy*, che potrebbe anche riflettere un progressivo miglioramento del contesto congiunturale italiano, risulta più accentuata nel 2015 rispetto agli anni precedenti.

Con riferimento al grado di copertura delle società quotate da parte degli intermediari abilitati, il numero di società oggetto di ricerche e raccomandazioni monografiche è calato (da 224 nel 2014 a 210 nel 2015), in seguito sia al *delisting* di alcune società sia alla cessata copertura di alcuni emittenti quotati sull'MTA International. La distribuzione delle società coperte per numero di studi prodotti non mostra, tuttavia, sostanziali variazioni rispetto agli anni precedenti (Tav. 14).

**Tav. 14 Società quotate oggetto di studi monografici per grado di copertura**

	numero di società <sup>1</sup>	≥ 51	25 - 50	13 - 24	5 - 12	≤ 4
2010	215	23,9	9,8	17,7	20,7	27,9
2011	208	25,9	11,6	14,5	20,7	27,3
2012	227	23,3	12,3	19,1	18,9	26,4
2013	239	24,6	10,8	16,9	22,1	25,6
2014 <sup>2</sup>	224	22,8	11,5	17,2	23,4	25,1
2015 <sup>3</sup>	210	41,7	11,5	12,9	17,9	16,0

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Società quotate su mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana. <sup>2</sup> Per il 2014, il numero di titoli oggetto di copertura, comprese le azioni di risparmio e privilegiate, è pari a 238 per le società quotate sull'MTA e a 15 per le società quotate sull'AIM. <sup>3</sup> Per il 2015, il numero di titoli oggetto di copertura, comprese le azioni di risparmio e privilegiate è pari a 218 per le società quotate sull'MTA e a 23 per le società quotate sull'AIM.

Nel 2015, sostanzialmente in linea con i dati dell'anno precedente, il 42 per cento circa delle società quotate è stato oggetto di più di 50 studi nell'arco di un anno, mentre quelle che ne hanno ricevuto meno di quattro rappresentano solo il 16 per cento del totale.

Con riferimento alle misure attuative del Regolamento sulle agenzie di rating, nel 2015 la Consob ha collaborato alla predisposizione delle modifiche previste dalla normativa primaria e secondaria (Riquadro 2).

## 8 La vigilanza sugli abusi di mercato

### 8.1 La prevenzione

Nel corso del 2015 è proseguita l'attività di controllo delle misure di prevenzione degli abusi di mercato adottate dagli emittenti italiani, attraverso la verifica delle procedure interne utilizzate per assicurare la confidenzialità delle informazioni privilegiate (procedure per la gestione delle



informazioni privilegiate, comunicazioni in tema di *internal dealing* e tenuta del registro delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate).

La continua interazione, anche informale, con le società quotate, è stata finalizzata ad apportare migliorie a tali procedure, anche alla luce dell'evoluzione della normativa europea destinata a innovare le misure volte a prevenire gli abusi di mercato.

A seguito di alcune verifiche sull'effettivo adempimento dell'obbligo di tenuta del registro da parte degli emittenti è stato avviato un procedimento sanzionatorio per il ritardo nell'iscrizione di soggetti *insider* nel registro e nell'informativa resa a tali soggetti sugli obblighi derivanti dall'accesso alle informazioni privilegiate (rispetto della confidenzialità, astensione dalle operazioni sul titolo, etc.) nonché per il mancato o non tempestivo aggiornamento dei dati contenuti nel registro.

È stata inoltre valutata l'idoneità delle regole deontologiche e di autoregolamentazione che disciplinano l'attività di giornalista in Italia, per garantire una corretta rappresentazione della situazione economico-finanziaria degli emittenti sulla stampa. In tale ambito è stata effettuata un'analisi delle procedure adottate per la diffusione delle informazioni privilegiate da un campione selezionato di emittenti, con specifico riferimento alla gestione dei rapporti con i media.

Dalle verifiche effettuate sono emerse aree di possibile miglioramento, per esempio in relazione alla politica di utilizzo dei *no comment*, nei casi consentiti dalla legge, alla disciplina dei flussi informativi verso i giornalisti e al mantenimento della confidenzialità delle informazioni.

In particolare, sono stati riscontrati casi di divulgazione alla stampa di informazioni riservate e/o privilegiate, nonostante le procedure adottate per la gestione delle informazioni privilegiate, indicativi della necessità di autodisciplina e di un controllo più rigoroso da parte degli emittenti sui propri flussi informativi.

Nel corso del 2015 la Consob ha ricevuto anche segnalazioni di operazioni sospette compiute sull'AIM, che hanno determinato l'avvio delle necessarie attività di verifica su eventuali ipotesi di abusi di mercato.

Benché le società con azioni ammesse a negoziazione sull'AIM Italia non siano attualmente soggette agli obblighi di informazione e comunicazione al pubblico e agli obblighi di comunicazione di assetti proprietari e patti parasociali, tali società sono comunque tenute alla segnalazione di operazioni sospette poiché soggette alle norme contenute nella Parte V, titolo I *bis* del Tuf (che prevedono, tra l'altro, il potere della Consob di perseguire gli abusi commessi sugli MTF). A partire dal 3 luglio 2016, inoltre, si estenderanno a queste società anche le previsioni del Regolamento UE 596/2014 (MAR).

## Riquadro 2

### Le misure attuative del Regolamento sulle agenzie di rating

Nel corso del 2015 è proseguito il processo di predisposizione della normativa di attuazione del Regolamento UE 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alle agenzie di rating del credito, così come modificato nel 2013.

Al riguardo, l'ESMA ha inviato alla Commissione europea, ai fini della elaborazione da parte di quest'ultima di un Rapporto da trasmettere al Parlamento europeo e al Consiglio, un *technical advice* riguardante gli effetti dell'adozione del suddetto Regolamento europeo in materia di struttura del mercato delle agenzie di rating, riduzione e prevenzione dei conflitti di interessi nella formulazione dei giudizi, promozione della concorrenza nel settore e, infine, evoluzione del mercato dei rating riferiti agli strumenti finanziari strutturati e a quelli emessi in relazione a processi di ri-cartolarizzazione. Con l'*advice*, pubblicato il 30 settembre 2015, l'ESMA è pervenuta alla conclusione che il Regolamento europeo ha generato effetti positivi sul mercato con riguardo alla struttura di *governance*, ai meccanismi di controllo interno, al grado di visibilità e alla trasparenza dell'operatività delle agenzie. Tuttavia, permangono difficoltà nello stabilire se alcuni mutamenti registrati nel mercato possano ricondursi alle disposizioni regolamentari in essere oppure dipendere dagli effetti della recente crisi finanziaria. L'ESMA ha pertanto proposto nel medio periodo una nuova analisi dell'impatto del Regolamento.

Inoltre, sempre nel quadro dei lavori di predisposizione delle disposizioni di attuazione del Regolamento europeo, l'ESMA ha pubblicato, nel corso del 2015, un *discussion paper* in merito alla validazione e revisione delle metodologie utilizzate dalle agenzie di rating, nonché dei giudizi da esse emessi, revisione che le agenzie stesse sono chiamate a compiere periodicamente, almeno con cadenza annuale, a norma del Regolamento medesimo. L'obiettivo del *discussion paper*, per il quale il processo di consultazione si concluderà nel febbraio 2016, è quello di raccogliere le opinioni dei *market participants* in merito alle tecniche quantitative e qualitative utilizzate per la validazione e la revisione delle metodologie, con particolare riferimento alla parte dell'articolo 8(3) del Regolamento europeo che prevede che quest'ultime debbano essere soggette a validazione sulla base dell'esperienza storica e alla successiva revisione. Il *discussion paper* richiede quindi commenti sui fattori e sulle modalità con cui le agenzie di rating devono dimostrare il *discriminatory power*, la *historical robustness* e il *predictive power* delle metodologie, al fine di consentire all'ESMA di sviluppare ulteriormente, in merito a tali aspetti, considerazioni sulle tecniche quantitative e qualitative utilizzate.

L'ESMA ha altresì trasmesso alla Commissione europea, nel corso del 2015, un ulteriore *technical advice* che fornisce un quadro dei progressi compiuti in merito alla rimozione dalla normativa comunitaria nonché dalle disposizioni emesse da ESMA, EBA ed EIOPA dei riferimenti ai rating che possono generare un affidamento meccanicistico o esclusivo agli stessi da parte dei partecipanti al mercato.

In quest'ottica, il *technical advice* include anche osservazioni e valutazioni in merito all'introduzione di strumenti alternativi di *assessment*, che consentano ai partecipanti al mercato di sviluppare proprie valutazioni in merito al rischio di credito degli emittenti e degli strumenti finanziari. In linea generale, il *technical advice* conclude che il grado di affidamento ai rating del credito da parte del mercato si è progressivamente ridotto a partire dalla recente crisi finanziaria. Permangono, tuttavia, riferimenti ai rating del credito in alcuni ambiti dell'ordinamento comunitario, anche particolarmente critici, come ad esempio quelli relativi alle modalità di calcolo dei requisiti di capitale contenute nel Regolamento UE 575/2013 e nella Direttiva 2009/138/CE (*Solvency II*). L'ESMA fa notare, inoltre, che lo sviluppo di strumenti di valutazione alternativi rimane ancora una prerogativa delle entità finanziarie di maggiori dimensioni, ovvero di quelle che possono disporre delle risorse e dell'*expertise* necessarie. Ciò considerato, piuttosto che rimuovere completamente dall'ordinamento comunitario i riferimenti ai giudizi di rating del credito, ad avviso dell'ESMA sarebbe preferibile mitigare l'affidamento agli stessi attraverso, ad esempio, l'utilizzo anche di indicatori *market based* (*credit default swaps* o il prezzo dei *fixed income securities*), ovvero la pubblicazione dei dati sul rating del credito presenti nella *European Ratings Platform* dell'ESMA.

Infine, tra le disposizioni in qualche modo connesse ai rating del credito, vi sono anche alcune misure finalizzate all'attuazione del Regolamento UE 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento. Esso prevede, tra l'altro, l'adozione da parte della Commissione europea di atti delegati per la cui predisposizione è stato chiesto a EBA, ESMA ed EIOPA di preparare congiuntamente norme tecniche di regolamentazione, che definiscano le modalità di attribuzione delle valutazioni del merito di credito, prodotte da una *External Credit Assessment Institution* (ECAI), alle diverse classi di merito di credito. In particolare, le norme tecniche pubblicate il 19 giugno 2015 e contestualmente trasmesse alla Commissione europea, prevedono, quale soluzione di compromesso, un regime transitorio della durata di tre anni, nel corso del quale per le ECAIs con una limitata disponibilità dei dati i requisiti quantitativi saranno sostituiti in prevalenza da fattori qualitativi, nell'intento di evitare discriminazioni a carico delle ECAIs entrate di recente nel mercato e quindi in possesso di una limitata disponibilità di informazioni quantitative (ma comunque registrate presso l'ESMA quali *Credit Rating Agencies* ai sensi del Regolamento UE 1060/2009) e di mantenere nel contempo obiettività e coerenza nel processo di attribuzione delle valutazioni del merito di credito in ambito europeo. Al termine del terzo anno, il processo entrerà a regime e terrà quindi conto di tutti i fattori, qualitativi e quantitativi, presenti negli standard del processo di valutazione delle ECAIs. Di conseguenza le agenzie di rating con una limitata disponibilità di dati quantitativi vedranno verosimilmente attribuire una ponderazione più bassa alle proprie valutazioni del merito di credito, ai fini della determinazione dei requisiti di capitale degli intermediari.

Tale Regolamento, infatti, sarà applicabile, oltre che agli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato (o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione su detto mercato) anche, *inter alia*, agli strumenti finanziari negoziati su MTF, ammessi alla negoziazione su un MTF o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione a un MTF, e agli strumenti finanziari negoziati su un sistema organizzato di negoziazione (OTF).

Di conseguenza, agli emittenti che hanno autorizzato la negoziazione dei propri strumenti finanziari su un MTF o un OTF, o che hanno richiesto l'ammissione a negoziazione su un MTF di uno stato membro UE, saranno applicabili gli obblighi di comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate e le misure di prevenzione degli abusi di mercato previsti per gli emittenti quotati sui mercati regolamentati, compresi i registri delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate e le comunicazioni di *internal dealing*.

Come di consueto, infine, la prevenzione degli abusi di mercato si è avvalsa anche degli strumenti previsti dal Tuf agli artt. 114 e 115 (si veda il Capitolo III 'La vigilanza sull'offerta al pubblico e sull'informativa societaria').

Con riferimento a operazioni di *buy back* e *internal dealing*, a seguito dell'attività di verifica della completezza e tempestività delle segnalazioni, è stato avviato un procedimento sanzionatorio nei confronti di un emittente per il ritardo nella segnalazione delle operazioni sui propri titoli. Nell'ambito dell'*enforcement* della disciplina sull'*internal dealing* (art.114, comma 7 del Tuf), inoltre, sono stati avviati sei procedimenti sanzionatori per ritardo nella comunicazione delle operazioni di compravendita sui titoli di altrettanti emittenti da parte di soggetti rilevanti. L'attività sanzionatoria ha interessato complessivamente due azionisti qualificati e quattro tra amministratori e dirigenti degli emittenti (per ulteriori dettagli sui provvedimenti sanzionatori si veda il successivo Capitolo V 'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori').

## 8.2 La repressione

Nell'ambito dell'attività di contrasto degli abusi di mercato, come di consueto, anche nel 2015 la Commissione ha effettuato numerose indagini preliminari, al fine di giungere a una più efficace e rapida selezione delle ipotesi di illecito da approfondire in una successiva fase istruttoria.

In particolare, l'Istituto ha ricevuto 294 segnalazioni di operazioni sospette (a fronte di 210 nel 2014), di cui 244 provenienti da soggetti vigilati italiani (intermediari e società di gestione di mercati di MTF) e 40 da omologhe Autorità estere, principalmente la FCA britannica. Dal canto suo, l'Istituto ha trasmesso a omologhe Autorità estere 33 segnalazioni ricevute da soggetti vigilati italiani.

Sono stati inoltre avviati approfondimenti di natura preliminare anche in relazione a dieci reclami formulati da investitori privati e istituzionali contenenti

doglianze sostanziali nonché ad anomalie evidenziate dai sistemi di monitoraggio dell'Istituto.

Delle segnalazioni ricevute, il 56 per cento ha riguardato condotte riconducibili in prima analisi all'abuso di informazioni privilegiate, il 34 per cento ipotesi di manipolazione e il restante 12 per cento condotte che integrano entrambe le fattispecie illecite ovvero non risultano immediatamente identificabili sulla base delle informazioni in esse contenute.

Gli strumenti finanziari oggetto di segnalazione sono stati prevalentemente azioni (80 per cento), seguite da obbligazioni (6 per cento) e per il restante 13 per cento, strumenti derivati, *covered warrant* e combinazioni di più strumenti (segnatamente *covered warrant* e attività sottostante).

Nel corso dell'anno si sono tenuti tre incontri su base individuale e attività di *education* con i soggetti vigilati, finalizzati alla risoluzione di talune criticità emerse nell'attività di individuazione di comportamenti manipolativi da parte dei soggetti vigilati e nelle conseguenti modalità di segnalazione all'Istituto.

In vista dell'entrata in vigore della nuova regolamentazione in tema di abusi di mercato, particolare attenzione è stata dedicata a sensibilizzare i soggetti vigilati a trasmettere le proprie segnalazioni coerentemente con le nuove disposizioni, corredandole di tutti gli elementi necessari affinché l'Istituto possa tempestivamente avviare i necessari approfondimenti.

Con riferimento alle indagini in materia di abusi di mercato concluse nel 2015, la Consob ha contestato illeciti in 14 casi su 17 (Tav. 15).

In 11 casi è stata formulata l'ipotesi di illecito sia penale sia amministrativo, in due circostanze sono stati contestati solo illeciti amministrativi, nell'ultima situazione invece è stato rilevato solo l'illecito penale.

Nei 13 casi di illeciti amministrativi, dieci erano relativi ad abuso di informazioni privilegiate e i restanti tre a manipolazione del mercato, rispettivamente, di tipo informativo, operativo e misto.

**Tav. 15 Risultati delle indagini in materia di abusi di mercato**

	ipotesi di illeciti amministrativi e/o penali		casi in cui non sono stati rilevati illeciti	totale
		di cui per abuso di informazioni privilegiate		
2010	10	3	19	29
2011	15	7	14	29
2012	12	4	14	26
2013	13	4	9	22
2014	13	5	22	35
2015	14	10	3	17

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche.

Con riferimento a 12 delle 17 indagini concluse nel 2015 (relative, rispettivamente, a otto ipotesi di abuso di informazioni privilegiate, due ipotesi di manipolazione del mercato di tipo informativo, un caso di manipolazione di tipo operativo e un caso di tipo misto) sono state trasmesse relazioni all'Autorità Giudiziaria. Una di queste relazioni, inoltre, ha riguardato un caso di manipolazione informativa con riferimento al quale è stata formulata un'ipotesi di illecito penale, ma non sono stati contestati illeciti amministrativi per ragioni procedurali.

Due dei dieci casi di abuso di informazioni privilegiate per i quali sono stati contestati illeciti amministrativi non sono stati segnalati all'Autorità Giudiziaria. Un caso infatti, si riferiva a fattispecie per cui non sono previste sanzioni penali, ossia esclusivamente a un cosiddetto *insider* secondario, cioè a una persona fisica entrata in possesso di un'informazione privilegiata per ragioni non riconducibili alla sua professione o funzione (art. 187-bis, comma 4, del Tuf); nell'altro caso, invece, le indagini non avevano fatto emergere elementi in ordine alla presenza dell'elemento soggettivo del dolo da parte dell'autore della condotta.

In tre dei dieci casi in cui sono stati configurati illeciti di abuso di informazioni privilegiate, le informazioni si riferivano alla promozione di un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria a seguito del trasferimento della proprietà di una partecipazione di controllo in una società quotata, a dati previsionali di bilancio e a operazioni sul capitale sociale (Tav. 16). In tre degli altri sette casi, le informazioni concernevano operazioni di *accelerated bookbuilding* o *reverse accelerated bookbuilding*; in due episodi le informazioni riguardavano le dimissioni di un amministratore delegato; negli ultimi due casi le informazioni si riferivano alla risoluzione di un contratto rilevante per le prospettive reddituali di una società e a ordini di compravendita di strumenti finanziari che sarebbero stati eseguiti su mercati telematici per quantità tali da influire in modo sensibile sui relativi prezzi.

**Tav. 16 Tipologia delle informazioni privilegiate nei casi relativi a ipotesi di *insider trading***

	mutamento del controllo – Opa	risultati economici – situazione patrimoniale e finanziaria	operazioni sul capitale – fusioni – scissioni	altre	di cui per ipotesi di front running	totale
2010	2	--	1	--	--	3
2011	5	--	--	2	--	7
2012	4	--	--	--	--	4
2013	1	1	--	2	--	4
2014	1	1	1	2	1	5
2015	1	1	1	7	1	10

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche.

I due casi di manipolazione del mercato di tipo informativo hanno riguardato la diffusione di informazioni false o fuorvianti in merito a un aumento di

capitale e la contabilizzazione e rappresentazione in bilancio di talune operazioni su strumenti finanziari. Il solo caso di manipolazione del mercato di tipo operativo si riferiva a operazioni su future sul Ftse Mib effettuate online durante la fase di asta di apertura, mentre il caso di tipo misto ha riguardato operazioni di vendita di azioni effettuate da soci rilevanti e le comunicazioni al pubblico circa le relative partecipazioni al capitale.

Nel 2015 complessivamente la Consob ha avviato procedimenti amministrativi per abusi di mercato nei confronti di 22 persone fisiche e di sette enti per la responsabilità solidale ai sensi dell'art. 6, comma 3, della legge 689/1981; nei confronti di quattro di tali enti sono stati contestati illeciti amministrativi anche in relazione alla responsabilità in proprio prevista dall'art. 187-*quinquies* del Tuf (Tav. 17).

**Tav. 17 Soggetti coinvolti in ipotesi di abusi di mercato**

	intermediari autorizzati <sup>1</sup>	insider istituzionali <sup>2</sup>	altri soggetti <sup>3</sup>	operatori esteri	<i>totale</i>
<b>abuso di informazioni privilegiate</b>					
2010	--	4	1	2	<i>7</i>
2011	1 <sup>4</sup>	4	5	--	<i>10</i>
2012	--	2	4	--	<i>6</i>
2013	3	1	10	3	<i>17</i>
2014	--	5	4	1	<i>10</i>
2015	2	9	7	2	<i>20</i>
<b>manipolazione di mercato</b>					
2010	1	2	8	--	<i>11</i>
2011	--	7	7	--	<i>14</i>
2012	1	8	6	--	<i>25</i>
2013	2	12	12	--	<i>26</i>
2014	1	18	9	1	<i>29</i>
2015	0	7	2	-	<i>9</i>

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. <sup>1</sup> Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio. <sup>2</sup> Soci, amministratori, dirigenti di società quotate e ealtri *insider* primari. <sup>3</sup> *Insider* secondari (art. 187-*bis*, comma 4, del Tuf). <sup>4</sup> Si tratta della succursale londinese di un intermediario italiano.

Nel 2015, le richieste di dati e notizie in materia di abusi di mercato hanno riguardato più di 400 soggetti. Le richieste hanno avuto come destinatari intermediari autorizzati per oltre la metà, soggetti privati in un quarto dei casi, autorità estere nel cinque per cento dei casi; il restante dieci per cento circa è stato effettuato per conto di autorità estere (Tav. 18).

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

**Tav. 18 Richieste di dati e notizie in materia di ipotesi di abusi di mercato**  
(numero soggetti destinatari delle richieste)

	intermediari autorizzati <sup>1</sup>	società quotate e loro controllanti o controllate	soggetti privati		pubbliche amministrazioni <sup>2</sup>	autorità estere	<i>totale</i>	<i>di cui per conto di autorità estere</i>
			<i>di cui auditi</i>					
2010	37	35	48	41	5	17	<b>142</b>	13
2011	161	7	109	57	2	61	<b>340</b>	29
2012	207	9	71	30	27	50	<b>364</b>	40
2013	154	14	78	39	81	22	<b>349</b>	11
2014	173	6	37	20	63	24	<b>303</b>	45
2015	215	19	100	42	47	21	<b>402</b>	42

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

### 8.3 La rappresentanza in giudizio

Nel corso del 2015, la Consob si è costituita parte civile in quattro nuovi procedimenti penali in materia di abusi di mercato, tutti per manipolazione del mercato (in tre di questi si procede anche per il reato di ostacolo all'attività di vigilanza); sono stati definiti in primo grado cinque procedimenti in materia di *market abuse* nei quali la Consob si era precedentemente costituita parte civile: in tre casi vi è stato il riconoscimento della responsabilità degli imputati e la condanna al risarcimento dei danni in favore della Consob, in un caso il procedimento è stato definito con sentenza di patteggiamento, in un altro con sentenza di assoluzione (Tav. 19).

In senso favorevole alla Consob si segnala, in particolare, la sentenza del Tribunale di Roma, VI Sezione Penale, n. 1378 del 29 gennaio 2015, depositata il 23 febbraio 2015, concernente un rilevante caso di manipolazione informativa su azioni S.S. Lazio, che ha confermato il consolidato orientamento giurisprudenziale secondo cui il danno all'integrità del mercato cagionato dai reati di abusi di mercato compete pacificamente alla Consob in virtù dell'art. 187-*undecies*, comma 2, del Tuf, introdotto dalla legge 62/2005: «*Essa è invero legittimata a pretenderne il relativo risarcimento ex art. 187 undecies D.lvo 58/98 (nella formulazione di cui alla legge n. 62 del 18.4.2005 entrata in vigore il 12 maggio 2005 certamente applicabile al caso di specie in quanto entrato in vigore in epoca precedente ai fatti oggetto del presente procedimento. In tal senso v. sent. Trib. Milano sez. II n. 14647/11 del 20.12.2011 confermata dalla Corte di Appello di Milano il 16.1.2013; e sentenza Trib. Roma VI sezione penale n. 21357 del 12.12.2013).* La norma in questione prevede che "La Consob può costituirsi parte civile e richiedere a titolo di riparazione dei danni cagionati dal reato all'integrità del mercato, una somma determinata dal giudice, anche in via equitativa, tenendo comunque conto dell'offensività del fatto, delle qualità personali del colpevole e dell'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato". Da tale norma discende dunque direttamente un diritto ad una "riparazione" in



capo al soggetto Consob, per il danno da lesione all'integrità del mercato da liquidarsi in via equitativa secondo i parametri indicati dalla norma medesima».

Inoltre, un giudizio è stato definito in grado d'appello con sentenza della Corte d'Appello di Milano del 2 febbraio del 2015, depositata il 17 febbraio 2015, la quale ha confermato integralmente le statuizioni della sentenza di primo grado, ivi compresa la condanna al risarcimento del danno da lesione all'integrità del mercato in favore della Consob.

**Tav. 19 Costituzioni di parte civile dell'Istituto in procedimenti penali in materia di abusi di mercato**

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

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Insider trading: art. 184 del Tuf; manipolazione del mercato: art. 185 del Tuf. <sup>2</sup> La competente Corte d'Appello ha confermato la sentenza di condanna, concedendo all'imputato il beneficio della non menzione della condanna. Il giudizio di Cassazione è stato sospeso ed è stata disposta la trasmissione degli atti alla Corte Costituzionale. <sup>3</sup> Tra i sei, successivamente alla costituzione di parte civile, due procedimenti sono stati riuniti per connessione oggettiva e soggettiva. <sup>4</sup> La Corte d'Appello di Milano ha confermato la sentenza di condanna di primo grado in tutte le sue statuizioni, civili e penali. <sup>5</sup> In due casi di manipolazione del mercato, il Giudice per l'udienza preliminare (rispettivamente, presso il Tribunale di Siena e di Torino) ha dichiarato la propria incompetenza per territorio e ha disposto la trasmissione degli atti alla Procura della Repubblica presso il Tribunale di Milano, ritenuto competente.

## II La vigilanza su emittenti e società di revisione

### 1 Gli assetti proprietari delle società quotate

A fine 2015 nel mercato italiano si conferma la prevalenza di società quotate operanti nel settore industriale, pari al 55 per cento del totale e al 36,5 per cento della capitalizzazione di mercato. Al settore finanziario, che pesa solo per il 23 per cento in termini numerici, è riferibile il 38,5 per cento della capitalizzazione. Segue il settore dei servizi, il più piccolo in termini sia numerici (con 52 società corrispondenti al 22 per cento del totale) sia di capitalizzazione (25 per cento).

Le società quotate industriali si caratterizzano per una capitalizzazione media di circa 1,5 miliardi di euro, a fronte dei 3,7 miliardi di euro circa delle società finanziarie e dei 2,5 miliardi delle imprese di servizi (Tav. 20).

**Tav. 20 Capitalizzazione di mercato delle società quotate italiane per settore di attività**  
(situazione al 31 dicembre 2015)

	società		capitalizzazione <sup>1</sup>			
	numero	peso	media	mediana	totale	peso
finanziario	54	23,0	3.718	585	200.813	38,5
industriale	129	54,9	1.477	180	190.542	36,5
servizi	52	22,1	2.509	203	130.504	25,0
<i>totale</i>	<i>235</i>	<i>100,0</i>	<i>2.220</i>	<i>236</i>	<i>521.859</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Consob. Dati relativi alle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA; classificazione settoriale Borsa Italiana. <sup>1</sup> Capitalizzazione del capitale ordinario delle società quotate italiane in milioni di euro.

I dati sulla concentrazione proprietaria degli ultimi sei anni evidenziano una sostanziale stabilità della quota media detenuta dal principale azionista, pari a fine 2015 al 47,1 per cento (46,2 per cento nel 2010). Risulta invece ridotta di circa tre punti percentuali la quota di capitale attribuibile agli altri azionisti rilevanti, attestatasi al 14,9 per cento nel 2015. Nello stesso periodo la quota media del mercato è aumentata, passando dal 36,1 per cento all'attuale 38 per cento (Tav. 21).

Tali tendenze trovano solo parziale conferma rispetto al dato di lungo periodo. In particolare, rispetto al 1998 la quota media detenuta dal primo azionista si è ridotta di quasi due punti percentuali (dal 48,7 al 47,1 per cento) a favore di un analogo aumento della quota di mercato (dal 36,5 al 38 per cento). Nello stesso periodo la quota riferibile agli altri azionisti rilevanti è invece rimasta sostanzialmente stabile.

**Tav. 21 Concentrazione proprietaria delle società quotate italiane**  
(situazione al 31 dicembre; dati in percentuale)

	primo azionista <sup>1</sup>	altri azionisti rilevanti <sup>2</sup>	mercato <sup>3</sup>
1998	48,7	14,7	36,5
2010	46,2	17,7	36,1
2011	46,1	17,6	36,3
2012	46,8	16,9	36,4
2013	46,8	16,5	36,7
2014	46,0	16,5	37,5
2015	47,1	14,9	38,0

Fonte: Consob. Dati relativi alle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA. Le cooperative sono escluse. <sup>1</sup> Media semplice della quota di capitale ordinario con diritto di voto detenuta dal primo azionista di tutte le società quotate italiane. <sup>2</sup> Media semplice della quota del capitale ordinario con diritto di voto detenuta da tutti gli altri azionisti rilevanti. <sup>3</sup> Media semplice della quota del capitale ordinario non detenuta da azionisti rilevanti.

## 2 Le assemblee e gli organi societari

Le assemblee delle società italiane incluse negli indici Ftse Mib e Mid Cap mostrano un aumento della partecipazione degli azionisti, che nel 2015 ha raggiunto in media il 70,2 per cento del capitale. In particolare, è cresciuta la presenza degli investitori istituzionali esteri, passata dal 13 per cento nel 2012 all'attuale 21 per cento, mentre quella degli investitori istituzionali italiani è rimasta sostanzialmente stabile, attestandosi nel 2015 all'1,1 per cento del capitale in assemblea (Tav. 22).

Con riguardo alla composizione degli organi societari, a fine 2014 e in linea con le evidenze degli anni precedenti, i consigli di amministrazione delle società italiane quotate sono costituiti in media da circa 10 membri. Risulta in calo, invece, il numero medio dei consiglieri di gestione (6,5 a fronte di 7,7 nel 2009; il numero medio dei consiglieri di sorveglianza si attesta invece a 17,3, a fronte di 12,4 nel 2009 (Tav. 23).

**Tav. 22 Partecipazione alle assemblee delle società quotate italiane incluse negli indici Ftse Mib e Mid Cap**

		numero di partecipanti		quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea			
		totale	investitori istituzionali	totale	investitori istituzionali	investitori istituzionali italiani	investitori istituzionali esteri
2012	media	612	471	69,3	13,3	1,3	12,0
	min	4	--	44,5	0,0	0,0	0,0
	max	4.825	3.705	91,7	47,7	9,6	47,2
	mediana	213	195	70,9	12,0	0,1	10,3
2013	media	601	496	69,5	15,3	0,9	14,4
	min	7	4	44,4	0,0	0,0	0,0
	max	3.886	3.850	90,5	48,6	9,5	47,6
	mediana	276	245	70,8	15,5	0,0	13,5
2014	media	583	506	67,7	19,1	1,0	18,0
	min	14	--	27,7	0,0	0,0	0,0
	max	4.282	3.304	91,3	57,2	11,1	54,8
	mediana	298	270	69,8	18,0	0,1	15,9
2015	media	660	551	70,2	20,8	1,1	19,7
	min	21	2	26,3	--	--	--
	max	5.501	3.078	91,0	49,5	9,5	49,5
	mediana	312	295	73,0	19,7	0,4	18,6

Fonte: elaborazioni sui verbali delle assemblee di approvazione dei bilanci delle società italiane tenutesi nel 2012, 2013, 2014 e 2015. Dati relativi alle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA incluse negli indici Ftse Mib e Mid Cap; le cooperative sono escluse. Sono riportati i dati delle imprese i cui verbali erano disponibili alla data di rilevazione (67 società nel 2015 e nel 2014; 64 nel 2013; 73 società nel 2012).

**Tav. 23 Composizione degli organi di amministrazione delle società quotate italiane**

(situazione al 31 dicembre; numero medio di componenti)

	consiglio di amministrazione	consiglio di gestione	consiglio di sorveglianza
2009	9,9	7,7	12,4
2010	10,0	7,4	13,0
2011	10,2	6,5	14,3
2012	10,0	6,3	14,2
2013	9,9	6,6	17,4
2014	9,8	6,5	17,3

Fonte: elaborazioni sui dati delle relazioni sul governo societario (pubblicate nell'anno successivo a quello di riferimento) e sulle partecipazioni proprietarie delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA. Per l'anno 2014 dati relativi alle società le cui relazioni 2015 erano disponibili alla data di rilevazione (225 su 238).

I dati sulla composizione di genere dei consigli di amministrazione alla fine del 2015 mostrano che quasi il 28 per cento degli incarichi è ricoperto da una donna, in linea con il trend delineatosi negli ultimi quattro anni per effetto dell'applicazione della normativa sulle quote di genere. Inoltre, la quasi totalità degli organi amministrativi vede attualmente rappresentati entrambi i generi (Tav. 24).

**Tav. 24 Presenza femminile negli organi di amministrazione delle società quotate italiane**  
(situazione al 31 dicembre)

	donne componenti gli organi di amministrazione		società in cui è presente almeno una donna nell'organo di amministrazione	
	numero	peso <sup>1</sup>	numero	peso <sup>2</sup>
2009	173	6,3	129	46,4
2010	182	6,8	133	49,6
2011	193	7,4	135	51,7
2012	288	11,6	169	66,8
2013	421	17,8	202	83,5
2014	521	22,7	217	91,9
2015	622	27,6	230	98,3

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

A fine 2015, nelle società a medio-alta capitalizzazione, le donne rivestono in media oltre il 27 per cento delle cariche (28,1 per cento nelle società appartenenti all'indice Ftse Mib e 27,2 per cento in quelle appartenenti all'indice Mid Cap). Nelle restanti società, le donne sono rappresentate nell'organo amministrativo nella quasi totalità dei casi, con una presenza che sfiora il 29 per cento del *board* tra le società che non appartengono all'indice Star (Tav. 25).

**Tav. 25 Presenza femminile negli organi di amministrazione delle società quotate italiane per indice di appartenenza**  
(situazione al 31 dicembre 2015)

indice	numero società <sup>3</sup>	peso sulla capitalizzazione <sup>1</sup>	percentuale delle società in cui è presente almeno una donna	percentuale media delle donne nei Cda <sup>3</sup>
Ftse Mib	32	74,5	100,0	28,1
Mid Cap <sup>2</sup>	35	12,0	100,0	27,2
Star <sup>2</sup>	66	5,6	98,5	26,9
altro	97	8,0	97,0	28,9
<i>totale</i>	<i>230</i>	<i>100,0</i>	<i>98,3</i>	<i>28,8</i>

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

Interessanti evidenze emergono dall'analisi di ulteriori aspetti della *board diversity*, quali età, nazionalità, istruzione e profilo professionale degli amministratori. Gli amministratori sono prevalentemente italiani (solo il 6 per cento è straniero) e hanno in media 57 anni. Circa l'85 per cento è laureato, mentre il 18 per cento è anche in possesso di un titolo di studio *post-laurea* (dottorato e/o master). Con riferimento al profilo professionale, la maggioranza degli amministratori ha un profilo manageriale (Tav. 26).

**Tav. 26 Caratteristiche degli amministratori nelle società quotate italiane**  
(situazione al 31 dicembre 2014)

	numero amministratori	peso % donne	età media	peso % laureati	peso % <i>post</i> laurea <sup>1</sup>	peso % stranieri	peso % manager
finanziario	588	23,6	57,5	86,6	19,1	4,4	69,7
industriale	1.133	21,2	57,1	83,4	15,7	6,1	76,1
servizi	512	25,0	56,3	85,7	21,9	7,4	68,9
<i>totale</i>	<i>2.233</i>	<i>22,7</i>	<i>57,0</i>	<i>84,8</i>	<i>18,0</i>	<i>6,0</i>	<i>72,8</i>

Fonte: Consob ed elaborazioni sulle relazioni sul governo societario e sugli assetti proprietari delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA pubblicate nel 2015 per l'esercizio 2014; classificazione settoriale Borsa Italiana. I dati si riferiscono a 227 società e agli amministratori per i quali erano disponibili le informazioni. <sup>1</sup> Numero di amministratori laureati che hanno frequentato un corso *post-laurea* e/o sono in possesso di un dottorato di ricerca in percentuale del numero totale di amministratori laureati di ogni settore.

Quasi la metà degli amministratori delle società quotate italiane è laureata in economia; seguono i laureati in legge (16 per cento) e in ingegneria (13 per cento del totale). Il profilo professionale prevalente è quello manageriale, che caratterizza il 73 per cento degli amministratori, seguito da quello del professionista/consulente (19 per cento dei casi) e dell'accademico (8 per cento dei casi; Tav. 27).

**Tav. 27 Laurea e profilo professionale degli amministratori nelle società quotate italiane**  
(situazione al 31 dicembre 2014)

		numero amministratori	<i>peso</i> <sup>1</sup>
tipologia laurea	economia	977	46,3
	legge	334	15,8
	ingegneria	274	13,0
	scienze politiche	69	3,3
	altro <sup>2</sup>	204	9,7
	più di una laurea	35	1,7
	non laureato	219	10,4
	<i>totale</i>	<i>2.112</i>	<i>100,0</i>
profilo	manager	1.625	72,9
	professionista/consulente	414	18,6
	accademico	179	8,0
	altro	12	0,5
	<i>totale</i>	<i>2.230</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Consob. I dati si riferiscono a 227 società e agli amministratori per i quali erano disponibili le informazioni. <sup>1</sup> Numero di amministratori di ogni categoria in percentuale del numero totale dei membri del *board* per cui era disponibile l'informazione. <sup>2</sup> In 21 casi l'informazione sulla tipologia di laurea non era disponibile.

Classificando le società in base all'identità dell'*ultimate controlling agent* si nota come le società controllate da istituzioni finanziarie presentino *boards* più istruiti, più giovani e con una maggiore presenza di membri stranieri. Al contrario, nelle imprese non controllate o di tipo familiare, gli amministratori sono più raramente laureati, più anziani e le donne sono meno rappresentate (Tav. 28).

**Tav. 28 Caratteristiche degli amministratori e partecipazione alle riunioni del *board* delle società quotate italiane per tipologia di *'ultimate controlling agent'***  
(situazione al 31 dicembre 2014)

	peso % donne	età media	peso % laureati	peso % post laurea <sup>1</sup>	peso % stranieri	presenza media <sup>2</sup>
Famiglia	21,8	57,4	82,6	14,7	5,1	89,1
Stato ed enti locali	26,1	55,1	85,5	22,7	2,4	95,7
istituzioni finanziarie	24,5	52,6	95,7	37,8	13,8	88,9
misto <sup>3</sup>	26,5	57,2	92,1	25,9	12,2	91,6
no UCA <sup>4</sup>	22,2	57,4	85,5	17,5	5,5	90,9
<i>totale</i>	<i>22,7</i>	<i>57,0</i>	<i>84,8</i>	<i>18,0</i>	<i>6,0</i>	<i>90,1</i>

Fonte: Consob ed elaborazioni sulle relazioni sul governo societario e sugli assetti proprietari delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA pubblicate nel 2015 per l'esercizio 2014. I dati si riferiscono a 227 società e agli amministratori per i quali erano disponibili le informazioni. <sup>1</sup> Numero di amministratori laureati che hanno frequentato un corso *post-laurea* e/o sono in possesso di un dottorato di ricerca in percentuale del numero totale di amministratori laureati di ogni categoria. <sup>2</sup> Percentuale media di riunioni a cui hanno partecipato amministratori per ogni categoria (gli amministratori nominati nel corso dell'anno che sono stati in carica per meno di 200 giorni sono esclusi). <sup>3</sup> Società non incluse in una delle categorie precedenti (cioè le società controllate da entrambe le istituzioni finanziarie e le famiglie). <sup>4</sup> Società non controllate e società quotate controllate da una società non controllata.

Le caratteristiche degli amministratori variano anche a seconda della presenza o meno di una relazione di parentela con l'azionista di controllo (cosiddetti amministratori *family* e *non-family*). A fine 2014 gli amministratori *family*, pari al 16 per cento del totale, sono meno istruiti e più frequentemente manager (Tav. 29).

Gli amministratori *family* sono laureati nel 69 per cento dei casi mentre i *non-family* lo sono quasi nell'88 per cento dei casi. La percentuale di consiglieri in possesso di un titolo di studio *post-laurea* è pari al 14 per cento degli amministratori *family* laureati, mentre sale al 18,6 per cento per i *non-family*. Con riferimento al profilo professionale, i *family* sono nella quasi totalità manager (94,7 per cento) a fronte del 68,7 per cento dei *non-family*.

**Tav. 29 Caratteristiche degli amministratori e partecipazione alle riunioni del *board* delle società quotate italiane per genere e relazione con l'azionista di controllo**  
(situazione al 31 dicembre 2014)

	numero	presenza media <sup>1</sup>	formazione		profilo professionale				
			% laureati	% <i>post-laurea</i> <sup>2</sup>	% manager	% professionista/ consulente	% accademico	% altro	
amministratori	<i>family</i> <sup>3</sup>	361	90,3	69,0	14,1	94,7	5,0	0,0	0,3
	<i>non-family</i>	1.872	90,1	87,8	18,6	68,7	21,2	9,6	0,6
donne	<i>family</i> <sup>3</sup>	75	88,0	60,0	20,0	88,0	12,0	0,0	0,0
	<i>non-family</i>	432	90,6	91,9	26,7	54,4	31,9	13,0	0,7
uomini	<i>family</i> <sup>3</sup>	286	90,9	71,3	12,7	96,5	3,2	0,0	0,4
	<i>non-family</i>	1.440	89,9	86,6	16,0	72,9	17,9	8,6	0,6

Fonte: Consob ed elaborazioni sulle relazioni sul governo societario e sugli assetti proprietari delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA pubblicate nel 2015 per l'esercizio 2014. I dati si riferiscono a 227 società e agli amministratori per i quali erano disponibili le informazioni. <sup>1</sup> Percentuale media di riunioni a cui hanno partecipato amministratori per ogni categoria (amministratori nominati nel corso dell'anno che sono stati in carica per meno di 200 giorni sono esclusi). <sup>2</sup> Numero di amministratori laureati che hanno frequentato un corso *post-laurea* e/o sono in possesso di un dottorato di ricerca in percentuale del numero totale di amministratori laureati di ogni categoria. <sup>3</sup> L'amministratore è un membro della famiglia del socio di controllo o è l'azionista di controllo.

A fine 2015 la maggior parte delle società quotate è interessata dal fenomeno dell'*interlocking*, inteso come titolarità da parte degli amministratori di altri incarichi in società quotate. La presenza di amministratori cosiddetti *interlocker* è meno pronunciata tra le società che operano nel settore finanziario, mentre arriva a riguardare oltre il 75 per cento dell'organo amministrativo in due società non finanziarie e a ridotta capitalizzazione (Tav. 30).

**Tav. 30 Società quotate italiane interessate da *interlocking***

(situazione al 31 dicembre 2015)

quota dei componenti del consiglio di amministrazione con più di una carica	società finanziarie		società non finanziarie		totale	
	numero	peso <sup>1</sup>	numero	peso <sup>1</sup>	numero	peso <sup>1</sup>
0%	12	4,8	59	6,2	71	5,7
< 25%	21	61,8	59	31,1	80	42,9
dal 25 al 50% <sup>2</sup>	16	30,1	50	58,6	66	47,6
dal 50 al 75% <sup>2</sup>	5	3,4	10	4,0	15	3,7
≥ 75%	--	--	2	0,1	2	..
<i>totale</i>	<i>54</i>	<i>100,0</i>	<i>180</i>	<i>100,0</i>	<i>234</i>	<i>100,0</i>

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

Le evidenze tratte dalle Relazioni sul governo societario e sugli assetti proprietari, pubblicate nel 2015 per l'esercizio 2014, mostrano che in media circa cinque amministratori sono in possesso dei requisiti di indipendenza previsti dal Codice di autodisciplina e/o dal Tuf (Tav. 31)

La percentuale di amministratori indipendenti è maggiore nel settore dei servizi (50,6 per cento) e minore in quello industriale (42,8 per cento). I dati evidenziano inoltre come gli amministratori indipendenti da Codice siano meno rappresentati rispetto agli indipendenti da Tuf (41,6 *versus* 45,2 per cento).

**Tav. 31 Presenza di amministratori indipendenti negli organi di amministrazione delle società quotate italiane**

(situazione al 31 dicembre 2014)

	amministratori indipendenti (da Tuf)		amministratori indipendenti (da Codice di autodisciplina)		amministratori indipendenti (da Codice di autodisciplina e/o da Tuf) <sup>1</sup>	
	media	peso <sup>2</sup>	media	peso <sup>2</sup>	media	peso <sup>2</sup>
finanziario	5,9	49,0	5,0	42,4	6,0	49,2
industriale	4,0	42,5	3,6	39,1	4,0	42,8
servizi	4,7	47,7	4,7	46,7	5,0	50,6
<i>totale</i>	<i>4,6</i>	<i>45,2</i>	<i>4,2</i>	<i>41,6</i>	<i>4,7</i>	<i>46,1</i>

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario e sugli assetti proprietari delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA pubblicate nel 2015 per l'esercizio 2014; classificazione settoriale Borsa Italiana. Dati relativi alle società le cui relazioni sul governo societario erano disponibili alla data di rilevazione (225 su 238). <sup>1</sup> Gli amministratori indipendenti secondo entrambe le definizioni sono considerati una sola volta. <sup>2</sup> Percentuale di amministratori indipendenti presenti negli organi di amministrazione.



Gli amministratori eletti dai soci di minoranza sono presenti in 92 società, dove in media sono quasi due. Se si considerano tutte le società quotate, gli amministratori di minoranza rappresentano il 7,7 per cento del totale (Tav. 32).

**Tav. 32 Presenza di amministratori di minoranza negli organi di amministrazione delle società quotate italiane**  
(situazione al 31 dicembre 2014)

	società con almeno un amministratore di minoranza	amministratori di minoranza		amministratori di minoranza e/o indipendenti <sup>1</sup>	
		media <sup>2</sup>	peso <sup>3</sup>	media	peso <sup>4</sup>
finanziario	20	0,7 (1,6)	5,9	6,3	51,6
industriale	44	0,7 (1,8)	7,2	4,1	44,4
servizi	28	1,0 (1,8)	10,7	5,3	52,5
<i>totale</i>	<i>92</i>	<i>0,8 (1,8)</i>	<i>7,7</i>	<i>4,8</i>	<i>47,8</i>

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario e sugli assetti proprietari delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA pubblicate nel 2015 per l'esercizio 2014; classificazione settoriale Borsa Italiana. Dati relativi alle società le cui relazioni sul governo societario erano disponibili alla data di rilevazione (225 su 238). Non sono incluse le società dualistiche, nei cui consigli di sorveglianza sono presenti consiglieri espressione delle minoranze in 3 casi (numero medio di consiglieri di minoranza pari a 4,5). <sup>1</sup> Gli amministratori che risultano sia di minoranza che indipendenti sono considerati una sola volta. <sup>2</sup> Numero medio di amministratori di minoranza. Il primo valore è calcolato considerando tutte le società quotate; i valori tra parentesi si riferiscono alle imprese con almeno un amministratore di minoranza. <sup>3</sup> Percentuale di amministratori di minoranza presenti negli organi di amministrazione di tutte le società quotate. <sup>4</sup> Percentuale di amministratori di minoranza e/o indipendenti presenti negli organi di amministrazione.

Le evidenze sull'istituzione dei comitati all'interno del *board*, relative all'esercizio 2014, confermano l'ampia diffusione del comitato per le remunerazioni e del comitato controllo e rischi, presenti quasi nella totalità delle società quotate (rispettivamente, in 200 e in 206 società). Il comitato per le nomine è invece stato istituito da 114 società, corrispondenti all'82 per cento del totale (Tav. 33; Tav. 34; Tav. 35).

**Tav. 33 Comitato per le remunerazioni nelle società quotate italiane per settore di attività**  
(situazione al 31 dicembre 2014)

	adottato		dimensione e composizione			n. medio di riunioni
	n. di società <sup>1</sup>	peso sulla capitalizzazione <sup>2</sup>	n. medio di membri	n. medio di donne	n. medio di amministratori indipendenti <sup>3</sup>	
finanziario	46	99,9	3,3	0,9	2,8	4,9
industriale	107	97,8	3,0	0,6	2,5	3,1
Servizi	47	99,6	3,1	0,9	2,6	4,1
<i>totale</i>	<i>200</i>	<i>99,0</i>	<i>3,1</i>	<i>0,8</i>	<i>2,6</i>	<i>3,7</i>

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario e sugli assetti proprietari delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA pubblicate nel 2015 per l'esercizio 2014; classificazione settoriale Borsa Italiana. Dati relativi alle società le cui relazioni sul governo societario erano disponibili alla data di rilevazione (225 su 238). <sup>1</sup> Numero di società che hanno istituito il comitato. In 81 società il comitato per le remunerazioni coincide con il comitato per le nomine. <sup>2</sup> Rapporto percentuale tra la capitalizzazione del capitale ordinario delle società che hanno istituito il comitato in ogni settore e il valore di mercato del capitale ordinario di tutte le società dello stesso settore. <sup>3</sup> Numero medio di amministratori indipendenti secondo i criteri del Codice di autodisciplina o, in mancanza, del Tuf.

**Tav. 34 Comitato controllo e rischi nelle società quotate italiane per settore di attività**  
(situazione al 31 dicembre 2014)

	adottato		dimensione e composizione			n. medio di riunioni
	n. di società <sup>1</sup>	peso sulla capitalizzazione <sup>2</sup>	n. medio di membri	n. medio di donne	n. medio di amministratori indipendenti <sup>3</sup>	
finanziario	49	99,9	3,4	1,2	3,0	10,2
industriale	107	98,5	3,0	0,7	2,6	6,0
servizi	50	99,9	3,2	0,9	2,7	6,4
<i>totale</i>	<i>206</i>	<i>99,4</i>	<i>3,2</i>	<i>0,9</i>	<i>2,7</i>	<i>7,1</i>

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario e sugli assetti proprietari delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA pubblicate nel 2015 per l'esercizio 2014; classificazione settoriale Borsa Italiana. Dati relativi alle società le cui relazioni sul governo societario erano disponibili alla data di rilevazione (225 su 238). <sup>1</sup> Numero di società che hanno istituito il comitato. <sup>2</sup> Rapporto in percentuale tra la capitalizzazione del capitale ordinario delle società che hanno istituito il comitato in ogni settore e il valore di mercato del capitale ordinario di tutte le società dello stesso settore. <sup>3</sup> Numero medio di amministratori indipendenti secondo i criteri del Codice di autodisciplina o, in mancanza, del Tuf.

**Tav. 35 Comitato per le nomine nelle società quotate italiane per settore di attività**  
(situazione al 31 dicembre 2014)

	adottato		dimensione e composizione			n. medio di riunioni
	n. di società <sup>1</sup>	peso sulla capitalizzazione <sup>2</sup>	n. medio di membri	n. medio di donne	n. medio di amministratori indipendenti <sup>3</sup>	
finanziario	35	96,1	3,7	0,9	2,9	4,8
industriale	54	63,8	3,1	0,6	2,6	3,0
servizi	25	89,0	3,1	0,8	2,7	4,6
<i>totale</i>	<i>114</i>	<i>82,1</i>	<i>3,3</i>	<i>0,7</i>	<i>2,7</i>	<i>3,9</i>

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario e sugli assetti proprietari delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA pubblicate nel 2015 per l'esercizio 2014; classificazione settoriale Borsa Italiana. Dati relativi alle società le cui relazioni sul governo societario erano disponibili alla data di rilevazione (225 su 238). <sup>1</sup> Numero di società che hanno istituito il comitato. In 81 società il comitato per le remunerazioni coincide con il comitato per le nomine. <sup>2</sup> Rapporto in percentuale tra la capitalizzazione del capitale ordinario delle società che hanno istituito il comitato in ogni settore e il valore di mercato del capitale ordinario di tutte le società dello stesso settore. <sup>3</sup> Numero medio di amministratori indipendenti secondo i criteri del Codice di autodisciplina o, in mancanza, del Tuf.

I comitati sono composti in media da tre amministratori; il numero medio di amministratori indipendenti oscilla tra 2,6 e 2,7 e quello delle donne tra 0,7 e 0,9. Il comitato controllo e rischi si riunisce più frequentemente degli altri: nel corso del 2014 tale comitato si è riunito in media circa sette volte (poco più di dieci nelle imprese del settore finanziario), mentre i comitati per le remunerazioni e per le nomine si sono riuniti mediamente 3,7 e 3,9 volte.

Nel 2014 184 società, pari all'82 per cento del totale, hanno effettuato l'autovalutazione dell'organo amministrativo e dei suoi comitati. Le società che dichiarano di aver predisposto piani di successione sono 23; in cinque casi tuttavia tali piani non riguardano gli amministratori esecutivi ma solo i dirigenti (Tav. 36).

**Tav. 36 Autovalutazione dell'organo di amministrazione e piani di successione nelle società quotate italiane per settore**  
(situazione al 31 dicembre 2014)

	autovalutazione		piani di successione	
	numero società <sup>1</sup>	peso sul totale <sup>2</sup>	numero società <sup>3</sup>	peso sul totale <sup>2</sup>
finanziario	43	19,1	6	2,7
industriale	102	45,3	12	5,3
servizi	39	17,3	5	2,2
<i>totale</i>	<i>184</i>	<i>81,8</i>	<i>23</i>	<i>10,2</i>

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario e sugli assetti proprietari delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA pubblicate nel 2015 per l'esercizio 2014; classificazione settoriale Borsa Italiana. Dati relativi alle società le cui relazioni sul governo societario erano disponibili alla data di rilevazione (225 su 238). <sup>1</sup> Numero di società che dichiarano che l'organo di amministrazione ha realizzato il processo di autovalutazione. <sup>2</sup> Peso percentuale sul totale delle società quotate. <sup>3</sup> Numero di società che dichiarano di aver predisposto un piano di successione. Sono inclusi cinque casi in cui il piano non riguarda gli amministratori ma solo i dirigenti. Inoltre tre società dichiarano di avere pianificato l'adozione di un piano di successione.

Con riferimento ai sistemi di amministrazione e controllo, i dati relativi al 2014 confermano la scarsa diffusione di sistemi alternativi al tradizionale. Nel dettaglio, solo due società hanno adottato il sistema monistico e quattro quello dualistico (Tav. 37).

**Tav. 37 Sistemi di amministrazione e controllo adottati dalle società quotate italiane**  
(situazione al 31 dicembre)

	2009		2010		2011		2012		2013		2014	
	numero	peso <sup>1</sup>	numero	peso <sup>1</sup>	numero	peso <sup>1</sup>	numero	peso <sup>1</sup>	numero	peso <sup>1</sup>	numero	peso <sup>1</sup>
monistico	4	0,1	3	0,1	3	0,1	2	0,1	2	0,1	2	0,1
dualistico	7	11,7	7	8,3	7	8,1	6	7,5	5	8,6	4	10,7
tradizionale	267	88,2	260	91,7	250	91,8	243	92,4	237	91,3	232	89,2
<i>totale</i>	<i>278</i>	<i>100,0</i>	<i>270</i>	<i>100,0</i>	<i>260</i>	<i>100,0</i>	<i>251</i>	<i>100,0</i>	<i>244</i>	<i>100,0</i>	<i>238</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Consob. Dati relativi alle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA. <sup>1</sup> Rapporto in percentuale tra la capitalizzazione del capitale ordinario delle società appartenenti a ciascun modello e la capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società italiane con azioni ordinarie quotate in Borsa.

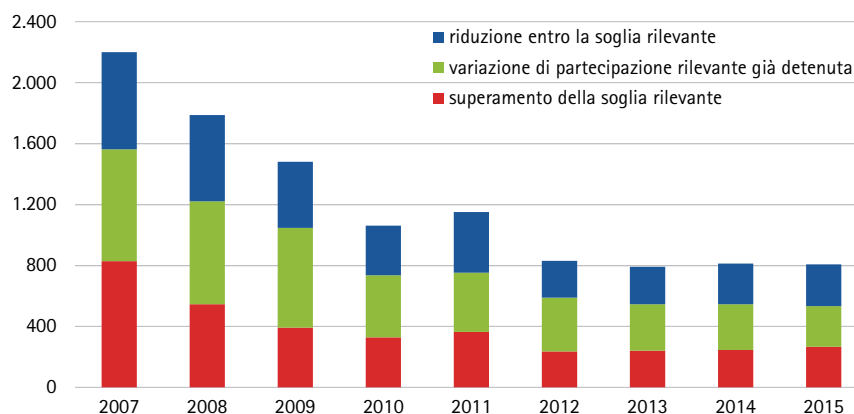
### 3 L'informativa sugli assetti proprietari

Nel 2015 sono state effettuate 808 comunicazioni relative a partecipazioni in società quotate ai sensi dell'art. 120 del Tuf. Il dato è in linea con quanto rilevato nel corso dell'ultimo triennio (Fig. 8).

Nel 33 per cento dei casi le comunicazioni hanno riguardato il superamento della soglia del 2 per cento del capitale o della soglia alternativa del 5 per cento (riferita ai soggetti che possono beneficiare della specifica esenzione, ovvero ad azionisti di società rientranti nella definizione di PMI ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. *w-quater.1*) del Tuf). Il 35 per cento delle comunicazioni è riconducibile alla riduzione delle partecipazioni entro le medesime soglie. Il restante

32 per cento è riferibile alla variazione di partecipazioni rilevanti già detenute, corrispondenti nel 19 per cento circa del totale a una effettiva variazione quantitativa della partecipazione e nel 13 per cento circa a variazioni nel titolo del possesso, nei diritti di voto esercitabili o nella catena partecipativa. Tra queste ultime sono comprese anche le notifiche effettuate su base volontaria dagli azionisti al fine di aggiornare l'entità o la modalità di detenzione della partecipazione.

**Fig. 8 Comunicazioni di partecipazioni rilevanti in società quotate italiane**



Fonte: Consob.

Nel corso del 2015 le comunicazioni da parte degli emittenti quotati riferite a operazioni su azioni proprie sono state 28, pari al 3 per cento del totale, in aumento di due punti percentuali rispetto all'anno precedente. Le dichiarazioni relative a operazioni di vendita hanno prevalso leggermente su quelle aventi ad oggetto operazioni di acquisizione.

In linea con il dato dell'anno precedente, le comunicazioni sono risultate riferibili a soggetti esteri nella maggior parte dei casi (66 per cento a fronte del 61 nel 2014).

Le dichiarazioni degli investitori istituzionali, prevalentemente esteri, sono diminuite rispetto al 2014, avendo rappresentato circa il 24 per cento del totale (27 nel periodo precedente). Esse si riferiscono, in maniera paritetica, ad acquisti, vendite e variazioni della partecipazione.

Tra le altre categorie di soggetti dichiaranti, istituti di credito e società di servizi finanziari, sia italiani sia esteri, hanno effettuato il 33 per cento del totale delle comunicazioni (30 per cento nel 2014), seguiti da società di capitali (30 per cento del totale, in linea con quanto riscontrato l'anno precedente) e persone fisiche (13 per cento).

Nell'ambito della vigilanza svolta nel corso del 2015, particolarmente degne di nota sono le molteplici iniziative relative a vari aspetti e vicende che hanno interessato la compagine azionaria dell'emittente Telecom Italia Spa (Riquadro 3).

## Riquadro 3

### La vigilanza sulla compagine azionaria di Telecom Spa

L'attività di vigilanza relativa all'emittente Telecom Italia Spa nel corso del 2015 ha riguardato molteplici aspetti e vicende.

In relazione alla scissione del veicolo Telco Spa – che deteneva una partecipazione pari a circa il 22 per cento in Telecom Italia Spa, a sua volta partecipato da Assicurazioni Generali Spa, Intesa Sanpaolo Spa, Mediobanca Spa e Telefonica Sa – sono stati svolti approfondimenti sul rilascio delle relative autorizzazioni da parte di autorità di vigilanza estere (brasiliane e argentine) e all'assegnazione *post*-scissione agli azionisti di Telco Spa della proprietà diretta della partecipazione in Telecom Italia (il 14,7 per cento a Telefonica, il 4,3 per cento a Generali e una quota pari all'1,6 per cento a Intesa e Mediobanca), con particolare riferimento alla dismissione delle partecipazioni rilevanti da parte degli azionisti italiani e di Telefonica. Nel dettaglio, si è analizzato l'aspetto del reinvestimento, effettuato *post* dismissione, della partecipazione da parte di Telefonica in *total return swap*, destinato a coprire (per una percentuale tra il 5,395 per cento e il 6,474 per cento del capitale di Telecom) l'assegnazione di azioni a fronte della scadenza nel 2017 del prestito obbligazionario convertibile in azioni ordinarie Telecom Italia emesso da Telefonica nel luglio 2014.

Contestualmente al riassetto descritto, si sono inserite le variazioni delle partecipazioni rilevanti in Telecom di Vivendi, JP Morgan Chase & Co e del sig. Niel.

L'attività di vigilanza si è concentrata dunque, in primo luogo, sull'incremento della partecipazione che ha portato Vivendi dal 6,66 per cento del capitale sociale di Telecom Italia al 14,90 per cento e, a seguito di acquisti sul mercato, al 20,031 per cento. In secondo luogo sono state monitorate le operazioni di acquisto e cessione che hanno condotto JP Morgan Chase & Co da una partecipazione sopra la soglia rilevante alla data del 24 giugno 2015 (circa il 6 per cento) all'uscita dall'azionariato rilevante di Telecom. Sotto il profilo dell'investimento del Sig. Niel, infine, si è effettuata attività di vigilanza inerente alla posizione lunga complessivamente acquisita tramite la stipula di contratti d'opzione e altri strumenti derivati aventi come sottostante i titoli Telecom. Particolari approfondimenti sono stati svolti in ragione della tipologia dell'investimento, disponibilità di diritti di voto relativi alle azioni sottostanti, natura individuale del soggetto e delle comunicazioni da questi dovute alla *Securities and Exchange Commission* statunitense.

Uno specifico intervento di vigilanza ha riguardato la partecipazione degli azionisti rilevanti all'assemblea ordinaria e straordinaria dell'emittente tenutasi in data 15 dicembre 2015 che ha proposto, tra l'altro, la conversione delle azioni di risparmio in ordinarie.

Durante il 2015 sono state effettuate 11 dichiarazioni relative all'acquisizione, cessione o modifica di partecipazioni potenziali e posizioni lunghe complessive relative a quattro diverse società quotate. Tra queste, tre comunicazioni hanno riguardato partecipazioni potenziali, mentre otto sono state effettuate al fine di comunicare una posizione lunga complessiva.

Il dato ha registrato un incremento rispetto al 2014 (quando sono state effettuate solo quattro comunicazioni totali tra partecipazioni potenziali e posizioni lunghe complessive), in parte per effetto della modifica della prima soglia di rilevanza con riferimento all'obbligo di comunicazione della posizione lunga complessiva che, a partire dal 3 dicembre 2015, è stata ridotta al 5 per cento rispetto al precedente 10 per cento.

Come di consueto, nel corso del 2015 la Consob ha provveduto a rendere note al mercato quotidianamente le comunicazioni delle partecipazioni rilevanti, tramite i meccanismi di diffusione e stoccaggio autorizzati. Allo stesso fine si è avvalsa anche del proprio sito internet aggiornando, contestualmente alla pubblicazione delle comunicazioni ricevute, l'azionariato, il capitale sociale, gli organi sociali, le partecipazioni potenziali e le posizioni lunghe complessive delle società quotate.

Nel corso del 2015, inoltre, l'Istituto ha ricevuto 170 comunicazioni relative a patti parasociali rilevanti ai sensi dell'art. 122 del Tuf (149 nel 2014), con riferimento a 69 società quotate. L'incremento rispetto all'anno precedente ha riguardato in prevalenza la variazione di patti parasociali già esistenti (95 comunicazioni rispetto a 78 nel 2014). Anche le comunicazioni relative alla stipula di nuovi patti parasociali hanno registrato un lieve aumento (50 a fronte di 38 nel 2014) mentre, per quanto attiene ai casi di scioglimento o venir meno degli scopi previsti nel patto stesso, le comunicazioni effettuate hanno evidenziato una leggera diminuzione (25 casi rispetto a 33 nel 2014). La presenza di patti parasociali risulta in lieve aumento tra le società di nuova quotazione.

In particolare, nel 2015 sono stati stipulati accordi parasociali oggetto di comunicazione ai sensi dell'art. 122 del Tuf in quattro delle dieci società ammesse a quotazione, mentre l'anno precedente il fenomeno aveva riguardato solo una società sulle quattro ammesse a quotazione.

Anche le informazioni relative ai patti parasociali rilevanti ai sensi di legge sono rese disponibili sul sito internet della Consob. Nella sezione relativa alle società quotate è possibile consultare sia gli estratti dei patti parasociali in vigore sia, tra le informazioni storiche, le loro versioni precedenti.

## 4 Le offerte al pubblico di acquisto e scambio

Nel corso del 2015 la Commissione ha consentito la pubblicazione di nove documenti di offerta (uno in meno rispetto al 2014) relativi a tre offerte pubbliche di acquisto (Opa) volontarie, cinque offerte obbligatorie e una

offerta pubblica di scambio volontaria parziale (Tav. 38). Tutte le offerte svolte hanno avuto ad oggetto strumenti finanziari quotati negoziati nei mercati regolamentati italiani organizzati e gestiti da Borsa Italiana Spa.

In particolare, le offerte hanno avuto ad oggetto azioni quotate sul Mercato Telematico Azionario (in sei casi), azioni quotate sul Mercato Telematico degli *investment vehicles* (due casi) e strumenti finanziari partecipativi e obbligazioni quotati sul Mercato Telematico delle Obbligazioni e dei Titoli di Stato (un caso).

**Tav. 38 Documenti di offerta la cui pubblicazione è stata autorizzata nel 2015 per strumenti finanziari oggetto di offerte pubbliche di acquisto e/o scambio**

	strumenti quotati	strumenti non quotati	totale
volontarie totalitarie <sup>1</sup>	3	-	3
volontarie parziali <sup>2</sup>	1	-	1
successive/obbligatorie	5	-	5
su azioni proprie	-	-	-
<i>totale</i>	<i>9</i>	<i>-</i>	<i>9</i>
<i>obbligo/diritto di acquisto<sup>3</sup></i>	<i>1<sup>4</sup></i>		

Fonte: Consob. <sup>1</sup> In un caso l'offerta ha avuto ad oggetto azioni di risparmio. <sup>2</sup> L'offerta ha avuto ad oggetto strumenti finanziari partecipativi e obbligazioni entrambi quotati sul MOT. <sup>3</sup> Nei casi di obbligo/diritto di acquisto non è stato redatto alcun documento di offerta in quanto l'informativa è stata diffusa al mercato tramite apposito avviso/comunicato stampa. <sup>4</sup> A seguito dell'offerta obbligatoria promossa su Pirelli è stato esercitato l'obbligo di acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 1, del Tuf contestualmente all'esercizio del diritto di acquisto ai sensi dell'art. 111, comma 1, del medesimo decreto (cosiddetta 'procedura congiunta'). A seguito dell'offerta obbligatoria promossa su azioni Vianini Lavori l'offerente ha adempiuto all'obbligo di acquisto ex art. 108, comma 2, del Tuf, ad esito del quale, tuttavia, non si sono verificati i presupposti per l'esercizio, da parte dell'offerente, del diritto di acquisto previsto dall'articolo 111, comma 1, del Tuf e per l'adempimento dell'obbligo di acquisto previsto dall'articolo 108, comma 1, del Tuf. A seguito dell'offerta obbligatoria promossa su azioni World Duty Free l'offerente ha inizialmente adempiuto all'obbligo di acquisto ex art. 108, comma 2, del Tuf, e, avendo raggiunto una partecipazione nel capitale dell'emittente superiore al 95 per cento, ha dato luogo alla 'procedura congiunta'. Il corrispettivo è stato determinato da Consob soltanto nel caso dell'offerta promossa su azioni Vianini Lavori.

Nell'ambito delle offerte di acquisto volontarie, tre offerte sono state di tipo totalitario e una di tipo parziale e di scambio. Le offerte volontarie totalitarie hanno avuto ad oggetto azioni ordinarie in due casi (Mid Industry Capital, Vianini Lavori) e azioni di risparmio in un caso (Pirelli); l'unica offerta pubblica di scambio volontaria parziale è stata promossa da Intek Group su propri strumenti finanziari partecipativi e obbligazioni quotati sul MOT. Le cinque offerte obbligatorie hanno avuto ad oggetto azioni ordinarie emesse, rispettivamente, da Alba Private Equity, Pirelli, World Duty Free, Seat Pagine Gialle, Ansaldo STS (per ulteriori dettagli sulla vicenda Pirelli si veda il Riquadro 4).

Tali offerte sono state promosse in tre casi a seguito dell'acquisizione da parte degli offerenti, in esito al perfezionamento di accordi di compravendita, di quote del capitale delle società target superiori alla soglia del 30 per cento rilevante, ex art. 106, comma 1, del Tuf, ai fini del sorgere dell'obbligo di offerta; in due casi l'offerta ha fatto seguito al superamento della soglia del 25 per cento prevista dall'art. 106, comma 1-bis, del Tuf.

## Riquadro 4

### L'Opa su Pirelli

In data 22 marzo 2015 Camfin Spa ha diffuso un comunicato stampa con cui ha reso noto che la medesima, i suoi azionisti (Coinv Spa e Long-Term Investments Luxemburg Sa), China National Tire & Rubber Co Ltd e la controllante di quest'ultima (China National Chemical Corporation) avevano firmato un accordo per la realizzazione di una partnership industriale di lungo termine relativa a Pirelli & C. Spa, che prevedeva, tra l'altro: i) il trasferimento a una società italiana di nuova costituzione, indirettamente controllata da China National Tire & Rubber Co Ltd, della partecipazione direttamente detenuta da Camfin in Pirelli e, ove possibile, di quella detenuta indirettamente, al prezzo unitario di 15 euro; ii) la promozione di un'Opa obbligatoria sulle rimanenti azioni ordinarie Pirelli e di un'Opa volontaria totalitaria sulle azioni di risparmio Pirelli, entrambe al prezzo di 15 euro; iii) la sottoscrizione di un patto parasociale avente ad oggetto le azioni Pirelli. Considerate le peculiarità della complessiva operazione, i soggetti coinvolti nella medesima hanno chiesto alla Consob di confermare che talune specifiche pattuizioni previste nel patto parasociale (opzione *put*/opzione *call*) e nel contratto di compravendita della partecipazione detenuta da Camfin in Pirelli (*additional facility/additional capital increase*) non fossero idonee a comportare un trasferimento a Camfin di un vantaggio economico ulteriore rispetto ai 15 euro stabiliti per la predetta cessione e, dunque, a incidere sulla determinazione del corrispettivo dell'Opa obbligatoria sulle rimanenti azioni Pirelli, come di fatto la Commissione ha confermato dopo aver compiuto le proprie valutazioni.

La Commissione, al riguardo, ha precisato: i) che il reinvestimento da parte di Camfin di una parte dei proventi derivanti dalla cessione della partecipazione detenuta in Pirelli nella nuova catena societaria di Pirelli avrebbe consentito a Camfin di finanziare la componente *equity* dell'operazione di propria pertinenza, senza che ciò configurasse l'attribuzione di alcun vantaggio a favore della medesima a detrimento dei soci di minoranza di Pirelli; ii) il contenuto del contratto di compravendita della partecipazione detenuta in Pirelli e del patto parasociale da stipulare contestualmente riflettevano pattuizioni frequentemente previste nell'ambito di operazioni di investimento come quella in questione. Tali pattuizioni, per un verso, avrebbero permesso al socio di controllo uscente di rientrare nella catena societaria del nuovo soggetto controllante partecipando al relativo progetto industriale e, per altro verso, gli avrebbero garantito uno strumento per disinvestire e rientrare nella disponibilità dell'investimento effettuato qualora la realizzazione del progetto non fosse andata a buon fine.

Tra le offerte aventi ad oggetto azioni, in cinque casi (Pirelli con riferimento a entrambe le offerte, World Duty Free, Vianini Lavori, Ansaldo STS) il *delisting* del titolo è stato indicato quale obiettivo dell'operazione. Tale finalità è stata raggiunta per le offerte aventi ad oggetto azioni World Duty Free, Pirelli (soltanto azioni ordinarie), Vianini Lavori, per le quali, pertanto, ad esito



dell'operazione è stato adottato da parte di Borsa Italiana il relativo provvedimento di revoca dalla quotazione.

Sotto altro profilo, si rileva che sei offerte, tra quelle effettuate nel corso dell'anno, sono state promosse da soggetti indicati nell'art. 39-bis del Regolamento Emittenti. Nell'ambito di tali operazioni è stato, pertanto, predisposto dagli amministratori indipendenti dell'emittente un parere motivato contenente le valutazioni sull'offerta e sulla congruità del corrispettivo. Alle predette offerte è risultato, inoltre, applicabile l'art. 40-bis del Regolamento Emittenti concernente la riapertura dei termini.

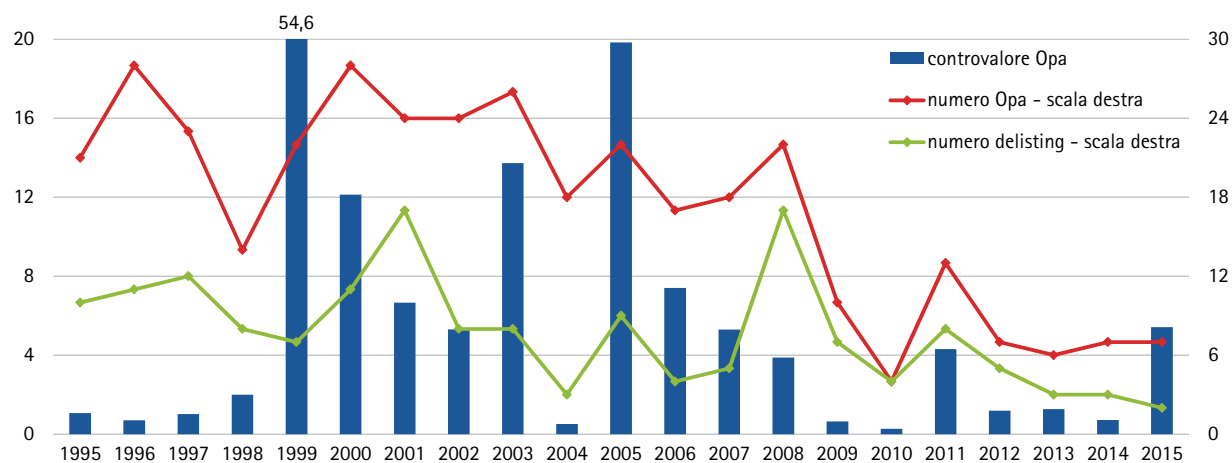
Un'intensa attività di vigilanza è stata svolta anche con riferimento all'offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria di Ei Towers su Rai Way, successivamente non andata a buon fine (Riquadro 5).

Nel corso dell'anno la Commissione ha determinato, ai sensi dell'art. 108, comma 4, del Tuf, il corrispettivo per l'adempimento dell'obbligo di acquisto di cui all'art. 108, comma 2, del medesimo decreto delle azioni ordinarie Vianini Lavori da parte di FGC Finanziaria Srl ad esito della relativa offerta.

Con riferimento alle operazioni aventi ad oggetto azioni negoziate sui mercati regolamentati italiani e lanciate nel 2015 (sette in tutto), il controvalore complessivo delle Opa si è attestato a 5,4 miliardi di euro, il più alto degli ultimi otto anni.

Il 98 per cento del valore totale delle operazioni è riferibile a due offerte obbligatorie successive, finalizzate alla revoca dalla quotazione dei titoli oggetto dell'Opa. La prima, che costituisce l'83 per cento del controvalore complessivo, è stata lanciata da Marco Polo Industrial Holding sulle azioni Pirelli & C.; la seconda (15 per cento circa del totale) da Dufry Financial Services su azioni World Duty Free (Fig. 9).

**Fig. 9 Offerte pubbliche di acquisto e/o scambio su titoli di società italiane quotate**  
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana e documenti di offerta. Il campione include le operazioni aventi ad oggetto azioni negoziate sui mercati regolamentati italiani e lanciate nell'anno di riferimento. Il corrispettivo in titoli delle offerte di scambio è valutato ai prezzi di mercato del giorno precedente l'annuncio dell'offerta.

## Riquadro 5

### La vicenda Rai Way

Con comunicato del 24 febbraio 2015, ai sensi dell'art. 102, comma 1, del Tuf, Ei Towers ha reso noto al mercato l'intenzione di promuovere un'offerta pubblica di acquisto e di scambio volontaria (Opasc), ai sensi degli artt. 102 e 106, comma 4, del Tuf, sulla totalità delle azioni emesse da Rai Way. L'efficacia dell'offerta era sottoposta alla condizione che l'offerente si fosse trovato a «detenere...una partecipazione pari almeno al 66,67% del capitale sociale di Rai Way». La condizione sulla soglia minima era irrinunciabile dall'offerente.

La società per azioni Rai Way è controllata di diritto da RAI, che detiene il 65,1 per cento del capitale, mentre la quota restante di capitale è stata oggetto di un'offerta di vendita e ammissione a quotazione svoltasi dal 3 al 14 novembre 2014. A sua volta, il Mef è titolare del 99,56 per cento del capitale di RAI.

Dopo la comunicazione della decisione di Ei Towers di promuovere l'offerta sulla totalità delle azioni Rai Way, il Presidente del Consiglio dei Ministri (il 26 febbraio 2015), il Ministro dell'economia e delle finanze (il successivo 1° marzo) e il Mef (con il comunicato stampa del 28 marzo) hanno rappresentato l'intenzione di mantenere in capo allo Stato il 51 per cento di Rai Way..

Di conseguenza, la Consob ha comunicato a Ei Towers l'improcedibilità dell'istruttoria di approvazione del documento, depositato in Consob il 16 marzo 2015, relativo all'offerta finalizzata al raggiungimento di una soglia di partecipazione di controllo di Ei Towers Spa su Rai Way Spa del 66,7 per cento, stante la volontà dell'azionista di controllo Rai Spa di non ridurre la propria partecipazione al di sotto della soglia del 51 per cento del capitale sociale.

La Commissione, poi, preso atto della nuova decisione del Cda di Ei Towers Spa di modificare la soglia partecipativa, oggetto della condizione di efficacia dell'offerta, portandola dal 66,67 al 40 per cento, ha rappresentato all'offerente che un'eventuale nuova istruttoria di Opasc poteva essere avviata dalla Consob solo in seguito a una nuova comunicazione ex art. 102, comma 1, del Tuf che consentisse di fornire alla Consob stessa, al mercato, all'emittente e agli azionisti oblati un'illustrazione completa e corretta dell'offerta.

Nel corso del 2015 la Commissione ha risposto a una serie di quesiti (di cui i principali sono richiamati sinteticamente di seguito, Tav. 39) aventi ad oggetto l'applicabilità della normativa in materia di offerta pubblica di acquisto nonché la disciplina relativa all'esenzione dall'obbligo di Opa.

## 5 La vigilanza sulle operazioni con parti correlate

In linea con l'esperienza di vigilanza degli ultimi anni, le operazioni con parti correlate hanno rappresentato, anche nel 2015, il fulcro dei controlli tesi a mitigare il rischio di fenomeni espropriativi a danno degli azionisti di minoranza.

### Tav. 39 Quesiti in tema di offerta pubblica di acquisto

oggetto e riferimenti normativi	orientamento della Consob
Comunicazione 0094141 dell'11 dicembre 2015. Quesito relativo all'insussistenza di obblighi di Opa in dipendenza di un'operazione straordinaria relativa a Prelios Spa	La Commissione, con riferimento a un'operazione straordinaria relativa al capitale di Prelios Spa che avrebbe comportato modifiche nell'azionariato della predetta società, ha confermato l'insussistenza di obblighi di Opa, a condizione che nello svolgimento dell'operazione fossero rispettate da parte dei soggetti coinvolti talune condizioni.
Comunicazione 0097293 del 23 dicembre 2015. Operazione di fusione inversa per incorporazione di Abaco Systems Et Services Srl in Abaco Innovazione Spa. Quesito in merito alla ricorrenza dei presupposti dell'esenzione dall'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto totalitaria sulle azioni ordinarie emesse da Exprivia Spa per la qualificabilità della fusione quale 'operazione infragruppo' di cui al combinato disposto degli artt. 106, comma 1, lett. b), del Tuf e 49, comma 1, lett. c), del Regolamento Emittenti	La Commissione ha ritenuto che per l'operazione di fusione di Abaco Systems Et Services Srl in Abaco Innovazione Spa, titolare del 46,5 per cento della quotata Exprivia, ricorressero i presupposti dell'esenzione per 'operazione infragruppo' di cui al combinato disposto degli artt. 106, comma 1, lett. b), del Tuf e 49, comma 1, lett. c), del Regolamento Emittenti. All'esito dell'operazione, infatti, si sarebbe riscontrata una completa coincidenza tra i soggetti (tre persone fisiche) che avrebbero acquistato congiuntamente la partecipazione predetta nella quotata e quelli che già antecedentemente alla fusione disponevano congiuntamente della maggioranza dei diritti di voto della Spa in quanto soci della Spa e soggetti che detenevano a totalità delle quote della Srl incorporata.
Delibera 19318 del 10 agosto 2015. Obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto ai sensi degli articoli, 102, 106, comma 1- bis, e 109, del Tuf in capo a Marco Polo Industrial Holding Spa su azioni ordinarie emesse da Pirelli Et C Spa. Determinazione del prezzo dell'offerta ai sensi dell'articolo 106, comma 3, lettera c), 2, del Tuf	La Commissione, con riferimento agli acquisti di azioni Pirelli Et C Spa compiuti da Banca IMI Spa prima della promozione dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria su azioni Pirelli Et C Spa nell'ambito dell'attività svolta quale <i>market maker</i> su strumenti finanziari collegati all'indice Ftse Mib 40, ha deliberato che detti acquisti non sono da computare ai fini della determinazione del prezzo più alto pagato dall'offerente o dalle persone che con il medesimo agiscono di concerto ai sensi dell'art. 106, comma 2, del Tuf.
Comunicazione 0025962 del 2 aprile 2015. Quesito in merito all'applicabilità della disciplina dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria di cui agli artt. 106 e ss. del Tuf a un eventuale patto parasociale tra i due principali azionisti di Seat Pagine Gialle Spa	La Commissione ha chiarito che non rileva ai fini dell'obbligo di Opa un ipotizzato patto parasociale tra i due principali azionisti di Seat Pagine Gialle: le società GoldenTree Asset Management Lp e Gl Europe Luxembourg Sarl. Le azioni sindacate nel patto riverrebbero da acquisti effettuati dai fondi in sede di salvataggio (concordato preventivo) e, pertanto, esenti da Opa ai sensi dell'art. 49, comma 1, lettera b), 1, i) del Regolamento Emittenti. Al riguardo, la Commissione ha chiarito che la parte preponderante degli acquisti (50,65 per cento) è derivata ai fondi dalla conversione di crediti concorsuali, con la conseguenza che le azioni ottenute in contropartita in esecuzione del concordato costituiscono un acquisto strettamente necessitato e temporalmente coincidente con la ricapitalizzazione della società nonché direttamente correlato alle esigenze di salvataggio dell'emittente, al cui soddisfacimento è finalizzato il piano di risanamento votato dai creditori ai fini della risoluzione dello stato di crisi. Pertanto, secondo la Commissione, sussisterebbero i presupposti per l'applicabilità dell'esenzione 'da salvataggio' di cui all'art. 49, comma 1, lettera b), n. 1, i) del Regolamento Emittenti. L'ipotizzata stipula del patto parasociale sarebbe considerata dagli stessi fondi funzionalmente collegata al superamento dello stato di crisi di Seat, conferendo alla società salvata, attraverso la possibilità di nominare congiuntamente amministratori a tal fine individuati, un assetto di <i>governance</i> in linea di sostanziale continuità con l'avvenuto salvataggio.

Fonte: Consob.

In particolare, nell'ambito del monitoraggio sulla revisione delle procedure interne adottate dagli emittenti in attuazione del Regolamento in materia di operazioni con parti correlate, si è provveduto in alcuni casi ad estendere il perimetro di applicazione delle procedure in presenza di mutamenti negli assetti proprietari delle società interessate (RCS Mediagroup Spa, Unipol Gruppo Finanziario Spa, UnipolSai Assicurazioni Spa, IGD Immobiliare Grande Distribuzione Siiq Spa). Le società hanno individuato, ad esito della valutazione richiesta dalla regolamentazione di riferimento, ulteriori soggetti a cui applicare, in tutto o in parte, presidi analoghi a quelli previsti dalle procedure.

La vigilanza in merito alla corretta applicazione delle esenzioni si è concentrata sulla classificazione delle operazioni ordinarie e a condizioni di mercato. In questo ambito, si è richiamata l'attenzione delle società e degli organi di controllo affinché la verifica della idoneità di un'operazione a essere qualificata come esentabile avvenga tenendo conto delle relative definizioni e degli ulteriori elementi indicati da Consob per verificare che un'operazione afferisca all'ordinario esercizio dell'attività operativa o della connessa attività finanziaria.

Tra le più recenti esperienze applicative della regolamentazione si registra il caso di Tod's Spa, che ha previsto in via volontaria l'applicazione del meccanismo del *whitewash*.

La società ha deciso di attribuire agli azionisti di minoranza un ruolo determinante nella decisione in merito a un aumento di capitale riservato alla parte correlata da liberarsi tramite conferimento di marchio e di un'azienda. In particolare, la società ha previsto in via volontaria l'applicazione del cosiddetto *whitewash*, stabilendo che la delibera relativa all'aumento di capitale non sarebbe stata eseguita qualora la maggioranza dei soci diversi dalla parte correlata votanti in assemblea avesse espresso voto contrario. L'assemblea straordinaria di Tod's, tenutasi nel gennaio 2016, ha registrato ampia partecipazione e consenso delle minoranze sull'operazione, che è stata approvata con il voto favorevole del 99,7 per cento dei soci non correlati, presenti in assemblea con oltre il 17 per cento del capitale della Società.

Nell'ultimo semestre del 2015, la regolamentazione in esame ha trovato più diffusa applicazione anche in società a elevata capitalizzazione, interessate da trasferimenti di *asset* significativi, operazioni di riassetto del controllo ed estinzione di contratti con parti correlate in cui hanno trovato applicazione le regole procedurali e di trasparenza previste per le operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate.

Nel 2015, inoltre, l'applicazione delle regole di trasparenza per operazioni di maggiore rilevanza ha condotto alla pubblicazione di 52 documenti informativi. Le operazioni descritte in tali documenti attengono in prevalenza a finanziamenti o a trasferimenti di *asset* da o verso i soci di riferimento, oggetto, rispettivamente, di 17 e 15 documenti informativi (Tav. 40).

**Tav. 40 Documenti informativi su operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate pubblicati nel 2015 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	--	9		9
finanziamento	--	17	2	19
operazioni sul capitale	--	6		6
trasferimento di asset	1	15	2	18
<i>totale</i>	<i>1</i>	<i>47</i>	<i>4</i>	<i>52</i>

Fonte: Consob.

Con riguardo infine alle operazioni ordinarie e a condizioni di mercato escluse dagli obblighi di pubblicazione di un documento informativo, la Consob ha ricevuto nel 2015 comunicazione di 36 operazioni, poste in essere in prevalenza da società non finanziarie (24 società operanti nei settori industriale o servizi) e/o appartenenti al Ftse Mib (21 casi su 36). Le operazioni ordinarie esentate, inoltre, si suddividono equamente in operazioni riconducibili all'attività operativa della società (18 casi), ovverosia fornitura di beni e prestazione di servizi tipici per le imprese non finanziarie ed erogazione di finanziamenti per le banche, e operazioni rientranti nell'attività finanziaria della società che le ha comunicate, esentabili in quanto connesse all'attività operativa *core* (18 casi).

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

Anche nel 2015, il personale della Consob ha partecipato, in qualità di mero uditore, ad alcune assemblee dei soci, selezionate in base agli argomenti all'ordine del giorno. In particolare, l'attenzione si è concentrata su assemblee aventi all'ordine del giorno deliberazioni in materia di nomina degli organi sociali, integrazione dell'organo di amministrazione e operazioni con parti correlate di competenza assembleare.

Come evidenziato nel precedente paragrafo, le assemblee tenute nel 2015 dalle società a medio-alta capitalizzazione testimoniano un'ulteriore crescita nella partecipazione degli investitori istituzionali, soprattutto esteri. In occasione della nomina degli organi sociali di alcune di queste società, le liste di candidati presentate e votate dagli investitori istituzionali hanno ottenuto la maggioranza dei voti in assemblea, con ciò determinando alcune novità nell'applicazione del sistema del voto di lista.

Con riguardo alla nomina dell'organo di controllo, si è verificata la circostanza che liste tradizionalmente 'di maggioranza', presentate cioè da azionisti

in grado di influire sul controllo dell'emittente, siano arrivate seconde per numero di voti e abbiano perciò designato il presidente dell'organo di controllo, in applicazione della previsione del Tuf volta ad attribuire alle minoranze tale speciale potere di individuazione.

Anche nel corso del 2016, la vigilanza della Consob si focalizzerà sull'applicazione delle norme di legge e di statuto in tema di nomina degli organi sociali, nell'ottica di garantire anche in fase preassembleare un'adeguata informativa ai soci in ordine all'*iter* previsto per l'assunzione delle deliberazioni di nomina in casi analoghi a quelli sopra descritti.

È da segnalare, inoltre il monitoraggio sulle prassi che gli intermediari depositari adottano per assicurare, tramite un'efficiente e tempestiva trasmissione delle informazioni richieste dalla disciplina secondaria sulla gestione accentrata, la legittimazione all'esercizio dei diritti sociali e, quindi, l'effettiva partecipazione alla vita sociale da parte del maggior numero possibile di azionisti.

Nell'ambito della vigilanza sull'applicazione della legge sulle quote di genere, la Consob ha diffidato una società la cui composizione dell'organo amministrativo, risultante dal rinnovo assembleare, non era in linea con criterio di riparto tra generi (Vincenzo Zucchi Spa).

Nel 2015 è stato avviato il processo di trasformazione delle banche popolari in società di capitali, ai sensi del d.l. 3/2015 coordinato con la legge di conversione 33/2015, cosiddetto Decreto banche popolari, in base al quale per le banche popolari quotate, oltreché per alcune banche popolari con azioni diffuse, sarà adottato il principio del cosiddetto '*one share one vote*' e verrà meno la peculiare disciplina prevista in ragione dello scopo mutualistico che le caratterizza.

Al termine del 2015, la trasformazione in società per azioni è stata deliberata dall'assemblea dei soci di una tra le banche popolari quotate (Unione di Banche Italiane Spa) e da una banca con azioni diffuse (Veneto Banca Spa). Entro la fine del 2016 è prevista la deliberazione in merito alla trasformazione in società per azioni delle altre società destinatarie della previsione.

Il 2015 è stato anche caratterizzato dall'adozione, da parte di alcuni emittenti, degli strumenti di separazione tra proprietà e controllo offerti dal legislatore del cosiddetto decreto competitività (d.l. 91/2014). In particolare, 17 emittenti hanno modificato il proprio statuto per prevedere il sistema della maggiorazione dei diritti di voto, nella misura complessiva di due voti per azione in favore dei soci che mantengano la titolarità delle stesse per almeno 24 mesi. L'esempio delle prime società che hanno tenuto nel mese di gennaio 2015 l'assemblea per deliberare l'adozione di modifiche statutarie volte a introdurre il meccanismo del voto maggiorato (Amplifon Spa, Astaldi Spa e Davide Campari - Milano Spa) è stato seguito da altri emittenti nel corso delle assemblee di approvazione del bilancio dell'esercizio 2014.

In vista di tali assemblee, la vigilanza della Consob si è concentrata sulla verifica della completezza dell'informativa preassembleare e della coerenza tra le proposte di modifica dello statuto e le disposizioni di legge che regolano l'adozione del voto maggiorato. Sulla scorta dell'esempio dei primi casi di introduzione del voto maggiorato, nei quali l'Istituto è intervenuto con specifiche richieste di integrazione della relazione illustrativa, l'informativa predisposta dalle società ha incluso informazioni sul processo decisionale seguito dagli organi amministrativi nella formulazione della proposta e sugli ipotizzabili effetti di rafforzamento, grazie al voto maggiorato, degli azionisti già titolari della partecipazione di controllo nella società.

L'interlocuzione con gli organi di controllo, volta alla verifica dell'adempimento su base continuativa dei doveri di vigilanza previsti dalla legge, ha riguardato tutte le menzionate aree del governo societario. Con tale attività, la Commissione ha inteso stimolare la formulazione da parte dei sindaci delle valutazioni sull'osservanza della legge e dello statuto e sulle modalità di attuazione delle raccomandazioni dell'autodisciplina, al fine di consentire la tempestiva rilevazione di criticità o necessità di approfondimenti nel sistema di *governance* delle società quotate.

La Consob ha inoltre ricevuto dagli organi di controllo alcune segnalazioni di irregolarità, ai sensi dell'art. 149, comma 3, del Tuf, o di diversi fatti non qualificati come irregolarità, comunicati in alcuni casi in via prudenziale. I fatti segnalati hanno per lo più riguardato fattispecie di violazione di specifiche procedure interne ovvero aggiornamenti su verifiche di controllo interno. Nell'esame di tali segnalazioni la Consob ha mantenuto un'interlocuzione costante con gli organi di controllo e, in un caso, richiesto la *disclosure* al mercato su alcuni degli aspetti segnalati e sulle conseguenti valutazioni.

Nel corso del 2015, l'attività di vigilanza ha messo in luce alcune carenze nell'area del sistema dei controlli interni attinenti al 'processo acquisti', e in particolare alla gestione dei rapporti con fornitori e consulenti.

In alcuni procedimenti sanzionatori conclusi nel corso del 2015 sono state ravvisate violazioni nell'adempimento da parte degli organi di controllo di società a elevata capitalizzazione dei doveri di vigilanza sull'adeguatezza dei controlli interni in relazione ai rapporti con un fornitore ovvero degli obblighi di segnalazione delle irregolarità riscontrate nel corso di verifiche sulla struttura del sistema di controllo interno. Anche a seguito di approfondimenti e procedimenti sanzionatori, la prassi mostra come grandi emittenti abbiano intrapreso nel corso degli ultimi anni iniziative di riordino del sistema dei controlli volte ad aumentarne l'efficacia, tenendo anche conto delle dimensioni del gruppo e dell'operatività su scala internazionale, e a consentire un miglior adempimento dei doveri di vigilanza.

L'*enforcement* ha inoltre riguardato violazioni da parte degli organi di controllo di società di piccole dimensioni dei doveri di vigilanza sull'applicazione delle norme per l'effettuazione di operazioni con parti correlate e sul rispetto dello statuto.

## 7 La vigilanza sulle società di revisione

Alla fine del 2015 le società che svolgono attività di revisione legale su enti di interesse pubblico (EIP) e che, ai sensi della normativa vigente, ricadono sotto la vigilanza della Consob, sono 26 (di cui 16 già presenti nell'ex Albo Consob), a fronte di un numero complessivo di incarichi di revisione legale su EIP riferibili a circa 1.500 entità.

Il mercato della revisione continua a presentare caratteristiche di elevata concentrazione. La distribuzione degli incarichi di revisione legale dei conti annuali e consolidati 2015 degli emittenti quotati evidenzia, infatti, la consueta elevata concentrazione in capo alle società di revisione di grandi dimensioni (cosiddette *big four*), alle quali è riferibile circa il 91 per cento del mercato (Tav. 41).

**Tav. 41 Distribuzione degli incarichi di revisione sui bilanci 2015 delle società quotate**

società di revisione legale	2013		2014		2015	
	numero incarichi in società con azioni quotate	quota di mercato <sup>1</sup>	numero incarichi in società con azioni quotate	quota di mercato <sup>1</sup>	numero incarichi in società con azioni quotate	quota di mercato <sup>1</sup>
<i>big four</i>	211	87	207	86	211	91
società medie	30	12	26	11	12	5
società piccole	3	1	8	3	8	4
<i>totale</i>	<i>244</i>	<i>100</i>	<i>241</i>	<i>100</i>	<i>231</i>	<i>100</i>

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

La nuova disciplina introdotta dal d.lgs. 39/2010 consente alle parti, ove ne ricorrano i requisiti normativi previsti, di interrompere anticipatamente gli incarichi di revisione legale dei conti, utilizzando, oltre alla preesistente revoca per giusta causa (su iniziativa del soggetto revisionato), anche l'istituto delle dimissioni dall'incarico (a iniziativa del revisore legale) e la risoluzione consensuale del contratto di revisione. Nel corso del 2015 si è registrato un notevole aumento dei casi di interruzione anticipata degli incarichi prima delle scadenze stabilite, tornati ai livelli del 2013 (Tav. 42).

Nel 2015 sono state comunicate alla Commissione 88 cessazioni anticipate di incarichi di revisione legale da parte di EIP, a fronte delle 54 nel 2014. In particolare, sono notevolmente aumentati i casi di risoluzione consensuale (passati da 16 a 62), mentre sono diminuiti le revoche (da 32 a 24) e i casi di dimissioni (da sei a due).

Le revoche degli incarichi sono per la maggior parte da attribuire alla perdita dello *status* di EIP, mentre le risoluzioni consensuali sono soprattutto dovute al cambio del revisore di gruppo e al cambio del soggetto controllante. Gli altri casi di revoca sono sostituzioni del revisore richieste da commissari straordinari e autorizzate dalla Banca d'Italia (ex art. 72, comma 5-*bis*, del Tub). Gli altri casi di risoluzione consensuale sono prevalentemente riconducibili alla presenza di politiche



di gruppo che prevedono l'affidamento degli incarichi di tutte le controllate al revisore della capogruppo, al cambio del soggetto controllante e a sopravvenute situazioni di incompatibilità in grado di compromettere l'indipendenza del revisore.

Con riferimento ai giudizi espressi dalla società di revisione sui bilanci annuali e consolidati degli emittenti quotati italiani per l'esercizio 2014, si evidenzia un sostanziale dimezzamento dei casi di impossibilità a esprimere un giudizio e una riduzione sia dei giudizi con rilievi sia dei giudizi con richiami di informativa.

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

	revoca	risoluzione consensuale	dimissioni
2013	37	45	3
2014	32	16	6
2015	24	62	2
di cui			
cambio del soggetto controllante	5	6	--
cambio del revisore del gruppo	--	14	--
cambiamenti all'interno del gruppo	--	2	--
perdita dello <i>status</i> di ente di interesse pubblico	16	2	--
situazione sopravvenuta idonea a compromettere l'indipendenza	--	2	--
sopravvenuta insussistenza dell'obbligo di revisione legale per intervenuta carenza dei requisiti <i>ex lege</i>	--	--	--
mancato pagamento / adeguamento corrispettivi dopo messa in mora	--	--	--
sopravvenuta situazione di incompatibilità a seguito di cambio azionista di controllo	--	2	--
altro	3	34	2

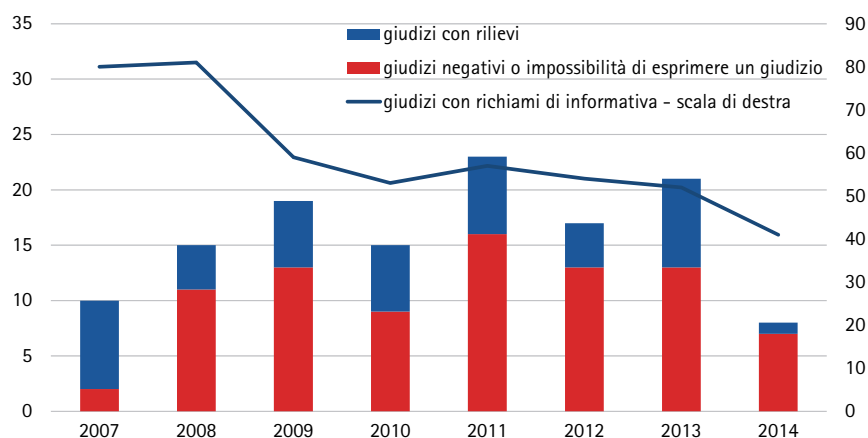
Fonte: Consob. <sup>1</sup> Nei casi di revoca la sostituzione è stata richiesta da commissari straordinari e autorizzata dalla Banca d'Italia ex art. 72, comma 5-bis Tub. I casi di risoluzione consensuale sono invece motivati dalla presenza di *policy* di gruppo che prevedono la necessità di affidare gli incarichi di tutte le controllate al revisore della capogruppo.

In particolare, i casi di impossibilità a esprimere un giudizio hanno riguardato sette società, rispetto alle 13 nel 2013; giudizi con rilievi sono stati espressi con riguardo solo a una società (otto nel 2013), mentre i richiami di informativa hanno riguardato 41 *opinion* (52 nel 2013). Per nove di queste società (16 nel 2013) i richiami di informativa hanno evidenziato la presenza di significative incertezze in merito a eventi o circostanze in grado di compromettere la continuità aziendale. Come accaduto nell'esercizio precedente, nel 2014 le società di revisione non hanno espresso giudizi negativi (Fig. 10).

Anche nel 2015 l'attività di vigilanza è stata realizzata attraverso interventi preventivi di controllo di qualità, aventi natura sistematica, e interventi successivi, relativi ad accertamenti su ipotesi di irregolarità nell'operato dei revisori su specifici incarichi (*enforcement*).

In tre casi i controlli svolti nel 2015 sono in fase conclusiva, mentre in altri quattro casi sono in corso le attività di analisi delle procedure di controllo interno della qualità. Nel mese di dicembre sono stati inoltre avviati controlli su altre cinque società di revisione.

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



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

Le verifiche svolte hanno avuto ad oggetto l'esame della conformità delle procedure di controllo di qualità adottate dalle società di revisione rispetto al Principio di revisione n. 220 e al Principio internazionale sul controllo della qualità (ISQC Italia) n. 1, quest'ultimo in vigore dal primo gennaio 2015.

Le aree procedurali oggetto di verifica hanno riguardato l'indipendenza del revisore, la preparazione e competenza dei partner, la direzione, supervisione e riesame del lavoro e il monitoraggio.

Con riguardo ai requisiti professionali (indipendenza), sono stati analizzati i *non audit services* forniti ai clienti di *audit* e il rapporto tra i corrispettivi ottenuti dallo svolgimento di tali servizi e quelli ottenuti dall'attività di revisione, nonché l'eventuale adozione di adeguate misure di salvaguardia in presenza di rischi di indipendenza. Per quanto attiene alla preparazione e competenza, tenuto conto del ruolo chiave dei partner ai fini della qualità dell'attività di revisione, si è provveduto a esaminare le modalità di valutazione e di remunerazione degli stessi. Con riferimento alla direzione, supervisione e riesame del lavoro, si è proceduto a verificare la qualità dell'attività di controllo svolta negli incarichi di revisione dal cosiddetto *'Engagement Quality Control Review'* (EQCR), partner indipendente rispetto al team incaricato. Nell'ambito di tale analisi, si è inoltre proceduto a verificare l'adeguatezza dell'attività di direzione, supervisione e coordinamento effettuata all'interno dei team.

Con riferimento al monitoraggio, si è ritenuto di particolare importanza procedere alla verifica degli interventi adottati dalle società di revisione, in occasione

dei programmi di controllo interno della qualità realizzati con cadenza annuale, nelle aree procedurali e organizzative per le quali la Consob aveva chiesto un rafforzamento nelle Raccomandazioni formulate in esito ai precedenti controlli di qualità.

L'analisi delle suddette aree procedurali ha rappresentato la prima applicazione della '*Common Audit Inspection Methodology*', metodologia adottata nell'ambito dello *European Audit Inspection Group*, organismo di coordinamento dei regolatori europei a cui la Consob partecipa, che si è dimostrata efficace rispetto agli obiettivi di vigilanza prefissati.

Per quanto riguarda invece gli accertamenti svolti dalla Commissione sulle modalità di esecuzione degli incarichi di revisione legale, nel corso del 2015 è stato avviato un procedimento sanzionatorio nei confronti della società di revisione di un gruppo quotato, a fronte di ipotesi di irregolarità afferenti il rispetto della normativa in materia di indipendenza. È stato inoltre avviato un procedimento sanzionatorio nei confronti della società di revisione di un gruppo bancario, a fronte di numerose ipotesi di irregolarità nello svolgimento dei lavori di revisione. Sono stati altresì conclusi tre procedimenti sanzionatori avviati nel 2014, nei confronti di due società di revisione, per i cui profili di irregolarità si richiama quanto indicato nel successivo Capitolo V 'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori'.

Le principali carenze nel processo di *audit* rilevate nell'ambito dei procedimenti sanzionatori conclusi hanno prevalentemente interessato, in linea con quanto registrato nel 2014, l'attività di revisione di aree di bilancio caratterizzate da forti componenti valutative.

Sono state infatti registrate carenze circa la corretta applicazione dei principi di revisione che dettano le regole di comportamento professionale per la revisione delle stime (principio 540). Sono state inoltre riscontrate mancanze nel rispetto dei principi che disciplinano l'acquisizione di sufficienti e appropriati elementi probativi a supporto delle conclusioni (principio 500) e la documentazione dell'attività di revisione svolta (principio 230), con particolare riferimento agli importanti aspetti dell'integrità della documentazione e del rispetto della tempistica per la conclusione della fase di formalizzazione dei lavori di *audit*.

Nel 2015 si è conclusa l'adozione dei principi di revisione internazionali 'ISA Italia' (articoli 11 e 12 del d.lgs. 39/2010), che saranno in vigore a decorrere dalla revisione dei bilanci relativi agli esercizi che iniziano il 1° gennaio 2015. Nel 2016 è quindi prevista l'emissione delle prime relazioni di revisione che faranno riferimento ai nuovi principi, adottati a conclusione di un processo che ha visto impegnati, oltre alla Consob, il Ministero dell'economia e delle finanze, le associazioni e gli ordini professionali. L'adozione dei nuovi principi renderà necessario un costante lavoro di aggiornamento per garantirne l'allineamento con le novità apportate dalla professione internazionale e, soprattutto, con le novità normative contenute nel Regolamento UE 537/2014 sulla revisione legale degli EIP, in vigore dal giugno 2016.

# III La vigilanza sull'offerta al pubblico e sull'informativa societaria

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

Nel corso del 2015 la Commissione ha concesso il nullaosta per il deposito del prospetto di ammissione a quotazione a fronte di 16 operazioni, ha emesso quattro giudizi di equivalenza, ha approvato il prospetto relativo a nove aumenti di capitale di società quotate e ha autorizzato 15 offerte di titoli non quotati di emittenti italiani (Tav. 43).

**Tav. 43 Vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di strumenti azionari**  
(numero prospetti informativi)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ammissione a quotazione di titoli azionari <sup>1</sup>	6	7	7	2	5	10	16
di cui tramite offerta	1	2	5	2	3	9	13
giudizi di equivalenza	2	4	6	7	6	2	4
aumenti di capitale in opzione ai soci <sup>2</sup>	23	16	23	7	11	17	9
altre offerte <sup>3</sup>	--	--	--	1	1	--	--
offerte di titoli non quotati di emittenti italiani <sup>4</sup>	28	29	31	24	10	19	15
<i>totale</i>	<i>59</i>	<i>56</i>	<i>67</i>	<i>41</i>	<i>33</i>	<i>48</i>	<i>44</i>

Fonte: Consob. <sup>1</sup> I dati riguardano le operazioni per le quali è stato concesso nel corso dell'anno il nullaosta per il deposito del prospetto di ammissione a quotazione. <sup>2</sup> Aumenti di capitale di società quotate (inclusi quelli con abbinati *warrant* e obbligazioni convertibili). <sup>3</sup> Il dato include offerte di vendita, pubbliche o private, o di sottoscrizione, non finalizzate all'ammissione a quotazione e i piani di *stock options* riservati ai dipendenti, mentre non comprende le offerte che hanno comportato il riconoscimento di prospetti esteri. <sup>4</sup> Sono inclusi i prospetti relativi a emittenti diffusi, a emittenti azioni non diffuse e a costituende banche; sono esclusi i prestiti obbligazionari, i *covered warrant* e *certificates* e le offerte riservate ai dipendenti.

Con particolare riferimento alle operazioni di ammissione a quotazione tramite offerta, l'Istituto ha autorizzato i prospetti di 13 società.

In sette casi le società hanno concluso favorevolmente il processo e le relative azioni sono state ammesse alla negoziazione sul mercato regolamentato. Tre società, invece, hanno ritirato l'offerta a causa della volatilità dei mercati e dell'insufficiente domanda da parte degli investitori. Due società, infine, avendo ricevuto l'approvazione del prospetto a fine dicembre 2015, hanno programmato di realizzare l'operazione nel corso del 2016 (per ulteriori dettagli si vedano Riquadro 6 e Riquadro 7).

## Riquadro 6

### Il prospetto di offerta di Poste Italiane

Nel 2015 si è realizzata la vendita di una quota significativa della partecipazione detenuta dal MEF in Poste Italiane Spa, finalizzata alla quotazione della stessa. In particolare, il d.p.c.m. del 16 maggio 2014 ha regolamentato l'alienazione di tale quota, prevedendo il mantenimento di una partecipazione dello Stato non inferiore al 60 per cento dell'intero capitale sociale dell'Emittente.

Poste Italiane opera come un gruppo integrato attraverso unità di *business* specializzate per prodotto/servizi, che condividono la rete di distribuzione multicanale, costituita in sostanza, per quanto riguarda la rete distributiva 'fisica', dagli uffici postali sul territorio nazionale. L'attività del Gruppo include principalmente: i) l'espletamento del Servizio Postale Universale in Italia e l'offerta di prodotti e servizi integrati di comunicazione e logistici; ii) l'offerta di servizi e prodotti finanziari; iii) l'offerta di servizi e prodotti assicurativi. Tale peculiarità ha determinato, in sede di istruttoria per l'approvazione del prospetto, la necessità di attivare una complessa rete di collaborazioni con tutte le autorità di settore coinvolte (Agcom, Autorità Antitrust, Banca d'Italia, IVASS). Il prospetto evidenzia come il settore postale presenti una struttura di costi sostanzialmente rigida e sia caratterizzato da un contesto di mercato in cui si verifica una sostanziale contrazione dei volumi di corrispondenza, con conseguente riduzione dei ricavi, nonostante il trasferimento di risorse dagli altri settori operativi. Nel prospetto informativo sono stati evidenziati, fra l'altro, i rischi e le incertezze connesse ai possibili giudizi della Commissione europea, sia con riferimento al nuovo contratto di programma 2015-2019 fra Poste e MEF e alla determinazione della quota dell'onere per il Servizio Postale Universale (che lo Stato italiano è tenuto a compensare per gli anni 2012-2014 e 2015-2019) sia relativamente alla decisione assunta dall'Agcom in tema di adozione del modello di recapito a giorni alterni, che la Commissione europea avrebbe potuto ritenere non sufficientemente motivata rispetto a quanto previsto dalla Direttiva postale. Particolare attenzione è stata riservata anche all'accordo con Cassa Depositi e Prestiti per la distribuzione dei prodotti del risparmio postale, soprattutto per quanto concerne le clausole di gestione delle situazioni definite nel contratto 'eccezionali', che al momento dell'istruttoria risultavano essere state attivate. Infine, si è data ampia informativa alla rilevante esposizione creditoria di Poste verso le pubbliche amministrazioni accumulate nel tempo, alle iniziative assunte e attuate per un sostanziale ridimensionamento di tale esposizione e ai rischi che la stessa possa ulteriormente ripresentarsi in futuro.

## Riquadro 7

### Le offerte delle società immobiliari

Nel 2015 diverse società immobiliari hanno provato a quotarsi sull'MTA assumendo la qualifica di SIIQ (Società di Investimento Immobiliare Quotate). Il d.l. 133/2014 (cosiddetto decreto Sblocca Italia) ha introdotto misure volte a incrementare e rendere più efficiente l'utilizzo del particolare regime previsto dalla legge finanziaria 2007 per le SIIQ. Tale regime speciale offre, infatti, la possibilità di adottare, in presenza di determinati requisiti fissati dalla legge, un sistema di tassazione più favorevole per le SIIQ, in quanto l'utile prodotto viene assoggettato integralmente a tassazione, all'atto della distribuzione, esclusivamente in capo ai soggetti partecipanti, diversi dalla SIIQ. Il Decreto Sblocca Italia ha cercato di ovviare ad alcune rigidità operative presenti nella normativa previgente, con particolare riguardo ai requisiti e alle modalità necessarie per l'applicazione della disciplina riguardante la gestione esente. Inoltre, sono state introdotte misure volte a uniformare il regime fiscale delle SIIQ con quello previsto per i fondi immobiliari, rendendo fiscalmente neutra l'opzione per uno dei due strumenti e favorendo in questo modo la interdipendenza e complementarità fra le due forme di investimento. Il Decreto ha anche previsto che i requisiti partecipativi che le SIIQ devono possedere (limitata concentrazione della partecipazione di controllo e sufficienti diffusione e frazionamento del capitale sociale) non debbano essere posseduti più fin dall'inizio, ma entro il primo periodo di imposta per cui è stato richiesto l'accesso al regime speciale delle SIIQ. In questo modo, si consente alla società che ha esercitato l'opzione per il regime SIIQ di quotarsi sfruttando al meglio le finestre di quotazione durante l'intero anno.

Nel corso del 2015 sono stati approvati quattro prospetti di ammissione alla quotazione di società immobiliari (Domus, Sorgente Res, Coima Re, Idea Re), tre delle quali avevano già esercitato l'opzione SIIQ all'atto della presentazione dell'istanza. Pur con le loro peculiarità, le operazioni presentavano alcuni aspetti in comune.

In primo luogo, sussisteva un forte legame fra la nuova società costituita e il gruppo che l'aveva realizzata. Tale legame si è configurato in diversi modi. In alcuni casi gli immobili erano conferiti da fondi immobiliari del gruppo di appartenenza; la società di gestione dei fondi conferenti anche dopo la quotazione continuava a svolgere servizi immobiliari per conto della SIIQ; amministratori e dirigenti della quotanda provenivano da società del gruppo di appartenenza o, addirittura, mantenevano anche dopo la quotazione incarichi gestionali presso tale gruppo. In considerazione di tali circostanze la Commissione ha richiesto di fornire adeguate informazioni nel prospetto e di evidenziare, nell'Avvertenza iniziale e tra i fattori di rischio, la presenza e la perduranza di tali conflitti di interesse.

In secondo luogo, emergeva la presenza di profili di novità con riferimento ad alcune tecniche adottate sia in sede di conferimento sia di aumento di capitale al servizio dell'offerta, in particolare per quel che concerne l'apposizione di condizioni alle offerte finalizzate alla quotazione o di vincoli di inscindibilità ai relativi aumenti di capitale. Anche in questo caso è stato necessario fornire nel prospetto adeguata informazione in merito a tali aspetti. In terzo luogo, la definizione del valore patrimoniale dei conferimenti risultava basata su perizie di stima da parte della società quotanda, per cui si doveva evidenziare il rischio che tali valori di perizia potessero non trovare riscontro negli attuali e/o futuri prezzi di mercato e che i fattori di correzione utilizzati con riferimento alla *vacancy* e al tasso di morosità nell'elaborazione delle stime fossero stati determinati dai periti in assenza di indicatori statistici previsionali del settore di riferimento. Un ulteriore profilo di criticità derivava dall'impossibilità di fornire nel prospetto informazioni significative in merito alle *performance* storiche. Infine, è stata evidenziata la necessità di indicare nei documenti informativi il regime delle SIIQ, evidenziando tra i fattori di rischio anche i possibili effetti, in termini giuridici e fiscali, della mancata acquisizione e della perdita dello status di SIIQ.

Di fronte alla volontà legislativa di incentivare la quotazione delle SIIQ, Borsa Italiana ha valutato l'opportunità di proporre, nel corso del 2016, specifiche modifiche regolamentari volte a inserire una specifica disciplina per l'ammissione a quotazione di tali società. Le modifiche regolamentari si incentreranno, pertanto, sulla valorizzazione di tre elementi: l'investimento minimo iniziale richiesto per quotarsi sull'MTA, la presenza di una strategia di investimento e l'assenza di gravi squilibri nella struttura finanziaria.

Riveste carattere peculiare, infine, l'operazione che, tramite lo scorporo di un ramo d'azienda da un emittente quotato, Telecom Italia Spa, ha condotto all'offerta pubblica di vendita delle azioni e alla contestuale ammissione alle negoziazioni del nuovo emittente Inwit Spa. Telecom Italia, nell'aprile 2015, ha infatti conferito il ramo d'azienda comprendente le infrastrutture destinate a ospitare gli apparati di ricezione e trasmissione dei segnali di telecomunicazione, di proprietà di Telecom Italia e di altri operatori del settore, sia con riguardo all'accesso radiomobile sia con riferimento alle reti di *broadcasting*. Il prospetto dava risalto, in particolare, ai rischi connessi alla recente implementazione delle misure finalizzate al conseguimento dell'autonomia gestionale, alle limitazioni all'operatività di Inwit derivanti dalle pattuizioni commerciali in essere con Telecom Italia e, infine, ai rischi connessi alla ridotta disponibilità di informazioni finanziarie del ramo d'azienda oggetto di conferimento.

Con riferimento, infine, a due istanze di approvazione di prospetti relativi a operazioni di offerta e quotazione, la Consob ha ricevuto, nel corso dell'istruttoria, la richiesta di estinzione del procedimento da parte delle società interessate. All'annullamento dell'offerta ha fatto seguito la notizia dell'ingresso nel capitale delle due società di fondi di *private equity*. Tale ingresso si è realizzato nell'ambito di un

processo cosiddetto *dual-truck*, per effetto del quale il progetto di quotazione iniziale delle azioni è stato condotto congiuntamente con trattative private per la cessione delle azioni, con la finalità di individuare la migliore soluzione di disinvestimento. I processi *dual-truck* sono realizzati soprattutto nel caso di operazioni di *exit* di operatori *private equity* e in concomitanza con periodi di mercato caratterizzati da incertezza e volatilità dei prezzi.

Nel 2015 quattro società quotate hanno usufruito dell'esenzione dalla pubblicazione del prospetto di quotazione prevista dall'art. 57, comma 1, lettera d) del Regolamento Emittenti, mettendo a disposizione del pubblico documenti giudicati dalla Consob equivalenti al prospetto informativo.

Tra i quattro casi di esenzione, si segnala quello relativo al documento informativo riguardante l'operazione di fusione per incorporazione di Largenta Italia Spa in Yoox Spa, operazione straordinaria volta all'aggregazione delle attività del gruppo Yoox e quelle del gruppo facente capo alla società di diritto inglese The-Net-à-Porter Ltd – oggetto di conferimento prima della descritta fusione in Largenta Italia – nel settore del commercio elettronico dell'abbigliamento di lusso. Il documento informativo in esame poneva in risalto la redditività operativa negativa nell'ultimo biennio del gruppo oggetto di incorporazione nonché i limiti connessi all'idoneità del complesso delle informazioni finanziarie storiche riportate a fornire indicazioni sulle prospettive reddituali del gruppo Yoox ad esito della fusione. Le informazioni storiche del Gruppo Net-à-Porter, infatti, non risultavano direttamente confrontabili con quelle del gruppo Yoox, essendo originariamente predisposte in sterline e secondo i principi contabili inglesi.

Nel corso dell'anno nove società quotate hanno deliberato aumenti di capitale in opzione ai soci, richiedendo alla Commissione l'approvazione del prospetto informativo per poter procedere all'offerta al pubblico indistinto e all'ammissione alle negoziazioni dei titoli di capitale.

In tale contesto la Commissione ha esaminato operazioni di ricapitalizzazione di emittenti quotati in situazione di tensione finanziaria, nell'ambito di più complessi progetti di risanamento aziendale e di ristrutturazione del debito (Aedes, Fiera di Milano, Bialetti; per ulteriori dettagli sull'operazione messa in atto da Aedes si veda il Riquadro 8), operazioni di rafforzamento patrimoniale finalizzate al perseguimento di progetti di investimento industriale o di crescita per linee esterne e operazioni di ricapitalizzazione di emittenti bancari quotati (Banca Monte dei Paschi di Siena e Banca Carige).

La Commissione ha inoltre autorizzato la pubblicazione di 13 prospetti di aumento di capitale sociale di banche, di cui due relativi al medesimo emittente (in un caso, il prospetto di offerta comprendeva anche l'emissione di obbligazioni subordinate convertibili) e due prospetti relativi all'offerta al pubblico finalizzata alla costituzione di una banca (per l'ammissione alle negoziazioni di strumenti *non-equity* si rimanda alla Tav. 44 del paragrafo successivo).



## Riquadro 8

### L'operazione di ricapitalizzazione e risanamento aziendale di Aedes

L'operazione di ricapitalizzazione posta in essere da Aedes Spa, a capo di un gruppo operativo nel settore immobiliare, può considerarsi particolarmente emblematica per la sua complessità. L'operazione era finalizzata a risolvere il significativo deterioramento economico-patrimoniale e finanziario in cui versava l'Emittente sin dal biennio 2012-2013 e alla riduzione dell'elevato indebitamento nei confronti degli istituti di credito.

In particolare, l'operazione di risanamento aziendale prevedeva l'esecuzione di un accordo di investimento stipulato dai soci con un nuovo partner industriale che comportava operazioni di aumento di capitale dell'Emittente riservate alle parti di tale accordo da eseguirsi per cassa e in natura. L'operazione comprendeva altresì l'esecuzione di accordi di ristrutturazione con le banche, finalizzati a una significativa esdebitazione dell'Emittente e alla conversione di crediti in capitale, nonché l'aumento di capitale in opzione ai soci di Aedes, con contestuale assegnazione di *warrant* gratuiti.

Il prospetto ha evidenziato le incertezze inerenti alla copertura del fabbisogno finanziario nonché gli scostamenti significativi dell'andamento gestionale del Gruppo rispetto al piano industriale adottato dagli organi amministrativi a supporto della manovra finanziaria succitata e i profili di rischio connessi.

Nel corso del 2015, l'elevata complessità e instabilità del contesto di riferimento già evidenziate in precedenza (si veda il primo Capitolo della Parte A) hanno indotto la Consob a intensificare l'attività istruttoria anche attraverso il maggior ricorso all'attività di *pre-filing*, ai sensi degli artt. 4 e 52, comma 1-*bis*, e dell'art. 63, comma 2, del Regolamento Emittenti. Tale approccio, adottato per la trattazione di specificità dell'operazione e/o dell'emittente prima dell'invio formale dell'istanza, ha consentito di aumentare la chiarezza delle informazioni incluse nel prospetto e, nel contempo, di ridurre i tempi di svolgimento delle istruttorie.

In prospettiva, le procedure amministrative seguite da Consob e dalle altre autorità competenti europee per l'approvazione del prospetto saranno caratterizzate da una crescente armonizzazione, grazie alle emanande misure di Livello 2 di attuazione della Direttiva Prospetto e alla revisione della Direttiva stessa, tese a contemperare l'esigenza di garantire adeguate tutele agli investitori, limitare gli oneri amministrativi per gli emittenti e mantenere una sufficiente flessibilità per i mercati nazionali (Riquadro 9).

## Riquadro 9

### La Direttiva Prospetto: misure attuative e proposta di revisione

La revisione della Direttiva Prospetto si inserisce nell'ambito dell'Action Plan del 30 settembre 2015, che individua iniziative tese a promuovere una Capital Markets Union a livello europeo.

In particolare, nel mese di novembre 2015, ad esito del processo di consultazione avviato nel mese di febbraio e conclusosi a maggio, la Commissione europea ha presentato una proposta di Regolamento in materia di prospetto da pubblicare in occasione dell'offerta o dell'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari. Gli obiettivi perseguiti dalla proposta sono quelli di individuare un migliore equilibrio tra l'esigenza di protezione degli investitori e la limitazione degli oneri amministrativi per gli emittenti, la promozione del mercato interno dei capitali e della CMU, il mantenimento di una sufficiente flessibilità per i mercati nazionali, l'ulteriore promozione dell'impiego del passaporto per le emissioni *cross border*.

In considerazione degli obiettivi appena menzionati le regole informative dettate dalla proposta di Regolamento sono state modulate sulle specifiche esigenze dei vari tipi di emittenti, in modo da agevolare la raccolta di capitali nell'Unione, mirano a potenziare l'efficacia del prospetto quale strumento informativo per i potenziali investitori e realizzano una maggiore convergenza e integrazione tra le regole UE sul prospetto e quelle sulla *disclosure*. In questa ottica, la proposta pone enfasi su quattro gruppi di emittenti per i quali viene rivista la disciplina del prospetto o vengono proposte nuove norme: i) gli emittenti con titoli ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato o su uno *SME growth market*, ii) le piccole e medie imprese (PMI), iii) *i frequent issuers*, iv) gli emittenti titoli non azionari.

Per la revisione delle regole informative del prospetto, la proposta intende far leva, per quanto possibile, sulla nuova cornice normativa definita dalle Direttive MiFID II, *Shareholders Rights* e Direttiva *Transparency* e dal Regolamento MAR. Tra i principali interventi di riforma, inoltre, è previsto il tendenziale allineamento del *summary* del prospetto al KID (*Key Information Document*) già in essere per i prodotti d'investimento e assicurativi preassemblati (PRIIPs), con la possibilità di riutilizzare completamente i contenuti del KID richiesto nel caso di vendita al dettaglio di tali prodotti.

L'adozione di misure di Livello 2 della Direttiva Prospetto (Regolamento delegato da adottare ai sensi della Direttiva *Omnibus II*) in tema di informativa per l'offerta pubblica e l'ammissione di strumenti finanziari alle negoziazioni rappresenta un passo verso l'armonizzazione in ambito europeo delle procedure amministrative seguite dalle autorità competenti per l'approvazione del prospetto. Tali misure mirano a garantire una maggiore accessibilità del prospetto da parte degli investitori e una maggiore trasparenza degli annunci pubblicitari.

In particolare, il Regolamento delegato, per rendere più efficiente e omogeneo il processo di approvazione, introduce una disciplina armonizzata degli aspetti tecnici più rilevanti del processo iterativo di approvazione del prospetto, a cui la Consob risulta già allineata.

Al fine di definire con maggiore certezza per gli emittenti le diverse fasi in cui può svilupparsi il processo di approvazione del prospetto, il testo del progetto legislativo individua i documenti che dovrebbero essere forniti alle autorità competenti nei diversi momenti del ciclo di approvazione e le modalità d'interazione tra i soggetti che partecipano a tale processo e l'autorità competente. Con riguardo alla pubblicazione del prospetto, inoltre, si richiede che il formato elettronico debba consentire le funzioni di ricerca e che l'accesso al prospetto non debba essere condizionato all'accettazione da parte dell'investitore di un *disclaimer* che limiti la responsabilità legale o al pagamento di una commissione. Sulla materia degli annunci pubblicitari, infine, facendo leva sul principio secondo cui la pubblicità riguardante un'offerta al pubblico non può contenere informazioni incoerenti con quelle del prospetto, si chiarisce che i messaggi pubblicitari non possono contenere indicatori di *performance* dell'emittente non riportati nel prospetto e si richiede una rettifica dei messaggi divenuti fuorvianti o inaccurati a seguito della pubblicazione di un supplemento al prospetto.

È stata parimenti intensificata la collaborazione con la Banca d'Italia nell'ambito dei controlli sugli emittenti/offerenti di natura bancaria e finanziaria, particolarmente impegnativi per effetto degli articolati programmi di rafforzamento patrimoniale che le banche hanno dovuto definire, anche in ragione dell'attività periodica annuale di revisione e valutazione del processo di controllo prudenziale della BCE e della Banca d'Italia (*Supervisory Review Process* – SREP; per ulteriori dettagli si veda il paragrafo 3.2 'La vigilanza sul settore bancario').

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

Nel 2015 sono stati approvati 730 prospetti relativi a strumenti finanziari comunitari *non-equity*, di cui 272 riferibili a prestiti obbligazionari, 424 a Oicr, 33 a *covered warrant* e *certificates* e uno all'ammissione a quotazione di *warrant* (Tav. 44).

Nel corso dell'anno, sono state potenziate le attività di monitoraggio delle macro-caratteristiche strutturali dei prodotti finanziari emessi a valere su prospetti, anche al fine di rendere sinergica la vigilanza sull'informativa con quella effettuata in ordine alla prestazione dei servizi di investimento e al rispetto delle regole di condotta da parte degli intermediari.

**Tav. 44 Vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di strumenti *non-equity***  
(numero prospetti informativi)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
prestiti obbligazionari	748	655	777	535	517	313	272
di cui: <i>prospetti base</i>	472	405	416	286	196	148	117
<i>prospetti informativi</i>	36	24	14	7	3	8	8
<i>documenti di registrazione e supplementi</i>	240	226	347	242	327	157	147
<i>covered warrant</i> <sup>1</sup> e <i>certificates</i>	102	27	66	52	104	58	33
ammissione a quotazione di <i>warrant</i>	10	--	--	--	--	1	1
Oicr <sup>2</sup>	337	380	330	415	478	537	424
<i>totale</i>	<i>1.197</i>	<i>1.062</i>	<i>1.173</i>	<i>1.002</i>	<i>1.009</i>	<i>909</i>	<i>730</i>

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Numero di prospetti approvati nel corso dell'anno, ognuno dei quali normalmente riguarda l'emissione di più 'serie' di *covered warrant*. Il totale include 20 prospetti di base, 4 documenti di registrazione e 9 supplementi. <sup>2</sup> Il dato comprende le offerte al pubblico di quote di fondi comuni e di azioni di Sicav, le ammissioni a quotazione di quote di partecipazione in fondi chiusi italiani e di strumenti finanziari emessi da società di gestione di diritto estero. Il dato include anche le commercializzazioni di nuovi comparti di Oicr esteri armonizzati. Si segnala che: i) a partire dal 1° luglio 2009 la pubblicazione di prospetti di Oicr italiani aperti non è più soggetta ad autorizzazione preventiva; ii) dal 1° luglio 2011 è entrata in vigore la nuova procedura di notifica tra l'autorità dello Stato membro d'origine e la Consob stabilita dall'art. 93 della Direttiva 2009/65/CE e dal Regolamento UE 584/2010.

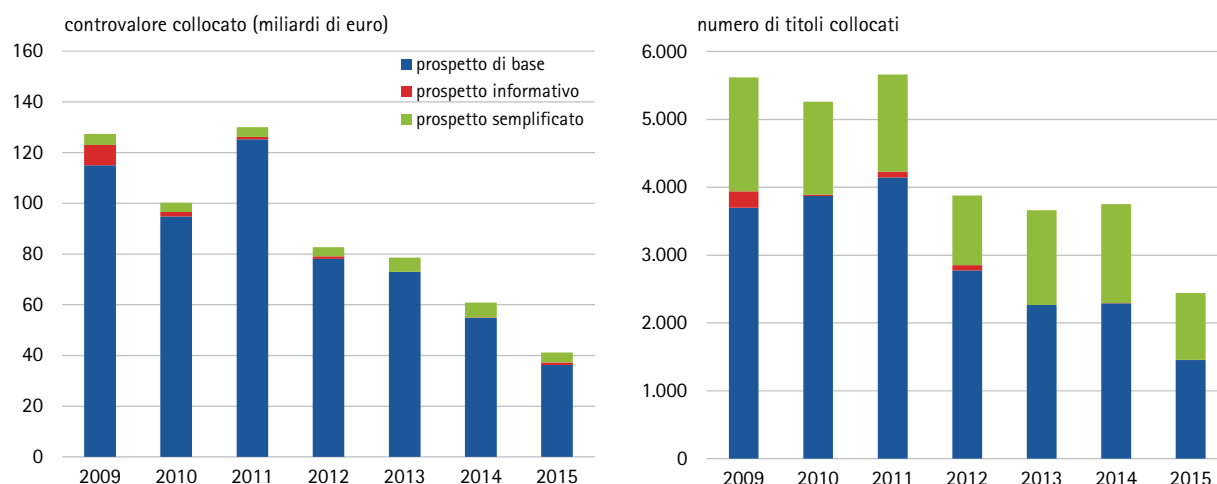
Con riferimento agli emittenti bancari sia italiani sia esteri, sono stati approvati 268 documenti relativi a prestiti obbligazionari, dei quali 117 prospetti di base, 4 prospetti informativi e 147 documenti di registrazione e supplementi (ulteriori 4 prospettivi informativi si riferiscono a prestiti obbligazionari riferibili a società non finanziarie).

Nel corso del 2015 i volumi collocati di titoli *non-equity* emessi da istituti di credito si sono attestati a circa 41,1 miliardi di euro, in netta riduzione rispetto all'anno precedente (circa 60,9 miliardi) e in linea con la dinamica in atto dal 2011. Si rileva, altresì, un'analoga riduzione nel numero di titoli offerti, pari a 2.442 (circa 3.750 nel 2014; Fig. 11).

Tale dinamica interessa in misura sostanzialmente equivalente sia le offerte sottoposte al regime ordinario, di cui agli artt. 94 e ss. del Tuf, sia le offerte rientranti nel regime semplificato, di cui all'art. 34-ter, comma 4 del Regolamento Emittenti. Al riguardo, si rammenta che, nel primo caso, il prospetto (base o informativo) è sottoposto alla preventiva approvazione della Consob, mentre al ricorrere dei requisiti qualitativi e quantitativi previsti dalla seconda fattispecie la pubblicazione del prospetto non è condizionata ad approvazione né oggetto di deposito presso l'Istituto (si parla in tal caso di prospetto semplificato). In particolare, gli emittenti hanno segnalato circa 1.460 emissioni effettuate a valere su prospetti (base e informativi) approvati da Consob (circa 2.290 nel 2014) e circa 990 emissioni tramite prospetti semplificati (circa 1.460 nel 2014).

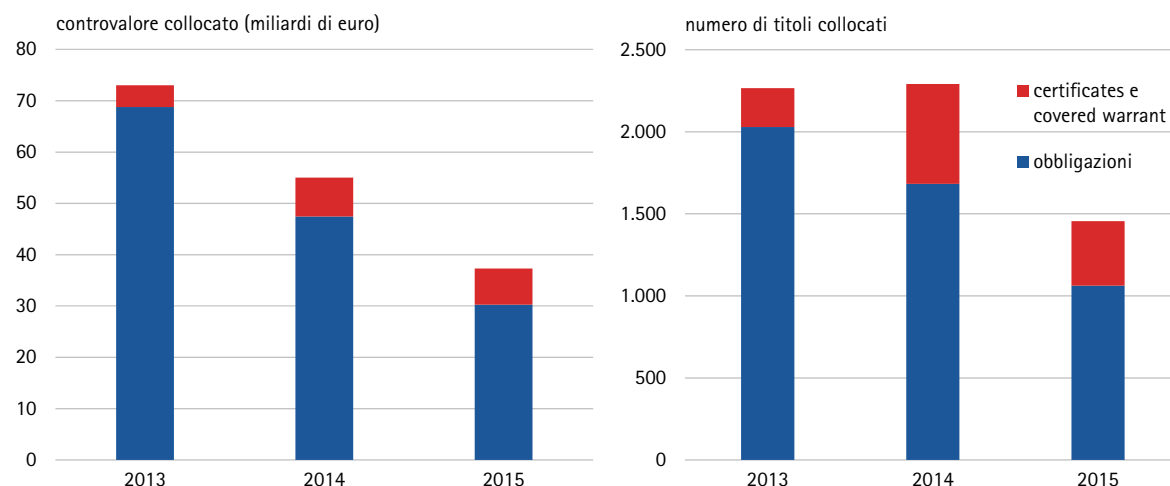
A fronte della sensibile riduzione del numero di obbligazioni emesse e del relativo controvalore collocato, il segmento degli strumenti finanziari derivati cartolarizzati (*certificates* e *covered warrants*) mostra volumi più stabili (Fig. 12).

**Fig. 11 Offerte di obbligazioni, *certificates* e *covered warrant* di banche italiane per tipologia di documento**



Fonte: Consob.

**Fig. 12 Offerte di obbligazioni, *certificates* e *covered warrant* di banche italiane per tipologia di strumento**



Fonte: Consob.

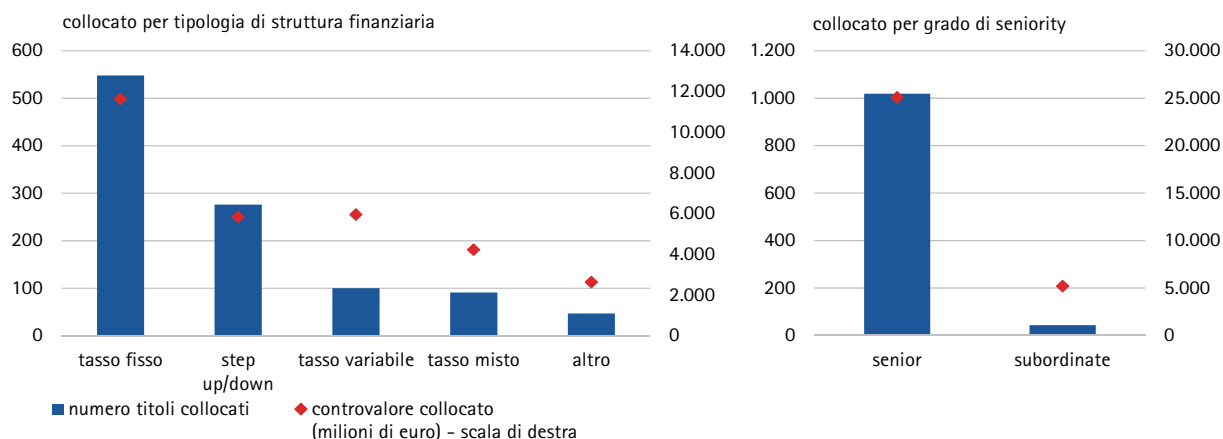
Con riferimento alle operazioni di offerta al pubblico riguardanti tali prodotti, nonostante una sensibile diminuzione del numero di titoli offerti nel corso del 2015, i controvalori collocati si attestano su valori solo lievemente inferiori a quelli dell'anno precedente (7 miliardi di euro circa a fronte dei 7,6 miliardi nel 2014).

Con particolare riferimento alle offerte al pubblico di prestiti obbligazionari bancari a valere su un prospetto sottoposto all'approvazione dell'Istituto, nel 2015 gli strumenti effettivamente collocati sono prevalentemente emissioni a tasso fisso (11,6 miliardi di euro per 548 titoli collocati, pari rispettivamente al 38 e al 48 per cento del totale; Fig. 13).

Con riguardo alla *seniority*, i volumi collocati riferibili a emissioni subordinate di tipo Tier II sono pari a circa 5,1 miliardi di euro, corrispondente al 17

per cento circa del totale collocato a valere su prospetti base o informativi. L'80 per cento del collocato è riconducibile a tre dei principali enti creditizi italiani.

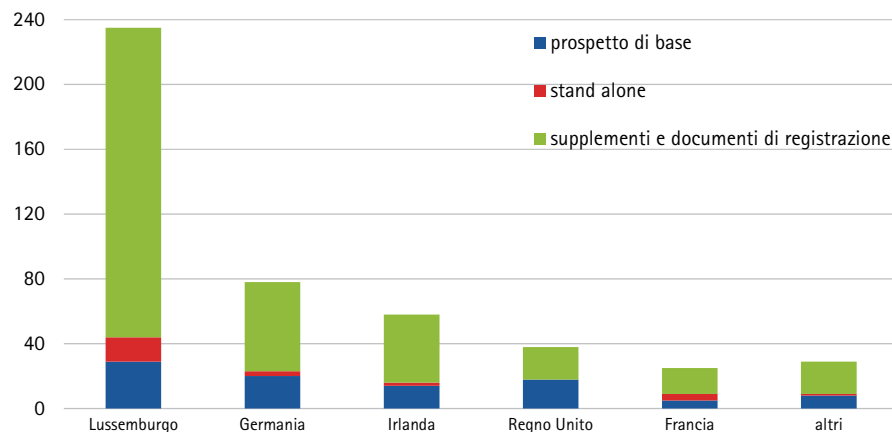
**Fig. 13 Offerte al pubblico di obbligazioni bancarie a valere su prospetti approvati dalla Consob per tipologia di struttura finanziaria e per *seniority***



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

Nel 2015 la Consob ha verificato la completezza documentale e la regolarità del certificato di approvazione di 463 documenti (546 nel 2014) approvati da autorità dell'Unione Europea e da queste notificati alla Commissione ai sensi della Direttiva 71/2003/CE. Detti documenti sono riconducibili a 94 prospetti di base (20 per cento del totale), 25 prospetti (5 per cento) e 344 supplementi (74 per cento; Fig. 14). Sono stati inoltre offerti al pubblico in Italia e/o ammessi a negoziazione presso mercati regolamentati italiani 881 strumenti finanziari comunitari *non-equity* di emittenti finanziari assistiti da *final terms* trasmessi alla Consob e dai relativi a prospetti di base previamente passaportati (869 nel 2014).

**Fig. 14 Offerta al pubblico e/o ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari *non-equity* - documenti 'passaportati'**



Fonte: Consob. La categoria 'altri' include Olanda, Austria e Liechtenstein.

Nel corso dell'anno è proseguito il potenziamento della vigilanza sull'informativa resa nel prospetto in occasione dell'offerta al pubblico e/o dell'ammissione alla negoziazione sui mercati regolamentati con particolare riferimento a prodotti connotati da profili di complessità.

Con riguardo alla documentazione d'offerta, l'informativa è stata integrata in ordine ad alcuni aspetti concernenti l'Emittente e i rischi a questi riferibili. In particolare, ove disponibile, è stata inserita specifica informativa in ordine all'indicatore di *credit spread* (inteso come differenza tra il rendimento di una obbligazione *plain vanilla* di propria emissione e il tasso *interest rate swap* medio di durata corrispondente), quale indicatore potenzialmente segnaletico di un rischio di credito valutato significativo dal mercato. In presenza di valori di *credit spread* rilevanti, è stata inserita apposita informativa nell'ambito dei fattori di rischio relativi all'emittente. Inoltre, al superamento di determinate soglie di rilevanza di detto indicatore sono stati prodotti supplementi al prospetto.

È proseguita l'azione di vigilanza relativamente all'attività pubblicitaria effettuata nell'ambito di operazioni di offerta/ammissione alla negoziazione sui mercati regolamentati dei prodotti a valere su prospetti domestici e passaportati in Italia.

In particolare sono stati adottati interventi su messaggi pubblicitari diffusi ai fini dell'offerta/ammissione a quotazione di obbligazioni e strumenti derivati cartolarizzati. Detti interventi hanno riguardato prevalentemente operazioni relative a prodotti connotati da profili di complessità nonché oggetto di diretta distribuzione sui mercati regolamentati.

Le incongruenze riscontrate nei messaggi pubblicitari oggetto di intervento hanno prevalentemente riguardato: i) l'utilizzo di modalità redazionali che attribuiscono particolare enfasi grafica ai rendimenti laddove le informazioni relative alle caratteristiche e ai rischi connessi ai prodotti risultano ricevere una parziale rappresentazione; ii) la carente rappresentazione della complessità e del rischio sotteso alla possibile perdita del capitale investito, spesso ridimensionato rispetto ai vantaggi pubblicizzati.

In tale ambito gli emittenti e offerenti sono stati richiamati all'osservanza dei principi dettati dalla normativa applicabile all'attività pubblicitaria (art. 101 del d.lgs. 58/98 e artt. 34-*octies*, 34-*novies* e 53 del Regolamento Emittenti), nonché delle raccomandazioni formulate dalla Comunicazione Consob 11021864 del 24 marzo 2011 in materia di messaggi pubblicitari. Da ultimo è stata richiamata l'attenzione sulla necessità di dare opportuna evidenza del rischio correlato all'eventuale utilizzo del *bail-in* nonché del rischio di eventuale riduzione o conversione in azioni delle obbligazioni subordinate (Riquadro 10).

Gli interventi di vigilanza effettuati hanno comportato un tempestivo allineamento da parte degli operatori alle indicazioni fornite. In alcune occasioni gli emittenti, oltre ad avere provveduto a sanare le incongruenze rilevate, si sono impegnati ad attivare le strutture interne competenti, al fine di presidiare le modalità di redazione dei messaggi pubblicitari.

## Riquadro 10

### La *disclosure* sui rischi derivanti dal *bail-in*

Alla luce del nuovo quadro normativo in materia di risanamento e risoluzione delle crisi bancarie (Direttiva 2014/59/UE, recepita per il tramite dei d.lgs. 180 e 181 del 16 novembre 2015), è stato promosso un aggiornamento della *disclosure* da rendersi in un prospetto riguardante titoli di debito emessi da soggetti bancari, in ordine alla rischiosità derivante dall'eventuale applicazione del regime di *bail-in*. Per effetto di tale regime, le passività di un ente soggetto a risoluzione possono essere svalutate, fino all'eventuale azzeramento del valore nominale, nonché convertite in titoli di capitale da parte delle Autorità di risoluzione designate.

La previsione di apposita *disclosure* in merito alla rischiosità concernente l'eventuale esercizio del *bail-in* da rendersi in un prospetto avente ad oggetto titoli di debito subordinati e/o senior *unsecured*, era stata già promossa nel corso del 2014, successivamente all'entrata in vigore della Direttiva 2014/59/UE. Tale rischio è stato poi successivamente aggiornato, in concomitanza con l'entrata in vigore dei decreti legislativi sopra richiamati, in coerenza con la suddetta normativa di recepimento. In particolare, nella rappresentazione delle passività che potranno essere assoggettate a *bail-in* è stato precisato l'ordine di riduzione o conversione in azioni dettato dalla normativa di recepimento e il grado di collocazione, nella scala gerarchica, delle obbligazioni rispetto alle altre categorie di passività, tra cui i depositanti.

Ulteriori interventi in ordine alla *disclosure* resa nella documentazione d'offerta sono stati effettuati con riferimento alle obbligazioni subordinate che, alla luce della gerarchia prevista dal legislatore ai fini della riduzione o conversione, potranno essere ridotte o convertite in azioni prima delle obbligazioni non subordinate e indipendentemente dall'avvio di una procedura di risoluzione.

Con l'entrata in vigore della Comunicazione della Commissione Europea, del 1° agosto 2013, in tema di aiuti di Stato agli enti creditizi, è stato definito un nuovo regime in base al quale, in presenza di situazioni di crisi finanziaria, l'eventuale concessione di aiuti di Stato, ove ne ricorrano i presupposti, dovrà essere condizionata a una previa 'condivisione degli oneri', oltre che da parte degli azionisti, anche da parte di coloro che hanno sottoscritto titoli di debito subordinato. Detta Comunicazione poneva pertanto le basi per un passaggio agevole al successivo sistema del *bail-in*. A seguito dell'entrata in vigore della suddetta Comunicazione, pertanto, sono state promosse prassi istruttorie volte all'implementazione di uno specifico indicatore di rischio all'interno dei prospetti relativi a obbligazioni subordinate, in ordine al nuovo quadro previsto nell'ambito della Comunicazione della Commissione Europea (e in aggiunta ai fattori di rischio e avvertenze già riportati nei prospetti in ordine alla maggiore rischiosità derivante dalla natura subordinata delle obbligazioni e al rischio di mancato rimborso per il verificarsi di eventi patologici, quale ad esempio l'avvio di procedure di concorsuali).



Con riferimento ai cosiddetti 'Titoli di Risparmio per l'Economia Meridionale', nel corso del 2015, otto soggetti (quattro nel 2014) sono stati autorizzati a procedere, nei limiti di quanto previamente comunicato, con 12 emissioni (cinque nel 2014). Il controvalore collocato riferito alle suddette operazioni è risultato pari a poco più di 39 milioni di euro (circa 47 milioni nel 2014).

Con riferimento ai prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione, nel 2015 sono stati depositati presso gli archivi della Consob, per il tramite del Sistema Integrato SAIVIA, 532 prospetti relativi a prodotti finanziario-assicurativi di tipo *unit linked* (53 primi depositi e 348 aggiornamenti) e di capitalizzazione (16 primi depositi e 115 aggiornamenti; Tav. 45).

L'attività di monitoraggio, basata su un approccio di vigilanza *risk based* e sull'analisi di un articolato sistema di allertatori automatici (di cui alla Comunicazione 9025454 del 21 settembre 2009), ha evidenziato 203 prospetti con potenziali criticità informative.

In termini generali, le criticità rilevate dal SAIVIA sono sostanzialmente riconducibili alla corretta rappresentazione dell'informativa di trasparenza dei prodotti della tipologia *unit linked*, con particolare riferimento agli indicatori quantitativi dell'approccio *risk based*, quali la struttura finanziaria, il profilo di rischio e l'orizzonte temporale della proposta d'investimento e i rendimenti potenziali offerti dall'investimento.

Con riguardo agli indicatori quantitativi dell'*unbundling* dell'investimento finanziario e del meccanismo di rivalutazione delle capitalizzazioni, il sistema integrato SAIVIA nel corso del 2015 non ha evidenziato particolari criticità, in quanto le imprese di assicurazione hanno fornito un'informativa *compliant* con gli indicatori quantitativi del citato approccio *risk based*.

**Tav. 45 Interventi di *enforcement* sui prodotti assicurativi svolti nel 2015**

tipologia di contratto	prospetti depositati		prospetti oggetto di monitoraggio	interventi di vigilanza distinti per area			totale
		di cui: primi depositi		struttura finanziaria e rischio	scenari di rendimento	altro	
unit linked	401	53	203	230	57	126	413
index linked	--	--	--	--	--	--	--
capitalizzazione	131	16	--	--	--	--	--
<i>totale</i>	<i>532</i>	<i>69</i>	<i>203</i>	<i>230</i>	<i>57</i>	<i>126</i>	<i>413</i>

Fonte: Consob.

Nei casi in cui è risultato necessario, le imprese di assicurazione hanno effettuato nel corso dell'anno l'aggiornamento tempestivo dell'informativa agli investitori, al fine di ripristinare la completezza e la coerenza tra i dati relativi alle dimensioni di rischiosità definite nell'ambito dell'approccio *risk based*, dandone opportuna evidenza agli investitori nei casi più rilevanti attraverso appositi avvertimenti sui siti internet.

### 3 L'informazione societaria

Nel corso del 2015, la Consob si è avvalsa come di consueto degli strumenti di vigilanza più idonei a garantire chiarezza, completezza e tempestività dell'informativa resa al mercato dalle società quotate a beneficio dei risparmiatori e di una maggiore consapevolezza nelle scelte di investimento.

In particolare, la Commissione ha formulato richieste di informazioni in 502 casi e di pubblicazione di dati e notizie in 89 casi ai sensi, rispettivamente, dell'art. 115 e dell'art. 114 del Tuf (Tav. 46).

**Tav. 46 Vigilanza sull'informativa societaria e sugli assetti proprietari**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
richieste di informazioni <i>ex art. 115 Tuf</i> <sup>1</sup>	811	506	611	570	691	633 <sup>2</sup>	502
richieste di pubblicazione di dati e notizie <i>ex art. 114 Tuf</i>	267	164	129	128 <sup>3</sup>	171	106	89
esoneri dalla comunicazione di dati e notizie <i>ex art. 114, comma 6, Tuf</i>	4	2	9	1	17	5	--
ritardi nella comunicazione di dati e notizie <i>ex art. 114, comma 3, Tuf</i>	1	2	4	6	13	--	3
richieste di pubblicazione immediata di raccomandazioni in presenza di <i>rumours</i> <i>ex art. 69-novies</i> Regolamento Emittenti	4	4	2	--	9	29	14
segnalazioni all'Autorità Giudiziaria	10	6	3	8	13	18	8
lettere di richiamo	--	2	--	--	2	10	6
impugnative di bilancio	1	1	--	1	1	1	--
procedimenti di non conformità <i>ex art. 154-ter, comma 7, Tuf</i>	1	3	--	10	5	5	2

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Il dato comprende anche le richieste di informazioni sull'azionariato. <sup>2</sup> Il dato relativo al 2014 include le richieste effettuate nell'ambito di istruttorie finalizzate all'approvazione di documenti di Opa/Ops. <sup>3</sup> Il dato del 2012 comprende anche una richiesta di integrazione di documenti informativi relativi a operazioni con parti correlate.

La riduzione del numero di richieste formulate dalla Consob nell'ultimo biennio si spiega principalmente con l'ampliamento degli obblighi informativi previsti dall'ordinamento che ha ridotto la necessità di integrare l'informativa resa dall'emittente su istanza dell'Autorità di vigilanza. Nell'obiettivo di ridurre gli oneri a carico dei soggetti vigilati, la Commissione ha inoltre progressivamente veicolato in un unico procedimento le istanze provenienti da più unità organizzative deputate a vigilare su ambiti differenti.

Nel corso dell'anno l'Istituto ha inoltre ricevuto tre comunicazioni di ritardo di diffusione di informazioni rilevanti da parte di emittenti quotati che si sono avvalsi della facoltà prevista dall'art. 114, comma 3 del Tuf.

La normativa infatti attribuisce all'emittente la facoltà di ritardare la diffusione dell'informazione per evitare un danno ai propri legittimi interessi e sotto la propria responsabilità, sempre che il ritardo non induca in errore il pubblico su fatti e circostanze essenziali. In questi casi il mantenimento della riservatezza è cruciale per evitare fughe di notizie di cui l'emittente rimane responsabile. Alla comunicazione segue la verifica da parte dell'Istituto del corretto mantenimento della riservatezza e dell'effettiva sussistenza delle condizioni previste dall'art. 114 del Tuf e disposizioni attuative (art. 66-*bis* del Regolamento Emittenti).

In 14 casi la Commissione ha ritenuto opportuno richiedere la pubblicazione immediata di raccomandazioni in presenza di *rumours*, ex art. 69-*novies* del Regolamento Emittenti. Ha altresì formulato sei lettere di richiamo e avviato due procedimenti di non conformità ex art. 154-*ter*, comma 7 del Tuf. Infine, in otto circostanze la Commissione ha proceduto a segnalare all'Autorità Giudiziaria fatti accertati nello svolgimento della propria attività, potenzialmente rilevanti sotto il profilo penale.

Gli artt. 114 (ad eccezione del comma 7) e 115 del Tuf si applicano anche agli emittenti strumenti finanziari che, ancorché non quotati in mercati regolamentati italiani, siano diffusi tra il pubblico in misura rilevante. Con delibera 19298 del 5 agosto 2015, la Consob, sulla base delle comunicazioni ricevute ai sensi del comma 2 dell'art. 108 del Regolamento Emittenti, ha aggiornato l'elenco degli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante alla data del 30 luglio 2015, quando sono risultati pari a 66 rispetto ai 69 dell'anno precedente (per effetto dell'esclusione di sei emittenti e dell'inclusione di tre società).

Gli emittenti strumenti finanziari diffusi sono in prevalenza banche, che hanno fatto ricorso al mercato del capitale di rischio mediante un'offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita. Le società industriali sono presenti in misura notevolmente inferiore e sono rappresentate, in particolare, da emittenti le cui azioni sono state oggetto di revoca dalla quotazione sui mercati regolamentati.

### 3.1 L'informazione contabile

La vigilanza sull'informativa finanziaria e contabile delle società quotate è svolta su base campionaria, così come previsto dagli articoli 118-*bis* del Tuf e 89-*quater* del Regolamento Emittenti.

Il meccanismo della vigilanza campionaria si basa principalmente su un approccio *risk based*, volto a selezionare le società che presentano i maggiori profili di rischio per la trasparenza e la correttezza dell'informazione finanziaria. Alle società così selezionate si aggiunge un ulteriore campione di emittenti individuato sulla base di modelli di selezione casuale, comprendente una quota non superiore a un quinto delle società quotate.

Il meccanismo della vigilanza campionaria è altresì conforme alle iniziative avviate dall'ESMA per garantire un approccio uniforme nell'attività di vigilanza degli *enforcers* nazionali.

Al riguardo, il 10 luglio 2014 è stato approvato il documento *ESMA Guidelines on enforcement of financial information*, con l'obiettivo di definire un metodo omogeneo nel processo di *review* dell'informazione finanziaria e nell'azione degli *enforcers* in materia di *corporate reporting*. Le *guidelines*, divenute efficaci il 29 dicembre 2014, stabiliscono tra l'altro principi comuni per la selezione delle società da includere nel campione di vigilanza e prevedono l'identificazione, su base annuale, delle aree tematiche (*European Common Enforcement Priorities*, ECEP) che

rappresentano gli aspetti prioritari da considerare nella redazione dei bilanci delle società quotate.

Ai fini dell'individuazione del campione da sottoporre a vigilanza anche nel 2015 si è ritenuto opportuno riservarsi un margine di flessibilità, definendo il campione in due momenti temporali successivi, pur nel rispetto del vincolo di determinazione annuale previsto dal comma 2 dell'art. 89-*quater* del Regolamento Emittenti. Sono stati inoltre effettuati approfondimenti specifici per alcuni settori ritenuti particolarmente esposti alla congiuntura economica.

L'attività di monitoraggio si è quindi focalizzata sulle aree di bilancio potenzialmente caratterizzate da maggiori criticità, tenuto anche conto delle peculiarità dei settori analizzati. Particolare attenzione è stata dedicata all'analisi dei bilanci redatti dalle società connotate dalla presenza di rilevanti *asset immateriali*.

Oggetto di approfondimenti sono stati alcuni aspetti applicativi del principio contabile IFRS 10 '*Bilancio consolidato*', che ha introdotto una nuova definizione di controllo rilevante a fini contabili. In particolare, sono stati analizzate diverse fattispecie relative alla perdita del controllo in presenza di transazioni con parti correlate (in genere società controllanti o soggette a comune controllo, azionisti di riferimento e finanziatori) e del contestuale mantenimento di un'interessenza residua nelle entità oggetto di deconsolidamento. In tale ambito, ai fini della verifica delle tre condizioni previste dal paragrafo 7 dell'IFRS 10 per l'esistenza del controllo, assumono importanza gli accordi complessivamente conclusi dai partecipanti all'operazione. In un caso è stata ravvisata una situazione di controllo di fatto, con conseguente consolidamento di una società partecipata con una quota inferiore a quella del controllo di diritto, tenuto conto della capacità dell'azionista di eleggere, e di aver eletto, la maggioranza degli amministratori con incarico triennale. Sono inoltre stati esaminati casi di controllo congiunto, nei quali particolare rilievo hanno assunto le clausole regolatrici delle situazioni di stallo. In un caso, l'introduzione dell'IFRS 10, e in particolare del regime per le *investment entity*, ha determinato per un emittente la contabilizzazione delle proprie attività in base al *fair value* in luogo del consolidamento integrale.

Per quanto riguarda le compagnie di assicurazione quotate, è proseguita l'attività di vigilanza sulle iniziative programmate in vista dei significativi cambiamenti derivanti dall'introduzione del nuovo regime di vigilanza prudenziale previsto dalla Direttiva 138/2009 (cosiddetta *Solvency II*), in vigore dal 1° gennaio 2016.

Oggetto di approfondimento è stato l'avanzamento delle attività preparatorie all'introduzione del regime *Solvency II* (con particolare riferimento agli adempimenti sul sistema di *governance*, sul *reporting* e sulla *pre-application* del modello interno per il calcolo del requisito patrimoniale di solvibilità). In dettaglio, è stata prestata attenzione alle risultanze della valutazione prospettica dei rischi e della solvibilità, il cosiddetto *forward looking assessment of own risks* (FLAOR). Tale

valutazione costituisce infatti il riferimento per le decisioni strategiche dell'impresa; essa viene comunicata all'Autorità di vigilanza attraverso la trasmissione periodica di una relazione, denominata appunto FLAOR.

Nel corso del 2015 la Commissione ha ritenuto di assoggettare a specifici obblighi di informativa periodica aggiuntiva alcune società quotate, sulla base dei poteri conferiti dall'art. 114 del Tuf. Tali obblighi vengono sottoposti a revisione in occasione della pubblicazione delle documentazioni contabili degli emittenti (bilancio e semestrale), al fine di tener conto dell'evoluzione della situazione in cui versano le società.

Al 31 dicembre 2015, 21 società quotate risultano sottoposte a obblighi di informazione mensili (24 a fine 2014) e 17 società a obblighi di informazioni trimestrali (16 a fine 2014). Nel 2015 la Commissione ha assoggettato a obblighi di informativa con cadenza trimestrale l'emittente Carraro; ha trasformato in mensili gli obblighi di informativa trimestrali cui era sottoposto l'emittente Industria e Innovazione; ha trasformato in trimestrali gli obblighi di informativa con cadenza mensile cui era sottoposto l'emittente Aedes. Per gli emittenti Moviemax e Screen Service, invece, sono venuti meno gli obblighi di informativa periodica supplementare in considerazione del provvedimento di revoca dalla quotazione delle azioni da parte di Borsa Italiana. Nei restanti casi si è proceduto a confermare gli obblighi informativi supplementari precedentemente imposti.

### 3.2 La vigilanza sul settore bancario

Nel corso del 2015 la Consob ha dedicato particolare attenzione alla vigilanza sugli emittenti bancari, tenuto anche conto della situazione particolarmente complessa e incerta in cui opera l'intero settore, in considerazione sia dell'evoluzione del contesto economico sia dei continui mutamenti del quadro regolamentare e di vigilanza prudenziale.

A tale riguardo, si segnala, tra l'altro, la crescente articolazione, a livello europeo e nazionale, del quadro normativo in materia bancaria, che nel 2015 è stato interessato da rilevanti novità, riferibili a titolo esemplificativo all'avvio a pieno regime del Single Supervisory Mechanism (SSM) con l'attribuzione di responsabilità dirette di vigilanza prudenziale alla BCE, al nuovo approccio per la risoluzione delle crisi bancarie (cosiddetto *bail-in*) e al Decreto banche popolari.

In particolare la Commissione ha svolto un'intensa attività di monitoraggio sull'informativa pubblica dei principali emittenti bancari quotati.

Al riguardo, è proseguita l'attività di vigilanza con riferimento agli esiti finali del *Comprehensive assessment* – l'esercizio di valutazione delle banche europee sistemicamente rilevanti condotto dalle Autorità di vigilanza prudenziali nazionali sotto il coordinamento centrale della BCE – rispetto al quale l'Istituto aveva già attivato diverse iniziative di vigilanza nel corso del 2014. Nel 2015, in considerazione dei rilevanti impatti contabili derivanti dal recepimento nei bilanci 2014 dei rilievi

emersi dall'*asset quality review* (AQR), la Consob ha richiesto alle banche coinvolte, ai sensi dell'art. 114, comma 5, del Tuf, di integrare l'informativa delle relazioni finanziarie annuali al 31 dicembre 2014 con una compiuta descrizione dei predetti impatti sui bilanci dell'esercizio e sulle prassi e procedure contabili applicate, nonché delle ulteriori iniziative intraprese al fine di tener conto delle richieste effettuate dalla BCE nell'ambito dell'AQR.

L'attività di vigilanza è stata orientata anche a garantire la tempestività e correttezza delle informazioni finanziarie diffuse al mercato in relazione a eventuali profili di criticità emersi nel corso del cosiddetto processo di valutazione prudenziale (*supervisory review and evaluation process*, SREP), avviato dalla BCE ai sensi dell'articolo 4(1) (f) del Regolamento UE 1024/2013 del Consiglio, del 15 ottobre 2013 (che attribuisce alla BCE compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale sugli enti creditizi).

In particolare, nel mese di gennaio 2015, anche a seguito di alcune indiscrezioni di stampa circa eventuali obblighi aggiuntivi in materia di fondi propri imposti dalla BCE ad alcune banche, la Consob ha richiesto, ai sensi dell'art. 114, comma 5, del Tuf, a tutte le banche italiane oggetto del *comprehensive assessment*, di fornire al pubblico le considerazioni in ordine agli obblighi aggiuntivi eventualmente imposti dalla BCE nell'ambito delle decisioni di carattere prudenziale assunte sulla base dell'art. 16 del citato Regolamento UE 1024/2013, con particolare riguardo al requisito minimo di *Common Equity Tier 1 ratio*.

La richiesta di diffusione di tale notizia ha rappresentato un elemento di novità rispetto alle prassi di vigilanza seguite dalla Consob. Infatti, l'Istituto ha richiesto la comunicazione al mercato di informazioni relative ai cosiddetto *Pillar II capital requirements* che in passato non erano mai state incluse tra gli obblighi di *disclosure* (*Pillar III risk reports*) previsti dalla Banca d'Italia, né avevano formato oggetto di precedenti richieste di comunicazione al mercato da parte della stessa Consob.

L'approccio di vigilanza proattivo adottato dalla Commissione, teso a dare adeguata *disclosure* dei più rilevanti requisiti prudenziali imposti alle banche, ha di fatto anticipato quanto successivamente richiesto dall'EBA nell'*Opinion* pubblicata il 18 dicembre 2015 in tema di determinazione e trasparenza dell'ammontare massimo distribuibile (*maximum distributable amount*, MDA), nell'ambito della quale è stata richiamata l'attenzione delle Autorità competenti sulla necessità di assicurare maggiore trasparenza al mercato sui requisiti di capitale imposti ad esito del processo SREP (*Pillar 2 capital requirements*). Nel citato documento si ravvisa, infatti, l'opportunità che le Autorità competenti richiedano alle banche di rendere noti al pubblico i requisiti di capitale *MDA-relevant* determinati in seguito ai risultati dello SREP, o quantomeno che non vietino alle stesse di effettuare tale *disclosure* al mercato.

Nel corso del 2015 è inoltre proseguita l'attività di verifica dell'informativa resa dalle banche in merito alle aree contabili di maggiore interesse per il settore e per gli investitori. Coerentemente con l'approccio *risk based*, l'attività di vigilanza ha tenuto conto anche delle priorità identificate

dall'ESMA per i bilanci 2014 (nel documento '*European common enforcement priorities for 2014 financial statements*', ESMA/2014/1309).

In particolare, sono state svolte verifiche in ordine alla conformità dei bilanci ai rilevanti *requirements* di informativa presenti nei principi contabili internazionali che hanno avuto la prima applicazione nei bilanci 2014 (IFRS 10, IFRS 11, IFRS 12 e gli *amended* IAS 27 e IAS 28, il cosiddetto *consolidation package*), nonché ai principi contabili IAS 12, in tema di attività fiscali, IAS 36, IAS 39, IAS 32, IFRS 7 e IFRS 13, in materia di strumenti e rischi finanziari, al fine di monitorare e indirizzare la qualità della *disclosure* fornita dalle banche italiane sui temi più rilevanti, quali l'*impairment* degli avviamenti, la qualità dei crediti, il *fair value* degli strumenti finanziari, l'esposizione al debito sovrano e gli strumenti derivati.

Le attività della Commissione sono state condotte in coerenza con i lavori avviati dalle altre autorità europee e internazionali (ESMA, EBA, FSB, ESRB), con lo scopo di migliorare la *disclosure* e la comparabilità dei bilanci delle istituzioni finanziarie e contribuire ad accrescere la fiducia del mercato sull'informativa finanziaria di tali emittenti.

Tra gli interventi di vigilanza svolti, si segnala nel corso del secondo semestre 2015 il procedimento relativo al bilancio 2014 e alla semestrale 2015 di Banca Monte dei Paschi di Siena, concernente la contabilizzazione dell'operazione 'Alexandria', chiuso con l'accertamento di non conformità dei predetti documenti ai principi contabili internazionali IAS/IFRS.

Tale procedimento amministrativo si fonda sull'esame delle nuove informazioni trasmesse dalla Procura della Repubblica presso il Tribunale di Milano. Si tratta di nuovi elementi documentali assunti nell'esercizio di poteri e con strumenti tipici dell'indagine penale che hanno portato a una riconsiderazione complessiva del quadro informativo a disposizione della Consob e, in particolare, a una diversa valutazione del '*substantive business purpose*' in precedenza rappresentato dalla Banca.

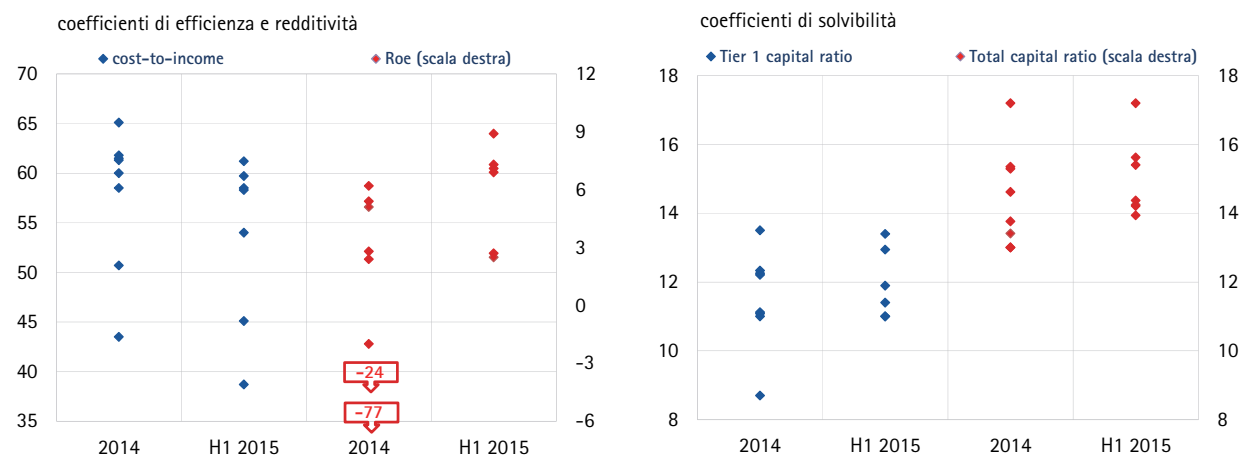
Ai sensi delle disposizioni previste dai paragrafi IG B.6, IG C.6 dello IAS 39 e AG39 dello IAS 32, uno degli elementi rilevanti al fine di una corretta contabilizzazione delle diverse transazioni che costituiscono le operazioni di *long term repo* è rappresentato dalla finalità economica dell'operazione. Infatti, in presenza di analoghi flussi di cassa, la discriminante tra la contabilizzazione a saldi aperti e quella a saldi chiusi come derivato, è proprio la volontà negoziale di acquistare i diritti dello strumento finanziario e la conseguente esposizione ai rischi e benefici dello stesso. Sulla base dei nuovi elementi documentali e alla luce delle conseguenti analisi effettuate, si è ritenuto che la volontà negoziale in precedenza rappresentata dalla Banca non poteva essere considerata aderente alla natura degli effettivi accordi negoziali intercorsi tra le parti. Di conseguenza, è stato rappresentato che, in conformità a quanto indicato dallo IAS39.IG B.6 e C.6 e dallo IAS 32. AG39, la corretta modalità di contabilizzazione dell'operazione di *long term repo* denominata 'Alexandria' era l'iscrizione di un derivato creditizio in conformità alla definizione data dal paragrafo 9 dello IAS 39.

# IV La vigilanza sugli intermediari

## 1 Le banche italiane

Nel primo semestre del 2015 la redditività dei principali gruppi bancari italiani è risultata in notevole miglioramento rispetto al corrispondente periodo del 2014, a fronte di una contrazione *del cost-to-income ratio* (rapporto tra costi operativi e margine di intermediazione). L'adeguatezza patrimoniale è rimasta, nel complesso, sostanzialmente invariata sia per il coefficiente di solvibilità primario (*Tier 1 ratio*) sia per il coefficiente di solvibilità complessivo (*Total capital ratio*; Fig. 15).

Fig. 15 Coefficienti di redditività e solvibilità dei principali gruppi bancari italiani



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali relativi ai primi otto gruppi bancari per totale attivo. Confronta Note metodologiche.

In particolare, nel corso dei primi sei mesi del 2015, il *Tier 1 ratio* e il *Total capital ratio* si sono attestati, in media, rispettivamente intorno al 12 e 15 per cento delle attività ponderate per il rischio per tutti i gruppi considerati.

In termini aggregati, l'utile netto delle maggiori banche italiane nel primo semestre dell'anno ha mostrato un incremento di circa il 90 per cento, confermato dal dato al 30 settembre 2015. Tale incremento è ascrivibile alla crescita delle commissioni nette (superiore al 9 per cento), al rilevante aumento dei proventi da operazioni finanziarie (+ 51 per cento circa) e alla riduzione delle rettifiche di valore su crediti (17 per cento circa), che hanno compensato la diminuzione del margine di interesse (-2,5 per cento). A conferma del miglioramento dell'efficienza operativa, l'incremento del



marginale di intermediazione è superiore alla lieve crescita dei costi (rispettivamente, +6 e +1 per cento; Tav. 47).

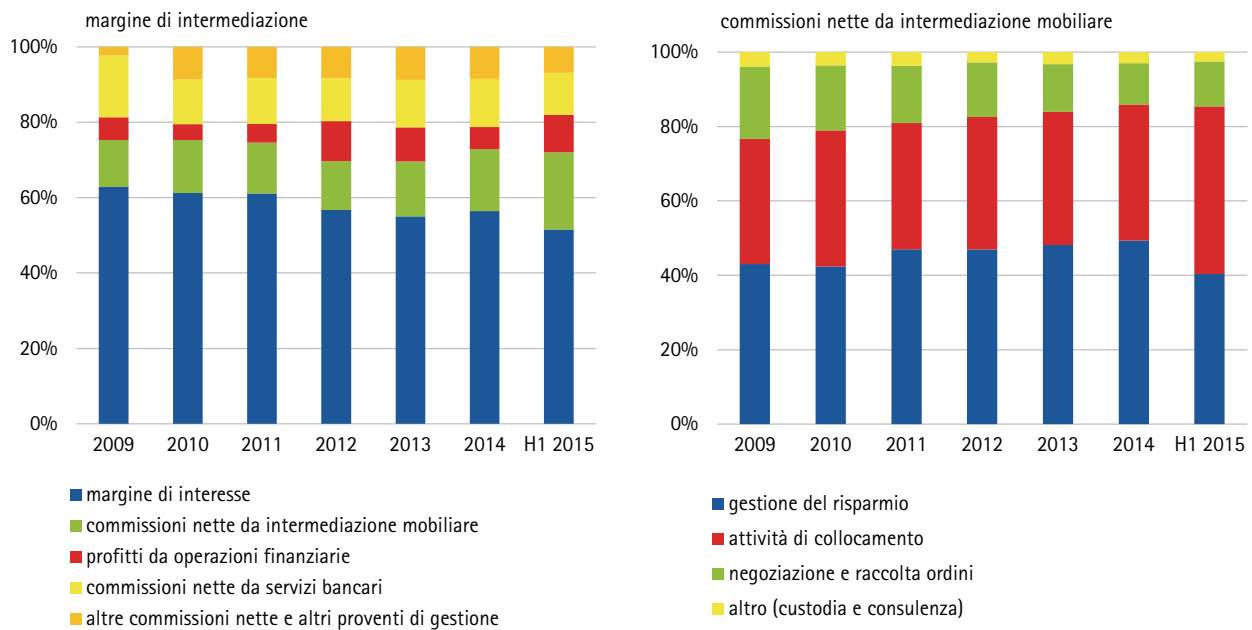
**Tav. 47 Conto economico aggregato dei principali gruppi bancari italiani**  
(milioni di euro e variazioni percentuali rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente)

	2011	2012	2013	2014	30 giu. 2015	var. % <sup>1</sup>	30 set. 2015 <sup>2</sup>
marginale di interesse (a) <sup>3</sup>	36.944	34.779	30.728	31.474	15.267	-2.5	20.826
commissioni nette (b = b.1 + b.2 + b.3)	19.815	19.372	19.223	20.136	11.164	9.2	15.420
<i>di cui: da servizi di investimento e gestioni collettive (b.1)</i>	<i>8.164</i>	<i>7.940</i>	<i>8.165</i>	<i>9.164</i>	<i>6.055</i>	<i>18.1</i>	
negoziante titoli e valute e raccolta ordini	1.257	1.165	1.046	1.019	730	0.3	
gestioni individuali	668	626	603	628	364	25.3	
gestioni collettive	3.063	3.017	3.250	3.812	2.020	33.8	
banca depositaria	104	83	80	85	56	8.0	
custodia titoli	73	53	37	18	44	54.4	
collocamento e distribuzione prodotti fin. e ass.	2.773	2.825	2.921	3.348	2.721	13.2	
Consulenza	227	170	228	254	108	-0.7	
<i>da servizi bancari (b.2)<sup>4</sup></i>	<i>7.312</i>	<i>6.956</i>	<i>7.054</i>	<i>7.093</i>	<i>3.303</i>	<i>1.8</i>	
<i>altre commissioni nette (b.3)<sup>5</sup></i>	<i>4.338</i>	<i>4.304</i>	<i>4.003</i>	<i>3.879</i>	<i>1.805</i>	<i>-2.6</i>	
profitti/perdite da operazioni finanziarie (c) <sup>6</sup>	2.994	6.521	5.032	3.280	2.939	50.7	2.973
altri proventi netti di gestione (d)	691	809	869	869	236	20.6	548
risultato della gestione assicurativa (e)	540	828	790	919	625	23.5	866
marginale di intermediazione (f = a+b+c+d+e)	60.984	61.601	56.642	56.678	30.233	5.9	40.634
costi operativi (g) <sup>7</sup>	36.522	35.209	33.278	33.027	16.279	1.1	22.567
risultato di gestione (f-g)	24.462	26.393	23.363	23.652	13.954	14.7	18.066
rettifiche nette su crediti	-14.146	-20.004	-28.069	-23.196	-6.157	-16.7	-8.201
rettifiche nette su altre operazioni finanziarie	-1.882	-1.696	-999	-656	-30	-72.9	-86
utile netto <sup>8</sup>	2.836	1.053	-4.217	-1.521	4.532	87.6	5.871

Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni intermedie relativi ai primi otto gruppi bancari per totale attivo. La mancata quadratura dell'ultima cifra può essere dovuta ad arrotondamenti. Confronta Note metodologiche. I dati tengono conto anche dei principali gruppi bancari confluiti successivamente nei gruppi esistenti attraverso operazioni di fusione o acquisizione, salvo che per HVB (consolidato in Unicredit a partire dal 1° novembre 2005). <sup>1</sup> Variazione percentuale del primo semestre del 2015 rispetto al primo semestre del 2014. <sup>2</sup> I dati al 30 settembre 2015 non includono il gruppo Bnl. <sup>3</sup> Inclusi i dividendi su partecipazioni, gli utili o le perdite delle partecipazioni valutate al patrimonio netto e il saldo delle operazioni in derivati di copertura su tassi di interesse. <sup>4</sup> Commissioni nette per garanzie rilasciate e derivati su crediti, servizi di incasso e pagamento, commissioni nette su conti correnti, carte di credito e servizi Bancomat. <sup>5</sup> Commissioni nette per servizi di *servicing* per operazioni di cartolarizzazione, di *factoring* e per servizi di esattorie e ricevitorie. <sup>6</sup> La voce comprende il risultato netto dell'attività di negoziazione, di copertura e delle attività e passività valutate al *fair value* e l'utile/perdita da cessione o riacquisto di crediti e attività e passività finanziarie. <sup>7</sup> Spese amministrative più rettifiche di valore su immobilizzazioni materiali e immateriali. <sup>8</sup> Incluso l'utile di terzi.

A giugno 2015 l'incidenza del margine di interesse sul totale dei ricavi si attesta a livelli prossimi al 50 per cento (in diminuzione di circa 10 punti percentuali rispetto all'anno precedente). Tra le commissioni nette da intermediazione mobiliare il peso relativo dei profitti derivanti dall'attività di gestione del risparmio si è contratto, portandosi a valori pari al 40 per cento; viceversa è significativamente aumentata l'incidenza dei ricavi connessi alle attività di collocamento. Il contributo di altre commissioni e proventi di negoziazione titoli e raccolta ordini al totale delle commissioni nette è rimasto sostanzialmente invariato (Fig. 16).

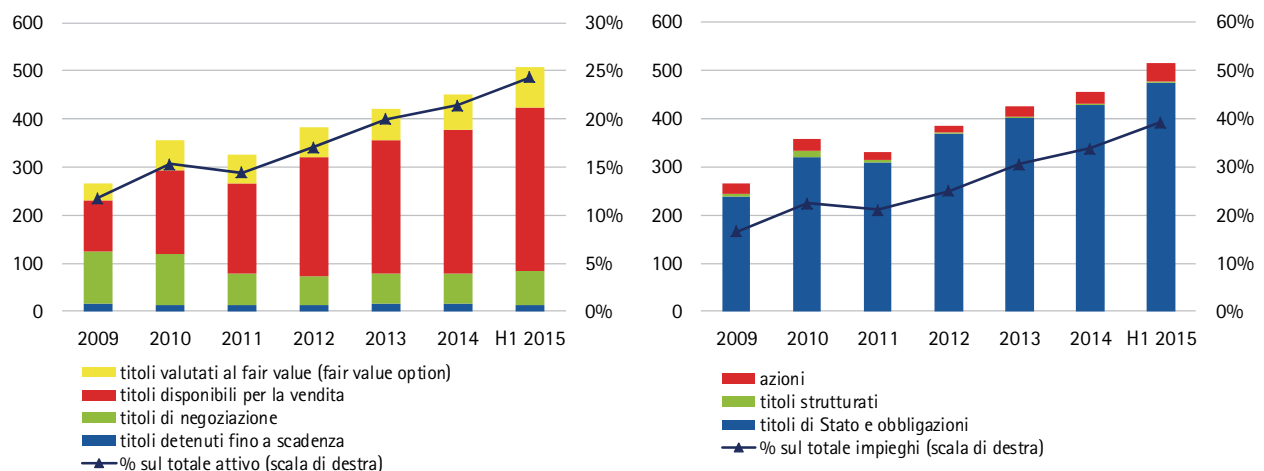
**Fig. 16 Composizione dei ricavi dei principali gruppi bancari italiani**



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali relativi ai primi otto gruppi bancari per totale attivo. Confronta Note metodologiche.

Nel primo semestre 2015, il portafoglio titoli dei maggiori istituti di credito italiani è risultato in crescita, attestandosi al 24 per cento del totale attivo. Il maggior contributo a tale incremento è riferibile alle attività finanziarie disponibili per la vendita (passate da 299 miliardi di euro a fine 2014 a 340 miliardi circa a giugno 2015). L'incidenza dei titoli sul totale degli impieghi inoltre ha evidenziato, da fine 2014 a metà del 2015, un incremento dal 34 al 39 per cento (Fig. 17).

**Fig. 17 Composizione del portafoglio titoli dei principali gruppi bancari italiani**  
(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)



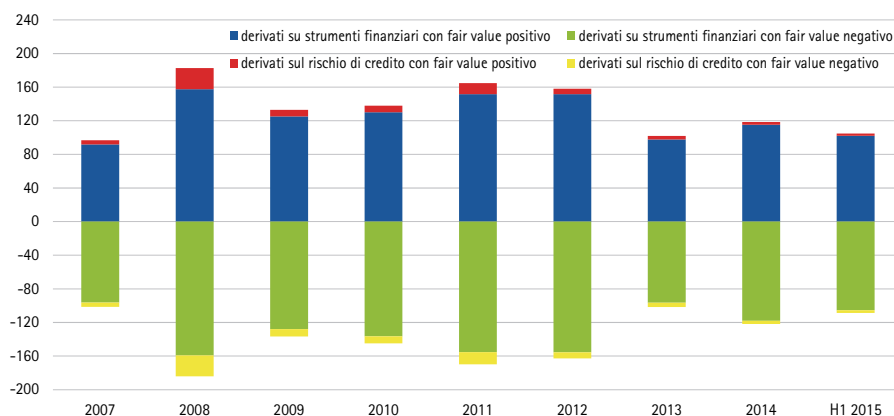
Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali relativi ai primi otto gruppi bancari per totale attivo. Confronta Note metodologiche. Sono escluse le attività finanziarie diverse dai titoli (quali crediti o finanziamenti) e le attività cedute e non cancellate o deteriorate. Gli Oicr sono ricompresi fra i titoli di Stato e le obbligazioni. I dati al 30 giugno 2015 non includono il gruppo Bnl.

In linea con gli anni precedenti, il portafoglio titoli è costituito principalmente da titoli di Stato e obbligazioni (che si attestano complessivamente a oltre 460 miliardi di euro); rimangono marginali il peso dei titoli strutturati e la componente azionaria, che tuttavia nei primi sei mesi dell'anno è cresciuta, portandosi a 36 miliardi di euro dai 25 di fine 2014.

Il valore di mercato lordo dei derivati di negoziazione (somma in valore assoluto del *fair value* dei derivati attivi e passivi) delle maggiori banche italiane ha mostrato un lieve calo, passando da 240 miliardi di euro a fine 2014 a 210 miliardi a metà 2015. Il *fair value* netto dei derivati (inteso come differenza del valore di mercato dei derivati attivi e passivi), nei primi sei mesi dell'anno, risulta altresì negativo e inferiore di oltre 600 milioni di euro rispetto al valore registrato nel 2014 (pari a -3,3 miliardi; Fig. 18).

**Fig. 18 Valore di mercato (*fair value*) dei derivati di negoziazione dei principali gruppi bancari italiani**

(dati di fine periodo; miliardi di euro)



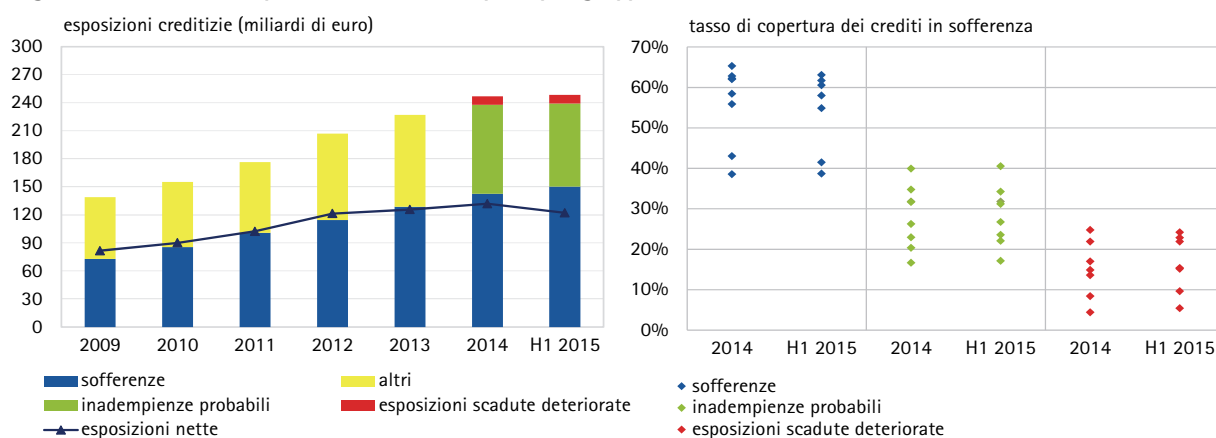
Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali relativi ai primi otto gruppi bancari per totale attivo. Confronta Note metodologiche. I dati al 30 giugno 2015 non includono il gruppo Bnl.

Con riferimento alla qualità del credito, i principali gruppi bancari italiani mostrano un lieve calo dell'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei crediti lordi verso la clientela (esposizione netta), a fronte di un persistente aumento delle sofferenze (Fig. 19).

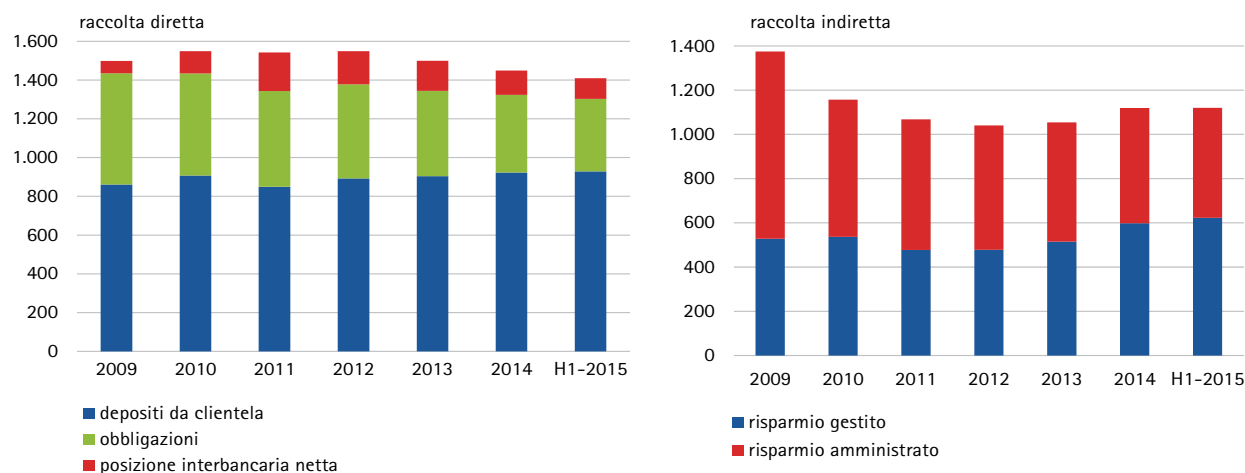
Lo *stock* dei crediti deteriorati (passato da 247 a circa 250 miliardi di euro nel primo semestre 2015) è costituito per il 60 per cento dalle sofferenze (151 miliardi di euro). Il tasso di copertura è rimasto quasi invariato per le inadempienze probabili e le esposizioni scadute deteriorate, mentre si è lievemente ridotto per le sofferenze.

Nei primi sei mesi dell'anno la raccolta diretta dei principali istituti italiani si è ridotta (-2,6 per cento) per effetto del calo della raccolta interbancaria e obbligazionaria, solo parzialmente compensato dal lieve incremento dei depositi da clientela. La raccolta indiretta (risparmio gestito e amministrato), invece, è rimasta sostanzialmente stabile rispetto a fine 2014 (Fig. 20).

**Fig. 19 Evoluzione della qualità del credito dei principali gruppi bancari italiani**



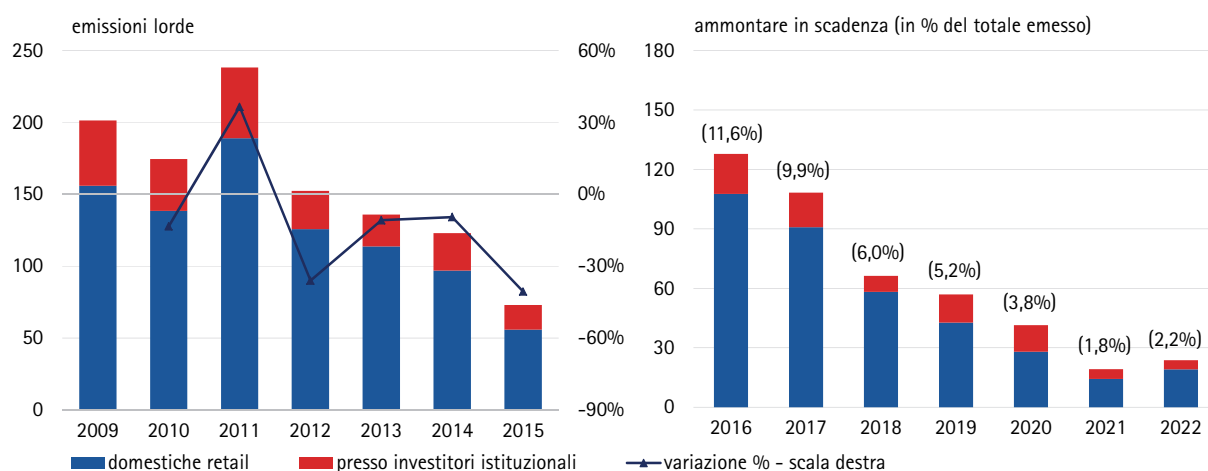
**Fig. 20 Raccolta dei principali gruppi bancari italiani**  
(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)



La raccolta obbligazionaria nel corso del 2015 si è drasticamente ridotta per tutte le banche italiane.

La contrazione, pari complessivamente al 41 per cento circa, è stata più significativa per i titoli destinati agli investitori *retail* (-42,4 per cento) rispetto a quella riferibili ai titoli collocati presso investitori istituzionali (-34 per cento circa). Il fabbisogno di rifinanziamento nel 2016 risulta significativo, a fronte di un ammontare stimato di obbligazioni in scadenza pari a circa 127 miliardi di euro, corrispondenti all'11,6 per cento dello *stock* in essere a partire dal 2009 (Fig. 21).

**Fig. 21 Emissioni di obbligazioni di banche italiane**  
(miliardi di euro)

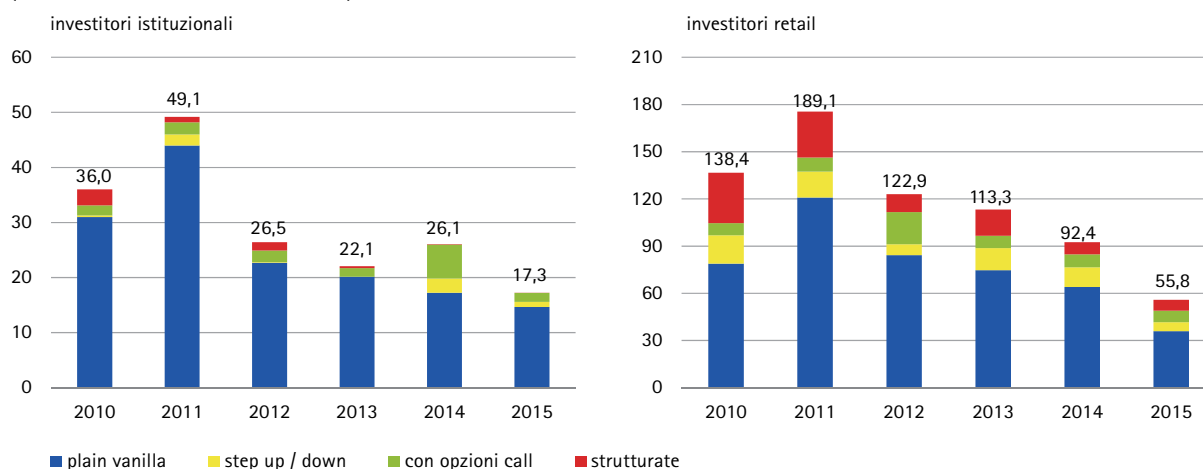


Fonte: elaborazioni su dati Dealogic, Consob e Kler's. Le scadenze si riferiscono alle obbligazioni emesse a partire dal 2009.

In linea con il dato degli anni precedenti, nel 2015 la maggior parte del controvalore delle obbligazioni bancarie è riferibile ai titoli più semplici a tasso fisso e tasso variabile (*plain vanilla*) sia sul mercato domestico sia sull'euromercato.

L'incidenza dei titoli *plain vanilla* sul totale delle emissioni si è attestata all'85 per cento nel caso dei collocamenti destinati a investitori professionali e al 64 per cento nel caso di clientela *retail*. Sull'euromercato, la parte residuale dei collocamenti ha riguardato obbligazioni con opzione di rimborso anticipato (*call*; 9 per cento) e obbligazioni a cedole fisse con andamento crescente o decrescente (*step up* e *step down*; 6 per cento). Le emissioni destinate agli investitori al dettaglio includono anche titoli con una componente derivativa (rappresentata da un'opzione *call*; 13 per cento); obbligazioni complesse cosiddette strutturate (12 per cento) e infine titoli *step up/down* (11 per cento; Fig. 22).

**Fig. 22 Emissioni di obbligazioni di banche italiane per tipologia**  
(ammontare collocato in miliardi di euro)



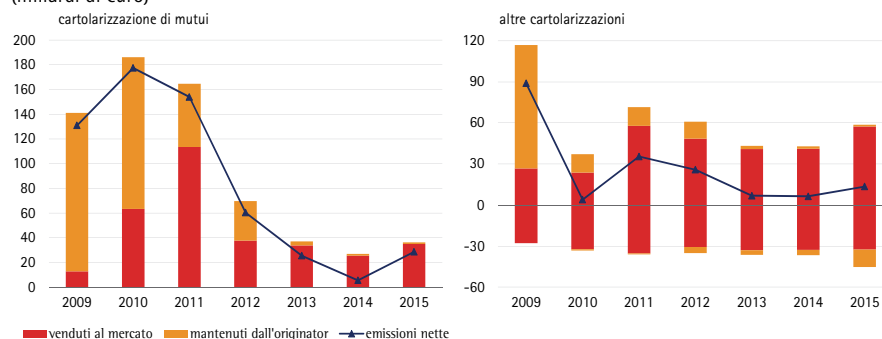
Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza. Dati provvisori e parzialmente stimati. Sono escluse le obbligazioni garantite dallo Stato.

## Riquadro 11

### Proposte in materia di cartolarizzazione nell'ambito dell'Action Plan per la creazione di una Capital Markets Union

Nel corso del 2015 il mercato delle cartolarizzazioni europeo ha evidenziato segnali di ripresa rispetto all'anno precedente, più marcata per il comparto dei titoli legati a mutui (da 5,5 a 28,6 miliardi di euro) e comunque significativa per le altre tipologie di operazioni (da 6,3 a 13,4 miliardi di euro).

#### Emissioni di cartolarizzazioni in Europa (miliardi di euro)



Fonte: Elaborazioni su dati Dealogic. I dati si riferiscono a titoli garantiti da asset di società con sede legale in Francia, Germania, Spagna, Olanda e UK o di loro controllate.

L'iniziativa europea in materia di cartolarizzazioni semplici potrebbe dare un nuovo impulso al mercato. In particolare, nella seconda metà del 2015 è stato presentato dalla Commissione europea un pacchetto di proposte in materia di operazioni di cartolarizzazione, nell'ambito dell'Action Plan del 30 settembre 2015 relativo alla creazione di una Capital Markets Union a livello europeo.

Con riferimento al mercato domestico delle cartolarizzazioni, nel corso del 2015 l'ammontare delle emissioni nette di titoli legati a mutui si è ridotto del 60 per cento circa (portandosi a 1,4 miliardi di euro dai 3,4 nel 2014); viceversa, le altre tipologie di operazioni registrano un incremento significativo portandosi a un volume netto di emissioni pari a 2,7 miliardi di euro (Fig. 23).

Permane quindi una situazione di sostanziale stagnazione del mercato, al contrario di quanto accade in ambito europeo, dove emergono segnali di ripresa. L'iniziativa europea in materia di cartolarizzazioni semplici potrebbe dare un nuovo impulso al comparto (Riquadro 11).

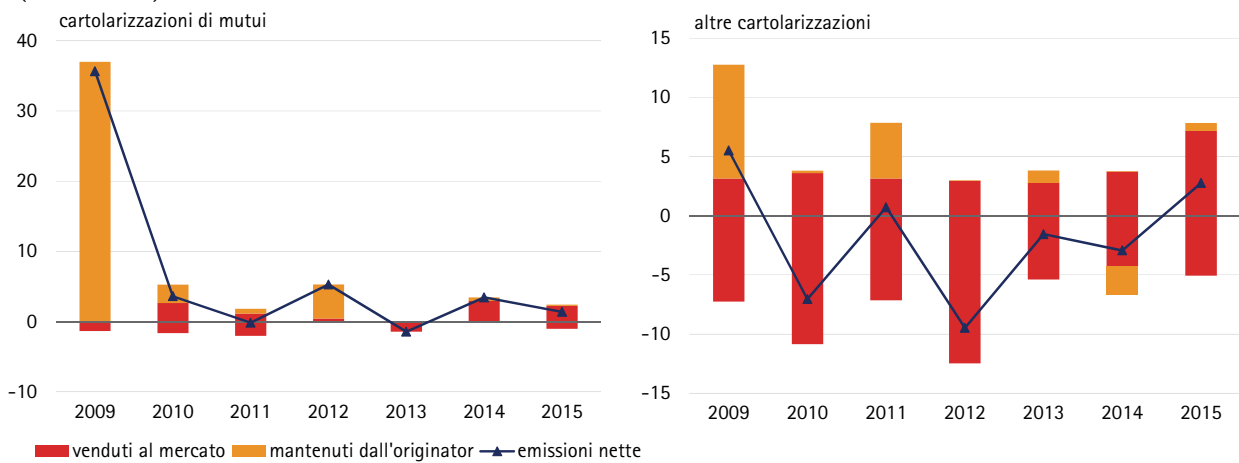
In particolare, il pacchetto include due misure: la prima è una proposta di regolamento in materia di cartolarizzazioni, contenente una disciplina applicabile a tutte le operazioni di cartolarizzazione e alla categoria delle cosiddette Simple Transparent and Standardised (STS) Securitisations, identificate attraverso specifici criteri. La seconda è una proposta di modifica al Regolamento 575/2013/UE sui requisiti prudenziali di capitale (cosiddetto CRR), il cui scopo è quello di rendere il trattamento dei crediti derivanti da operazioni di cartolarizzazione di banche e società di investimento più sensibile al rischio e capace di riflettere le caratteristiche delle STS. In data 2 dicembre 2015, il Permanent Representatives Committee (Coreper) ha approvato, per conto del Consiglio, un orientamento generale (*general approach*) a seguito del quale verrà avviata la fase di trilogia istituzionale.

Nello specifico, le proposte si fondano sull'individuazione di chiari criteri di eleggibilità per quelle operazioni di cartolarizzazione caratterizzate da semplicità, trasparenza e standardizzazione, a cui segue la modifica del quadro regolamentare prudenziale a esse applicabile in un'ottica di maggiore sensibilità al rischio. In particolare, nell'ambito della proposta di regolamento che istituisce un quadro armonizzato in materia di cartolarizzazione, vengono dapprima istituiti specifici requisiti di *due diligence* per gli investitori istituzionali che acquisiscono posizioni su tali strumenti, obblighi di *risk retention* e regole di trasparenza sulla base delle quali l'*originator*, lo *sponsor* e il veicolo sono tenuti a mettere a disposizione un set minimo di informazioni ai detentori di titoli cartolarizzati e alle autorità nazionali competenti. A tali regole generali si affianca poi l'elaborazione di alcuni criteri per la definizione delle operazioni a cui è possibile attribuire l'etichetta STS, per le quali viene definito il trattamento prudenziale agevolato di cui alla proposta di modifica al Regolamento CRR.

Nel 2015 il mercato obbligazionario primario delle società non finanziarie italiane ha registrato segnali di miglioramento.

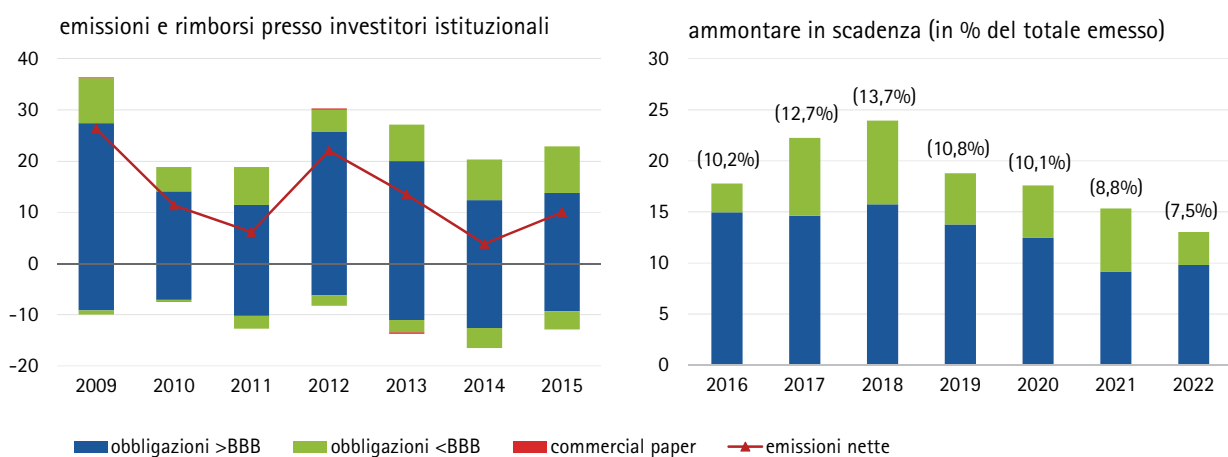
Il volume delle emissioni presso gli investitori istituzionali è aumentato da 20,3 nel 2014 a 22,9 miliardi di euro (+10 per cento per i titoli sia *investment* sia *speculative grade*), pur continuando a evidenziare un calo del 16 per cento rispetto al 2013. Il fabbisogno di rifinanziamento per il 2016 risulta elevato, essendo l'ammontare di obbligazioni in scadenza pari a circa 18 miliardi di euro, ossia il 10,2 per cento del totale dell'ammontare emesso dal 2009 (Fig. 24).

**Fig. 23 Emissioni di cartolarizzazioni italiane**  
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Dealogic.

**Fig. 24 Emissioni di obbligazioni di società non finanziarie**  
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Dealogic, Consob e Kler's. Le scadenze si riferiscono alle obbligazioni emesse a partire dal 2009.

## 2 Le assicurazioni italiane

Nei primi nove mesi del 2015 il settore assicurativo italiano ha registrato un incremento della raccolta premi complessiva rispetto a settembre dell'anno precedente pari al 3 per cento. La crescita della produzione complessiva deriva dall'andamento fortemente positivo della raccolta premi nei rami vita, che ha compensato il perdurante trend negativo nei rami danni.

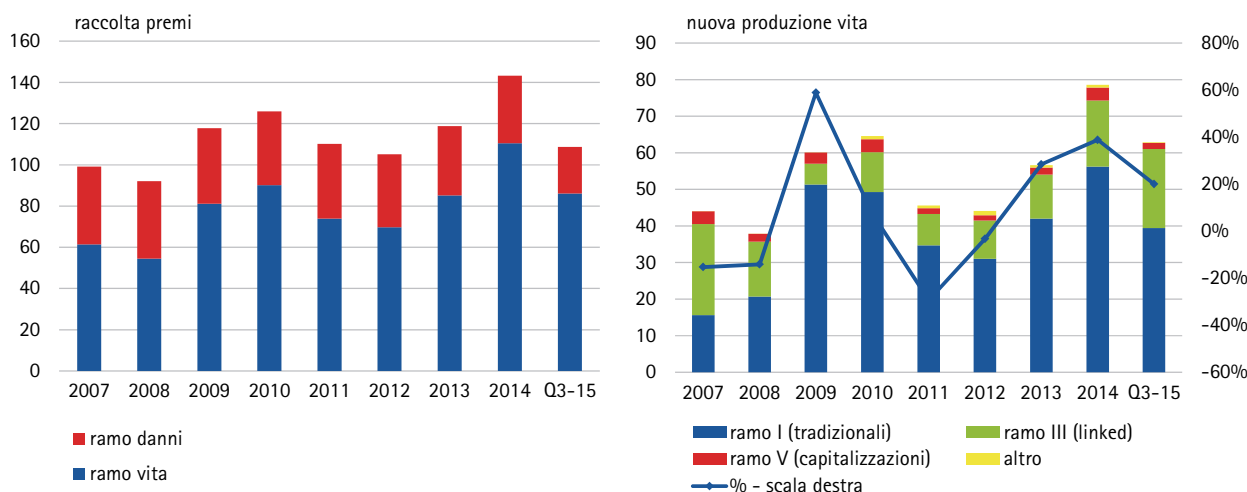


In particolare, la raccolta riferita al ramo vita ha continuato ad aumentare, attestandosi attorno a 86,1 miliardi di euro (+ 5 per cento circa), mentre la raccolta dei premi del ramo danni ha subito una contrazione del 2,3 per cento circa rispetto al corrispondente periodo del 2014 (Fig. 25).

La nuova produzione vita emessa si attesta a 62,8 miliardi di euro, con un incremento del 6,1 per cento rispetto ai primi nove mesi del 2014.

Per quanto riguarda l'andamento della nuova produzione dei principali rami assicurativi, il ramo III ha registrato un incremento del 71 per cento circa rispetto a settembre 2014, mentre i rami I e V hanno mostrato un decremento rispettivamente del 9,2 e del 39,8 per cento. Per quanto riguarda i restanti rami, la nuova produzione del ramo VI, IV e delle assicurazioni complementari ha rappresentato nel complesso lo 0,3 per cento circa del totale dei rami vita (contro lo 0,8 per cento al 30 settembre 2014).

**Fig. 25 Andamento della raccolta premi delle assicurazioni italiane**  
(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)

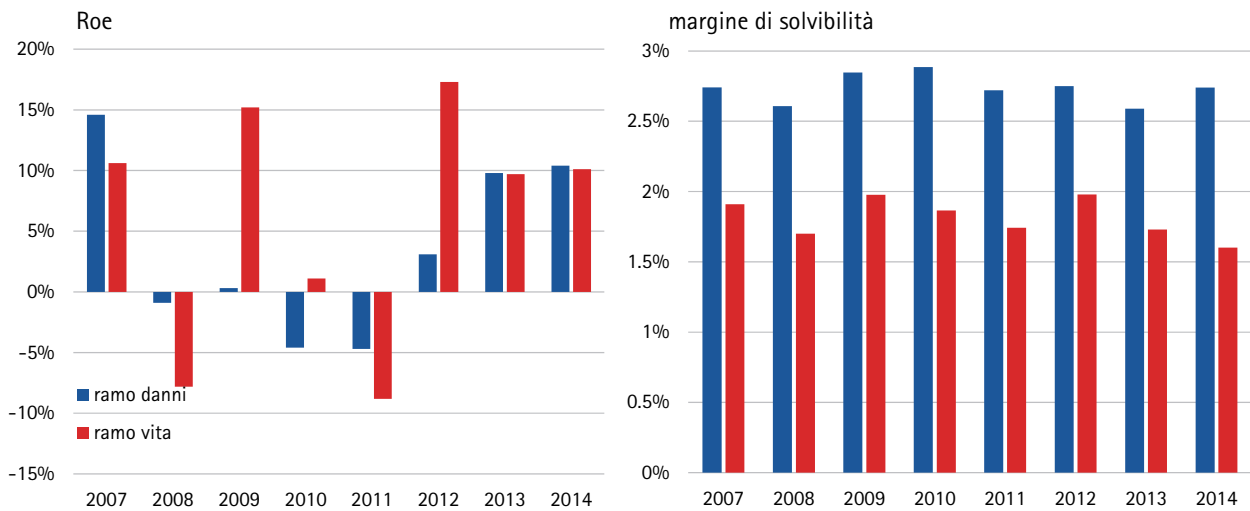


Fonte: elaborazioni su dati IVASS. I dati si riferiscono al lavoro diretto italiano. La variazione percentuale a settembre 2015 è calcolata rispetto a settembre 2014.

La redditività del settore assicurativo italiano è sostanzialmente stabile sia nel ramo danni sia nel ramo vita. Gli indici di solvibilità hanno mostrato invece un andamento disomogeneo tra rami, essendo calati nel segmento vita e aumentati nel ramo danni.

L'indice di redditività si è attestato intorno al 10 per cento in entrambi i rami di attività. Il margine di solvibilità del settore danni è risultato pari a 2,74 per cento (2,59 per cento nel 2013) e nel settore vita a 1,60 per cento (1,73 nel 2013; Fig. 26).

**Fig. 26 Indici di redditività e solvibilità delle assicurazioni italiane**



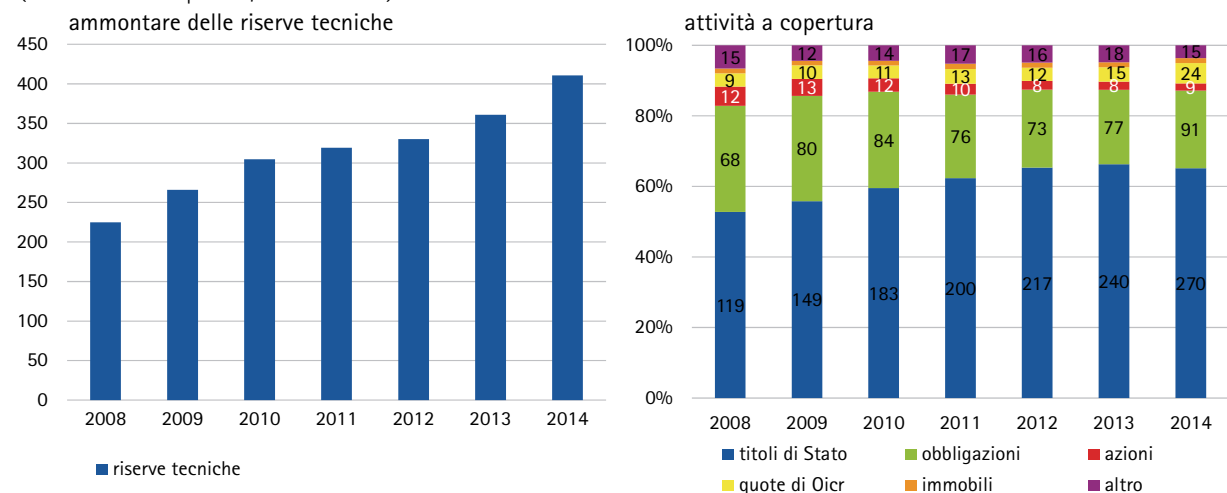
Fonte: elaborazioni su dati IVASS.

A fine 2014 le riserve tecniche lorde del ramo vita (ossia gli impegni nei confronti degli assicurati al lordo delle riserve a carico dei riassicuratori) risultano pari a 411 miliardi di euro circa (+14 per cento rispetto al 2013). Le attività di copertura (ossia gli investimenti effettuati a fronte di riserve tecniche iscritte al passivo) sono costituite in parte preponderante da titoli di debito, di cui il 66 per cento circa è rappresentato da titoli emessi o garantiti dallo Stato.

I restanti investimenti includono obbligazioni (91 miliardi di euro), azioni (9 miliardi di euro), quote di Oicr azionari e obbligazionari (24 miliardi di euro), immobili, partecipazioni in società immobiliari e quote di fondi comuni immobiliari (complessivamente 6 miliardi di euro, pari all'1,4 per cento del totale; Fig. 27).

**Fig. 27 Riserve tecniche e investimenti nel ramo vita**

(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)

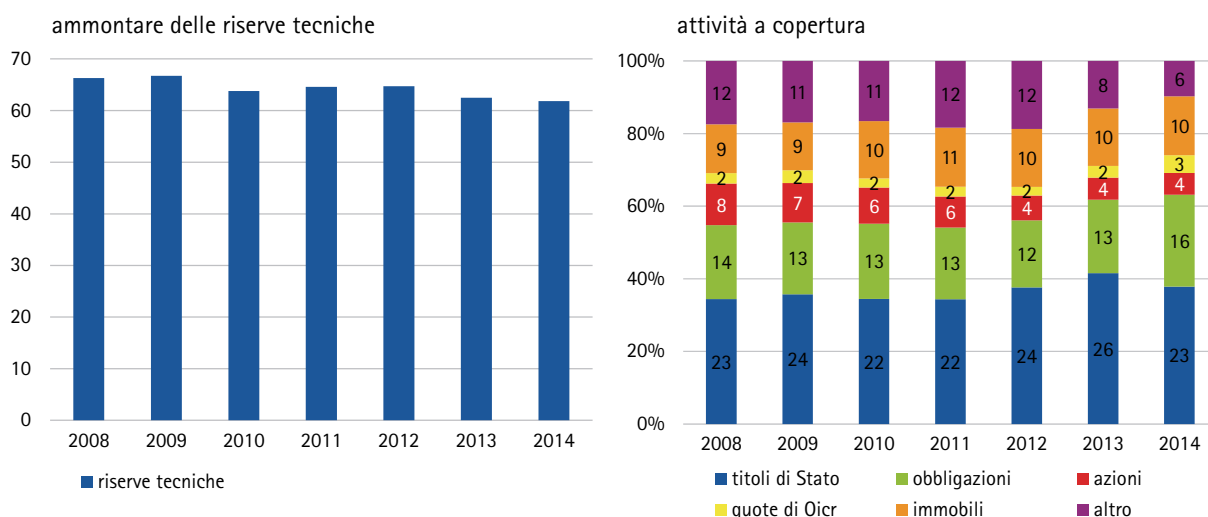


Fonte: elaborazioni su dati IVASS.

Con riferimento al ramo danni, l'ammontare complessivo delle riserve tecniche si attesta, a fine 2014, a 62 miliardi circa di euro, sostanzialmente stabile rispetto all'anno precedente (-1 per cento).

La componente delle attività a copertura delle riserve tecniche del ramo danni risulta più eterogenea rispetto a quella del ramo vita. L'ammontare dei titoli di Stato è pari al 36 per cento e quello delle obbligazioni al 16 per cento. I restanti investimenti sono rappresentati da immobili, partecipazioni in società immobiliari e quote di Oicr azionari e obbligazionari, per un importo totale di 13 miliardi di euro, e da azioni, per 4 miliardi di euro. Il restante 10 per cento circa delle attività a copertura è costituito da depositi bancari e crediti verso riassicuratori, assicurati e intermediari (Fig. 28).

**Fig. 28 Riserve tecniche e investimenti nel ramo danni**  
(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati IVASS.

### 3 I soggetti autorizzati alla prestazione di servizi di investimento

A fine 2015 gli intermediari bancari e le Sim autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento risultavano pari complessivamente a 663 a fronte di 692 nell'anno precedente (Tav. 48).

Tra le 583 banche autorizzate alla prestazione di servizi di investimento, si annoverano 41 succursali di istituti esteri, di cui 35 di origine comunitaria e sei di matrice extracomunitaria.

In linea con gli anni precedenti, nel corso del 2015 ha continuato a contrarsi il numero dei soggetti bancari abilitati a svolgere servizi di investimento, con un saldo netto fra entrate e uscite pari a 22 unità (-3,7 per cento rispetto al 31 dicembre 2014).

Con riferimento alla struttura del mercato dell'intermediazione mobiliare, le prime tre banche detengono circa il 29 per cento dei clienti e le prime dieci circa il 49 per cento. Ai primi dieci gruppi bancari sono riferibili circa il 65 per cento dei clienti complessivamente serviti da intermediari bancari.

**Tav. 48 Intermediari per servizi di investimento autorizzati**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Totale soggetti autorizzati</i>	<i>840</i>	<i>811</i>	<i>778</i>	<i>744</i>	<i>723</i>	<i>692</i>	<i>663</i>
<b>Sim</b>							
<i>numero soggetti autorizzati</i>	<i>115</i>	<i>110</i>	<i>102</i>	<i>101</i>	<i>94</i>	<i>87</i>	<i>80</i>
Consulenza	110	103	94	92	84	77	70
negoziante per conto proprio	17	15	14	14	15	16	15
negoziante per conto terzi	25	23	20	20	22	23	22
collocamento con preventiva sottoscrizione <sup>1</sup>	8	6	5	5	5	5	4
collocamento senza preventiva sottoscrizione <sup>1</sup>	61	53	47	46	44	45	42
gestione su base individuale	49	47	46	44	43	39	38
ricezione e trasmissione di ordini e mediazione	54	52	49	50	48	46	43
gestione di MTF	2	3	3	3	3	3	3
<i>numero medio di servizi per soggetto</i>	<i>2,77</i>	<i>2,69</i>	<i>2,68</i>	<i>2,67</i>	<i>2,81</i>	<i>2,92</i>	<i>2,96</i>
<b>Banche</b>							
<i>numero soggetti autorizzati</i>	<i>725</i>	<i>701</i>	<i>676</i>	<i>643</i>	<i>629</i>	<i>605</i>	<i>583</i>
consulenza	692	673	651	617	602	583	560
negoziante per conto proprio	535	516	500	467	461	445	421
negoziante per conto terzi	536	515	499	466	461	447	425
collocamento con preventiva sottoscrizione <sup>1</sup>	261	242	225	208	201	195	184
collocamento senza preventiva sottoscrizione <sup>1</sup>	699	674	651	616	603	587	565
gestione su base individuale	208	195	181	170	169	166	158
ricezione e trasmissione di ordini e mediazione	705	683	660	624	614	593	572
gestione di MTF	1	1	1	1	1	1	2
<i>numero medio di servizi per soggetto</i>	<i>4,66</i>	<i>4,65</i>	<i>4,65</i>	<i>4,60</i>	<i>4,63</i>	<i>4,99</i>	<i>4,64</i>

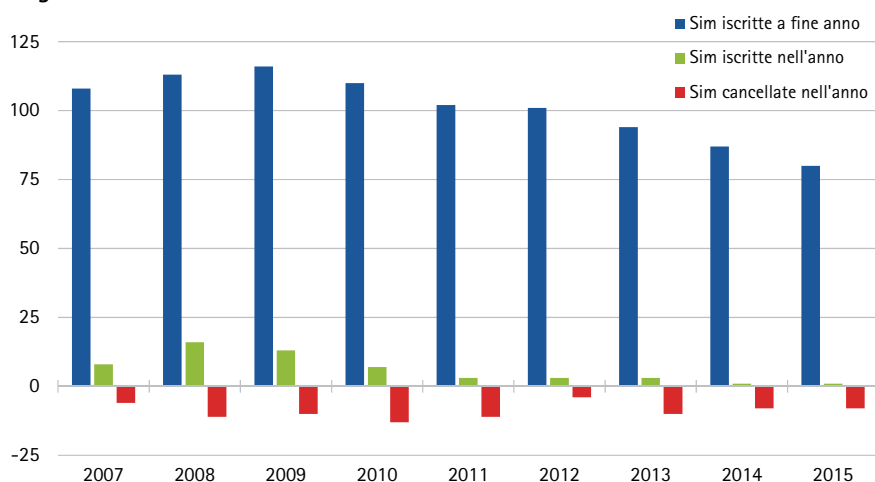
Fonte: Consob e Banca d'Italia. <sup>1</sup> Include il collocamento con acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente.

Nel 2015 anche il numero di Sim autorizzate alla prestazione di servizi di investimento ha registrato un calo (da 87 nel 2014 a 80 nel 2015) in ragione delle otto cancellazioni intervenute nel corso dell'anno (in prevalenza conseguenti a uscite volontarie dal mercato) a fronte dell'unica iscrizione all'Albo (Fig. 29).

Con riferimento alle società fiduciarie iscritte nella sezione speciale dell'Albo, il numero di soggetti è risultato pari a quattro, stabile rispetto alla fine del 2014.

È invece cresciuto il numero di imprese di investimento comunitarie autorizzate a operare in Italia mediante stabilimento di succursale, con 61 soggetti iscritti all'elenco predisposto sulla base delle notifiche ricevute dalle autorità dei paesi di origine a fine 2015.

Fig. 29 Albo delle Sim e delle società fiduciarie



Fonte: Consob.

In particolare, nel corso dell'anno sono intervenute nove iscrizioni e cinque cancellazioni. Undici imprese comunitarie sono autorizzate alla negoziazione per conto proprio, 34 all'esecuzione di ordini per conto dei clienti, 11 alla sottoscrizione e/o al collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente, 26 al collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente, 25 alla gestione di portafogli, 54 alla ricezione e trasmissione di ordini, 44 alla consulenza in materia di investimenti e una alla gestione di sistemi multilaterali di negoziazione.

La Gran Bretagna risulta il Paese di origine dal quale proviene la maggior parte delle imprese di investimento comunitarie (con 48 succursali autorizzate a operare in Italia); seguono la Francia (quattro), Cipro e Lussemburgo (due) e Belgio, Repubblica Ceca, Germania, Spagna e Liechtenstein (una).

Nel corso del 2015 il Fondo nazionale di garanzia ha proseguito la nuova gestione avviata con riferimento alle procedure concorsuali per le quali lo stato passivo sia stato depositato a far tempo dal 1° febbraio 1998. In particolare, il sistema di indennizzo è intervenuto per 37 casi di insolvenza (20 Sim, dieci agenti di cambio, cinque Sgr e due banche). Tale gestione si affianca alla cosiddetta gestione speciale delle insolvenze pregresse, alla cui copertura concorre il Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Il Fondo, come noto, è il sistema di indennizzo per i crediti degli investitori nei confronti degli intermediari derivanti dalla prestazione di servizi di investimento e dalla custodia e amministrazione di strumenti finanziari. Tale sistema garantisce la prestazione di un indennizzo, entro il limite di 20 mila euro per ciascun investitore, in caso di liquidazione coatta amministrativa, fallimento o concordato preventivo degli intermediari.

**Tav. 49 Interventi del Fondo nazionale di garanzia**  
(situazione al 31 dicembre 2015; valori monetari in migliaia di euro)

	insolvenze <sup>1</sup>				totale
	Sim	agenti di cambio	Sgr	banche	
1997-2009	16	9	1	--	26
2010	2	--	1	--	3
2011	--	--	1	1	2
2012	--	1	--	1	2
2013	2	--	1	--	3
2014	--	--	1	--	1
2015	--	--	--	--	--
<i>totale insolvenze</i>	<i>20</i>	<i>10</i>	<i>5</i>	<i>2</i>	<i>37</i>
<i>di cui con avvenuto deposito dello stato passivo</i>	<i>20</i>	<i>10</i>	<i>5</i>	<i>2</i>	<i>37</i>
<b>numero creditori ammessi</b>	2.774	1.008	1	--	3.783
<b>importo crediti ammessi<sup>2</sup></b>	26.452	42.204	3.751	--	72.407
<b>interventi del fondo<sup>3</sup></b>	9.385	11.421	--	--	20.806

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

## 4 La vigilanza su banche e Sim

Nel corso del 2015 la vigilanza su banche, Sim e imprese di investimento comunitarie si è avvalsa, come di consueto, di richieste formali di dati e notizie, convocazioni di esponenti aziendali, accertamenti ispettivi e analisi degli esposti (per dettagli su ispezioni ed esposti si vedano, rispettivamente, il Capitolo V 'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori' e il Capitolo VII 'La tutela dell'investitore').

In particolare, le richieste di dati e notizie della Commissione sono state indirizzate a istituti di credito in 129 casi, a Sim in 18 casi e a imprese di investimento comunitarie con succursale in Italia in 28 casi (in proposito si ricorda che le imprese di investimento comunitarie operative in Italia senza succursale sono soggette alla vigilanza esclusiva della relativa autorità del paese di origine; Tav. 50).

Gli accertamenti sono scaturiti, in primo luogo, dall'attività di monitoraggio continuativo su correttezza e trasparenza dei comportamenti tenuti dagli intermediari nello svolgimento dei servizi di investimento nei confronti della propria clientela e, in secondo luogo, dall'analisi di taluni indicatori di anomalia che, secondo un approccio *risk based*, consentono di orientare gli accertamenti – anche di natura ispettiva – sui soggetti e/o fenomeni più significativi e rischiosi. In proposito, avuto riguardo alle frequenti offerte di titoli propri, parte delle richiamate iniziative si è focalizzata sulle modalità di concreta distribuzione alla clientela delle obbligazioni subordinate e delle azioni.

**Tav. 50 L'attività di vigilanza su banche, Sim e imprese di investimento comunitarie**  
(numero di iniziative)

		Banche	Sim e imprese di investimento comunitarie
2013	richieste di dati e notizie ex art. 8, c. 1, del Tuf	101	68 <sup>1</sup>
	convocazione esponenti aziendali ex art. 7, c. 1, lett. a) del Tuf	20	2
	<i>totale</i>	<i>121</i>	<i>70</i>
2014	richieste di dati e notizie ex art. 8, c. 1, del Tuf	79	25
	convocazione esponenti aziendali ex art. 7, c. 1, lett. a) del Tuf	47	2
	<i>totale</i>	<i>126</i>	<i>27</i>
2015	richieste di dati e notizie ex art. 8, c. 1, del Tuf	129	46
	convocazione esponenti aziendali ex art. 7, c. 1, lett. a) del Tuf	35	1
	<i>totale</i>	<i>164</i>	<i>5</i>

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Il dato non include una richiesta inviata a una società di revisione ai sensi dell'art. 8, comma 2 del Tuf (in occasione dell'attività di vigilanza svolta nei confronti di una Sim).

Nel corso dell'anno si sono inoltre tenuti 35 incontri con esponenti aziendali di banche e un incontro con un esponente di una Sim, anche per richiamare l'attenzione su specifici profili di criticità delle singole situazioni aziendali o chiarire determinati aspetti della disciplina relativa ai servizi di investimento.

Nel 2015 la Commissione, ad esito di verifica ispettiva, ha altresì ordinato la convocazione del consiglio di amministrazione di un intermediario bancario di rilevanti dimensioni, richiedendo la rimozione di talune criticità nella prestazione di servizi di investimento.

A fronte dell'avvenuto accertamento di ipotesi di violazione della normativa di settore, sono state trasmesse due lettere di contestazione nei confronti di Sim, 14 nei confronti dei relativi esponenti aziendali e una nei confronti di un'impresa di investimento comunitaria di diritto inglese e dei relativi esponenti aziendali.

Ad esito di altra verifica ispettiva è stato formulato un formale richiamo di attenzione a una banca; in tale caso, in ragione delle violazioni accertate, è stato parallelamente posto in essere un procedimento sanzionatorio.

Sono state trasmesse alla Banca d'Italia due richieste di collaborazione, ai sensi dell'art. 10, comma 2, del Tuf, per l'estensione su verifiche ispettive in corso per due Sim.

Su istanza dei soggetti vigilati, infine, si sono tenute 28 riunioni con Sim, quattro con imprese di investimento comunitarie con succursale in Italia, e dieci incontri con soggetti che hanno chiesto chiarimenti per intraprendere iniziative di gestione di portali di *equity crowdfunding*.

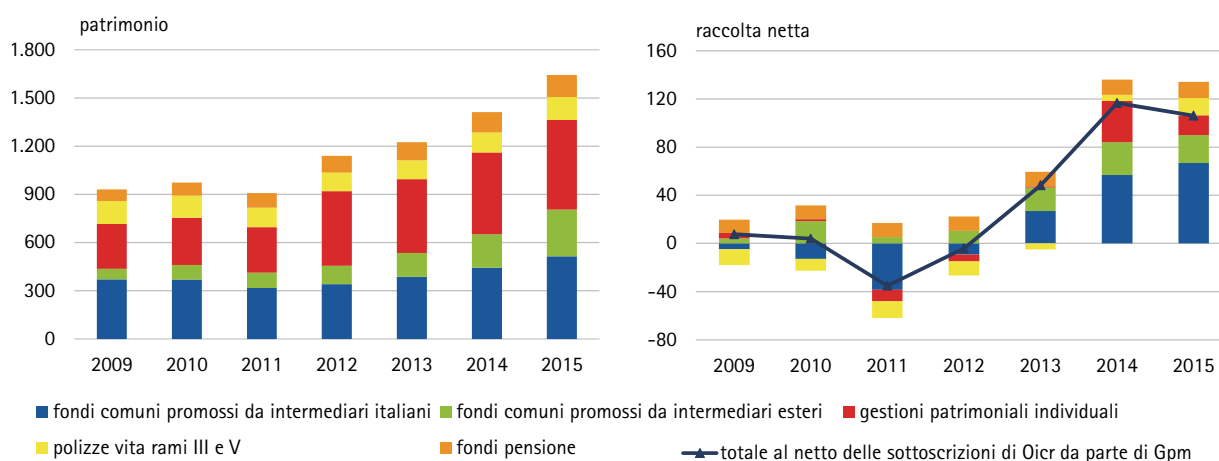
Con particolare riguardo alle Sim, nel corso del 2015, è proseguita, in stretto coordinamento con la Banca d'Italia e l'IVASS, l'attività di verifica

dell'eventuale sussistenza di cariche incrociate, in violazione del divieto di assumere o esercitare cariche tra imprese o gruppi di imprese concorrenti operanti nei mercati del credito, assicurativo e finanziario (cosiddetto divieto di *interlocking*, introdotto dal d.l. 201/2011, convertito nella legge 214/2011).

## 5 Il risparmio gestito in Italia

Nel 2015 il patrimonio riferibile ai prodotti del risparmio gestito ha continuato a crescere, in linea con il trend positivo registrato negli ultimi anni, passando da 1.410 miliardi di euro a fine 2014 a circa 1.643 miliardi (+16 per cento; Fig. 30).

**Fig. 30 Patrimonio e raccolta netta dei prodotti del risparmio gestito collocati in Italia**  
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Ania, Assogestioni, Banca d'Italia e Covip. Dati di fine periodo. I dati sui fondi comuni distribuiti in Italia comprendono i fondi di diritto italiano controllati da intermediari esteri, i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*); sono inclusi i fondi di fondi. I dati relativi alle gestioni patrimoniali individuali sono al netto degli investimenti in quote di fondi comuni. Il valore di raccolta delle gestioni patrimoniali nel 2014 è stimato in base ai dati del primo semestre dell'anno. I dati relativi alle polizze vita si riferiscono al 'lavoro diretto italiano' (sono cioè escluse le attività riassicurate e quelle svolte da compagnie estere operanti in Italia). I dati relativi alle gestioni patrimoniali e ai fondi pensione sono stimati.

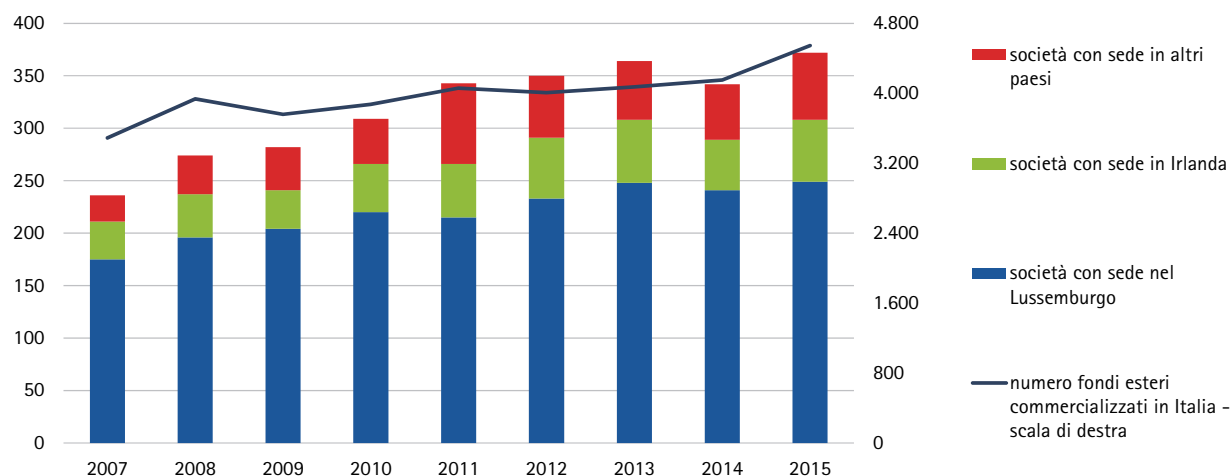
La crescita del patrimonio gestito è ascrivibile prevalentemente alla dinamica positiva sperimentata dai mercati finanziari nel corso del 2015, a fronte di una raccolta netta in calo (9 per cento rispetto al 2014), soprattutto per il comparto delle gestioni patrimoniali individuali.

Nel corso del 2015 si è consolidato il buon andamento dei fondi promossi da intermediari italiani e, in termini di raccolta, si è ridotto marginalmente il peso dei fondi promossi da intermediari esteri.

Il numero di fondi esteri commercializzati in Italia è significativamente aumentato nel corso dell'anno, passando da 4.151 a 4.546 (+10 per cento circa). È peraltro cresciuto anche il numero di società aventi sede in altri paesi che commercializzano fondi in Italia (in particolare, le società con sede in Lussemburgo e in Irlanda sono aumentate, rispettivamente, di otto e undici unità; Fig. 31).



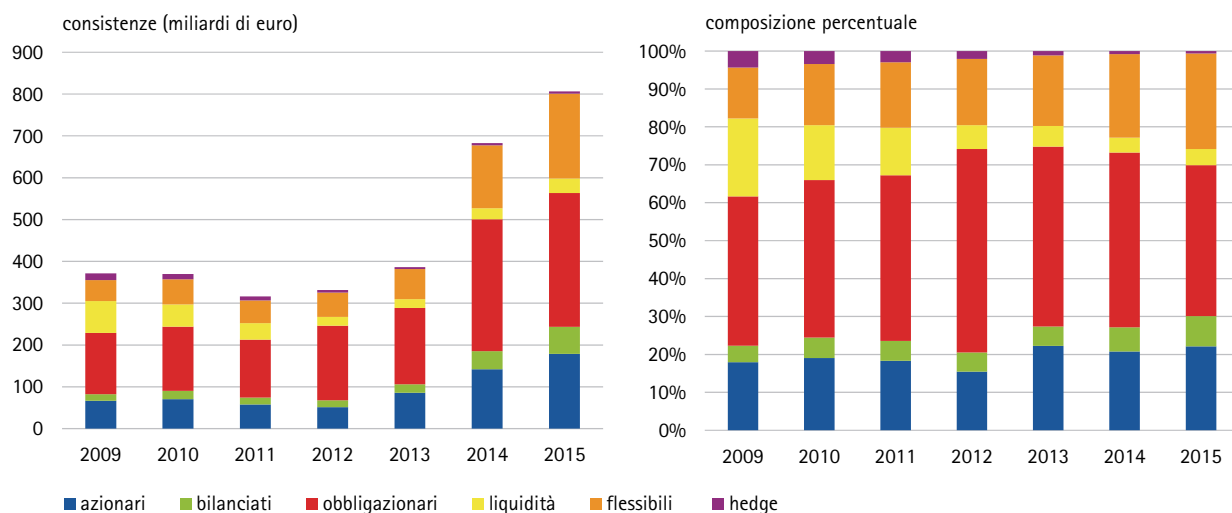
**Fig. 31 Numero di fondi di diritto estero commercializzati in Italia e numero di società estere autorizzate alla commercializzazione di fondi per sede legale**



Fonte: elaborazioni su prospetti informativi.

Nel complesso, il patrimonio gestito dei fondi commercializzati in Italia è passato da 680 a oltre 800 miliardi di euro, sperimentando una crescita del 18 per cento (Fig. 32).

**Fig. 32 Patrimonio netto dei fondi comuni collocati in Italia**

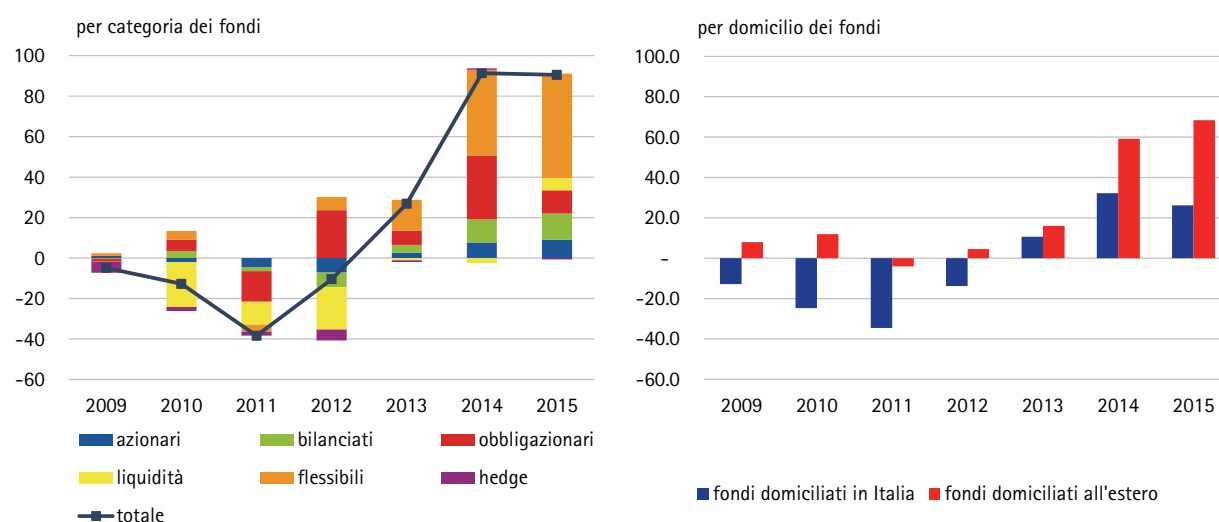


Fonte: Assogestioni. I dati si riferiscono ai fondi di diritto italiano controllati da intermediari esteri, fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*); sono inclusi i fondi di fondi. Per i fondi domiciliati all'estero i dati si riferiscono al patrimonio complessivo.

Con riguardo alla composizione percentuale del patrimonio gestito, si rileva una contrazione del peso dei fondi obbligazionari, determinata dal progressivo deteriorarsi dei rendimenti, a fronte di un incremento della quota riferita ai fondi flessibili, che offrono una remunerazione più elevata.

All'aumento del patrimonio dei fondi comuni collocati in Italia ha contribuito prevalentemente l'andamento dei mercati finanziari, mentre la raccolta netta è rimasta stabile attorno a 90 miliardi di euro, replicando essenzialmente la buona *performance* dell'anno precedente (Fig. 33). Oltre metà della raccolta è stata canalizzata verso veicoli caratterizzati da flessibilità gestoria.

**Fig. 33 Raccolta netta dei fondi comuni collocati in Italia**  
(miliardi di euro)



Fonte: Assogestioni. I dati si riferiscono ai fondi di diritto italiano controllati da intermediari esteri, fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*); sono inclusi i fondi di fondi. Per i fondi domiciliati all'estero i dati includono anche la raccolta presso sottoscrittori esteri.

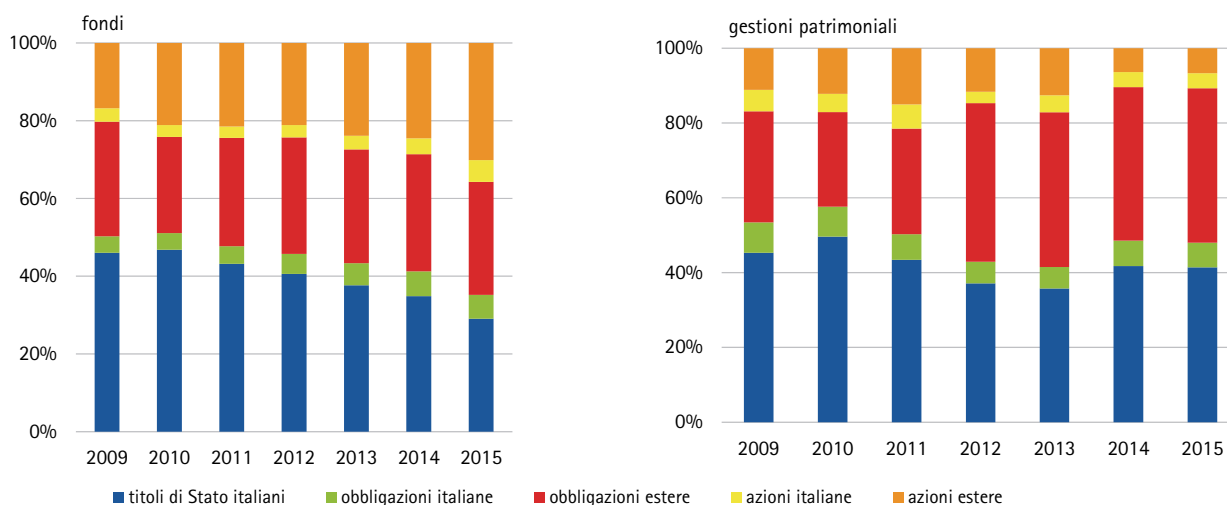
La raccolta netta dei fondi domiciliati all'estero si conferma sensibilmente più elevata di quella relativa ai fondi domiciliati in Italia. In contrasto con la dinamica registrata nel biennio precedente, peraltro, nel 2015 si osserva una riduzione dell'ammontare netto raccolto dai veicoli nazionali.

Con riguardo alla composizione del portafoglio dei fondi comuni aperti di diritto italiano, negli ultimi anni si è osservata una progressiva riduzione del peso dei titoli del debito sovrano italiano, sceso nel 2015 sotto la soglia del 30 per cento. Tale riduzione è stata controbilanciata da un equivalente graduale incremento del peso dell'investimento in azioni estere, che ha superato la soglia del 30 per cento (Fig. 34).

Con riferimento alle gestioni patrimoniali, invece, la quota di portafoglio investita in titoli di Stato italiani si mantiene stabile sopra il 40 per cento, sostanzialmente pari a quella allocata in obbligazioni estere.

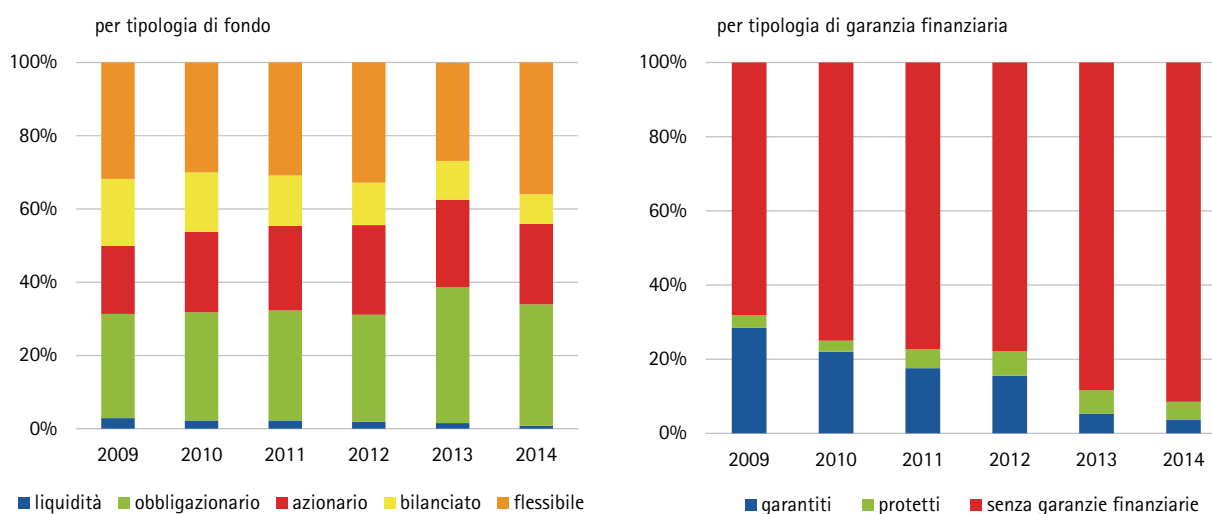
Come verificatosi per le gestioni collettive nell'ambito del risparmio gestito, anche il patrimonio gestito dei fondi collegati a polizze *unit linked* ha visto una riduzione della componente obbligazionaria a vantaggio delle gestioni flessibili. Consolidando una tendenza in corso da oltre un decennio, inoltre, nel 2015 la composizione del patrimonio dei fondi collegati a polizze *unit linked* per tipologia di garanzia finanziaria ha visto il progressivo affermarsi dei fondi non garantiti, il cui peso ha raggiunto circa il 95 per cento (Fig. 35).

**Fig. 34** Composizione del portafoglio dei fondi comuni aperti di diritto italiano e delle gestioni patrimoniali individuali



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia. La quota investita in Oicr dalle gestioni individuali è stata allocata alle altre attività finanziarie sulla base della composizione di portafoglio dei fondi comuni di diritto italiano nell'anno di riferimento. Le obbligazioni estere includono i titoli pubblici esteri. Le azioni includono le quote degli Oicr.

**Fig. 35** Composizione del patrimonio gestito dei fondi collegati alle polizze *unit linked*



Fonte: elaborazioni su dati Ania.

## 6 La vigilanza sulle società di gestione del risparmio

Nel corso del 2015 l'attività di vigilanza sulle Sgr ha utilizzato, come di consueto, informazioni acquisite mediante incontri con esponenti aziendali e richieste di dati e notizie. In particolare, si è tenuto un incontro con esponenti aziendali (ex art. 7, comma 1, lett. a) del Tuf) e sono state inviate 18 richieste formali di dati e notizie (ex art. 8, comma 1 del Tuf).

A seguito dell'accertamento di ipotesi di violazione della normativa in tema di corretta prestazione dei servizi di gestione collettiva del risparmio e di gestione di portafogli, sono state inviate 11 lettere di contestazione agli esponenti aziendali di due Sgr.

La vigilanza sugli intermediari gestori ha seguito un approccio *risk based* basato su modelli volti a intercettare le condotte verso cui indirizzare le azioni di vigilanza.

Relativamente ai gestori di fondi comuni aperti, particolare attenzione è stata prestata alla relazione tra i processi che sovrintendono all'assunzione delle scelte di investimento concernenti gli Oicr e l'informativa sulla politica di investimento resa nell'ambito della relativa documentazione di offerta.

I controlli svolti hanno evidenziato, tra l'altro, profili di attenzione riguardanti l'incidenza della liquidità sul totale dell'attivo, considerata in taluni casi un *asset* da gestire, al pari degli strumenti azionari e obbligazionari. Sono state altresì rilevate alcune incongruenze tra il *turnover* dei portafogli e la politica di investimento del fondo: qualora l'elevata movimentazione del portafoglio rappresenti una caratteristica della politica di investimento del fondo, si è richiesto di darne appropriata evidenza nella documentazione d'offerta.

Con riferimento al servizio di gestione di portafogli, in alcuni casi è emersa la necessità di approfondire le motivazioni sottese alla notevole incidenza dell'investimento in Oicr del gruppo di appartenenza del gestore nonché all'elevata movimentazione del portafoglio.

Nel corso dell'anno, l'Istituto ha proseguito l'attività di vigilanza sul comparto dei fondi immobiliari. Tale comparto ha registrato una diminuzione del numero delle Sgr attive nella gestione dei fondi chiusi immobiliari (pari a 53), per effetto di una fusione per incorporazione che ha coinvolto tre società, e un aumento del numero dei fondi immobiliari, passati da 391 a 412. Nessun fondo tra quelli lanciati nel 2015 è destinato al pubblico *retail*. A fine 2015 il patrimonio netto in gestione è pari a circa 40 miliardi di euro, in crescita rispetto all'anno precedente. I dati segnalano, inoltre, un progressivo miglioramento della posizione debitoria media dei fondi (Tav. 51).

All'ampliamento delle masse gestite è corrisposto una progressiva diversificazione territoriale degli investimenti, in passato concentrati nelle maggiori

città del nord e centro Italia (rispettivamente, Milano e Roma) e ora orientati in zone precedentemente meno ambite.

**Tav. 51 Fondi immobiliari chiusi di diritto italiano<sup>1</sup>**

(valori monetari in miliardi di euro)

	numero di Sgr	numero fondi operativi	patrimonio netto (A)	totale attivo (B)	indebitamento ((B-A)/B) %	composizione percentuale attività			
						immobili e diritti reali immobiliari	strumenti finanziari	valori mobiliari e liquidità	altre attività
2009	54	259	26,3	47,5	44,7	86,2	5,2	4,6	4,0
2010	56	289	28,5	50,5	43,5	87,1	4,9	4,4	3,6
2011	57	323	31,3	53,6	41,5	87,7	4,0	4,4	3,8
2012	58	343	31,5	53,4	41,1	88,1	4,4	3,4	4,2
2013	55	348	32,9	55,1	40,2	87,6	4,9	3,7	3,9
2014	55	391	37,6	58,3	35,6	86,6	5,3	4,5	3,6
2015	53	412	40,6	60,4	32,9	86,0	5,4	4,4	4,1

Fonte: elaborazioni su dati di rendiconto. <sup>1</sup> L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

L'attività di vigilanza sulle Sgr operative nella gestione di fondi immobiliari si è prevalentemente focalizzata sulla correttezza dei comportamenti tenuti dai gestori di fondi offerti agli investitori *retail*, anche in considerazione della possibilità di prorogarne la scadenza al ricorrere delle condizioni previste da sopravvenute disposizioni normative. In tale ambito, è stata richiamata l'attenzione di alcuni gestori sulla necessità di un'attenta pianificazione delle attività, da svolgersi in coerenza con i piani previsionali dei fondi. I controlli hanno inoltre evidenziato, anche relativamente ai fondi immobiliari riservati, il persistere di margini di miglioramento delle procedure aziendali da seguire nella formalizzazione del rapporto tra gestore ed esperti indipendenti.

Nell'anno trascorso è proseguita la collaborazione dell'Istituto con il Ministero dell'Economia e delle Finanze e con la Banca d'Italia nell'ambito dei procedimenti di natura straordinaria o cautelare.

In particolare, sono state fornite osservazioni al Ministero con riferimento alla proposta di proroga dell'amministrazione straordinaria presentata dalla Banca d'Italia relativamente a due Sgr (ai sensi dell'art. 56 del Tuf) nonché alla proposta di liquidazione coatta amministrativa nei confronti di una Sgr (ai sensi dell'art. 57 del Tuf). Inoltre, sono stati forniti alla Banca d'Italia 16 pareri, di cui otto per iscrizioni all'Albo di Sgr, SICAF e gestori EuVECA, due per cancellazioni di Sgr dall'Albo, tre per estensione dell'operatività delle Sgr e tre per operazioni straordinarie (fusioni, scissioni, trasformazioni).

Nell'ambito della vigilanza sulla trasparenza, nel corso del 2015 è proseguita l'analisi della documentazione di offerta degli Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (Oicvm), svolta anche sulla base delle analisi sull'operatività posta in essere dai gestori. Si è proceduto, altresì, all'esame della documentazione relativa alle istanze per la commercializzazione in Italia di quote di fondi di investimento alternativi (Fia) italiani

riservati, ex art. 43 del Tuf, o commercializzati al pubblico *retail*, ex art. 44 del Tuf (complessivamente, 45 istruttorie). La vigilanza sulla corretta prestazione del servizio di gestione collettiva, infatti, non può prescindere dalla considerazione delle caratteristiche del mandato gestorio conferito dagli investitori. Quest'ultimo, nel caso di prodotti commercializzati a investitori *retail*, risulta rappresentato nell'ambito delle 'informazioni chiave' per gli investitori recate dai *Key Investor Information Documents* (KIID) in coerenza con quelle, maggiormente dettagliate, rappresentate nel prospetto informativo degli Oicr.

La vigilanza si è concentrata, inoltre, sull'analisi dell'attività pubblicitaria effettuata dalle Sgr, con la primaria finalità di verificare la correttezza dei messaggi veicolati ai potenziali investitori attraverso la documentazione di *marketing*, in relazione agli elementi caratterizzanti il prodotto.

Ai sensi delle direttive europee sui fondi di investimento sono state altresì controllate, ai fini della completezza documentale e della regolarità, 642 notifiche trasmesse da autorità estere per la commercializzazione in Italia di quote o azioni di Oicvm europei (ai sensi dell'art. 93 della Direttiva 2009/65/CE).

Sono state, inoltre, oggetto di verifica 291 notifiche relative alla commercializzazione in Italia di quote o azioni di fondi di investimento alternativi (Fia) da parte di gestori di Fia di diritto estero (ai sensi dell'art. 32 della Direttiva 2011/61/UE) e 13 notifiche per la commercializzazione in Italia di fondi europei di *venture capital* con denominazione EuVECA (ai sensi del Regolamento UE 345/2013).

L'esame della struttura dei consigli di amministrazione delle Sgr e dei requisiti di indipendenza degli amministratori è proseguito anche nel 2015. In particolare, è stata analizzata la composizione degli organi di amministrazione delle maggiori 15 Sgr (alle quali fa capo circa il 93 per cento del totale del patrimonio detenuto dai fondi aperti gestiti da società di diritto italiano) di matrice bancaria e assicurativa che gestivano almeno un fondo *retail* di diritto italiano (Tav. 52).

Nel corso dell'anno il numero complessivo dei consiglieri è diminuito di due unità, portandosi a 108 da 110 nel 2014.

In particolare, si è osservato un lieve incremento del numero di consiglieri non qualificabili né come esecutivi né come indipendenti (da 43 nel 2014 a 46 nel 2015); è inoltre sensibilmente diminuito il peso dei consiglieri esecutivi (14 su 108 in luogo dei precedenti 22 su 110).

Sono inoltre lievemente calati gli incroci tra i consiglieri della Sgr e quelli della capogruppo e/o di altre società del gruppo: il numero di amministratori con incarichi multipli è risultato, infatti, pari a 47 a fronte di 53 nel 2014.

Il numero degli amministratori indipendenti è passato da 45 nel 2014 a 48 nel 2015, con una media di 4,4 consiglieri indipendenti ogni 10 (nell'anno precedente tale rapporto era pari a 4,1). Aumenta il numero degli amministratori che, pur

qualificati come indipendenti, ricoprono cariche in altre società del gruppo (sette amministratori rispetto ai sei del 2014, di cui tre siedono anche nel consiglio della capogruppo e i restanti quattro nei consigli di altre società del gruppo).

**Tav. 52 Incroci fra i consigli di amministrazione delle Sgr e quelli delle società del gruppo**  
(numero di consiglieri)

		cariche ricoperte nelle Sgr							totale
		consiglieri esecutivi			consiglieri indipendenti		altri consiglieri		
			di cui: amm. presidente delegato		di cui: presidente		di cui: presidente		
2015	cariche ricoperte nella capogruppo	1	1	3	1	6	1	10	
	cariche in altre società del gruppo	6	6	4	1	27	6	37	
	senza cariche nelle società del gruppo	7	7	41	3	13	3	61	
	<b>totale</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>48</b>	<b>5</b>	<b>46</b>	<b>10</b>	<b>108</b>	
2014	cariche ricoperte nella capogruppo	3	2	2		6	1	11	
	cariche in altre società del gruppo	11	7	4	1	27	5	42	
	senza cariche nelle società del gruppo	8	2	5	39	2	10	2	57
	<b>totale</b>	<b>22</b>	<b>4</b>	<b>12</b>	<b>45</b>	<b>3</b>	<b>43</b>	<b>8</b>	<b>110</b>
2013	cariche ricoperte nella capogruppo	5	4	3		16	4	24	
	cariche in altre società del gruppo	12	7	6	1	20	2	38	
	senza cariche nelle società del gruppo	7	1	5	40	2	20	3	67
	<b>totale</b>	<b>24</b>	<b>5</b>	<b>12</b>	<b>49</b>	<b>3</b>	<b>56</b>	<b>9</b>	<b>129</b>

Fonte: prospetti informativi. Dati relativi a un campione costruito considerando le prime 15 Sgr di matrice bancaria o assicurativa per patrimonio gestito nel 2014. Nel caso di consiglieri con incarichi sia nella società capogruppo sia in altre società del gruppo si considera prevalente la rappresentazione dell'incarico nella società capogruppo. Per identificare il concetto di consigliere esecutivo si è fatto riferimento all'art 2381 c.c. mentre, per identificare il concetto di consigliere indipendente si è fatto riferimento alla definizione del protocollo di autonomia di Assogestioni.

## 7 La vigilanza sui promotori finanziari

Nel corso del 2015, in linea con il dato registrato l'anno precedente, i promotori finanziari iscritti all'Albo e i promotori attivi sono aumentati, portandosi rispettivamente a 54.994 (da 54.089 nel 2014) e a 34.017 (da 36.313).

Come noto, dal 1° gennaio 2009 la tenuta e la gestione dell'Albo dei promotori finanziari sono affidate a un apposito Organismo controllato dalla Consob.

Nello svolgimento dei compiti di tenuta e gestione dell'Albo non si sono verificate situazioni di criticità. In particolare, nel corso dell'anno sono pervenuti solamente due reclami avverso i provvedimenti adottati dall'Organismo, entrambi ritenuti infondati.

Come di consueto, e fino all'avvio del nuovo impianto normativo delineato dalla cosiddetta Legge di Stabilità per il 2016 (Riquadro 12), l'azione di vigilanza sui promotori finanziari svolta dalla Commissione ha tratto impulso dalle segnalazioni degli intermediari e dalle verifiche ispettive condotte sugli stessi, dagli esposti presentati dagli investitori nonché dalle comunicazioni dell'Organismo per la tenuta dell'Albo dei promotori finanziari, dell'Autorità Giudiziaria e della Polizia Giudiziaria.

L'approccio *risk based* su cui si fonda la vigilanza sanzionatoria nei confronti dei promotori finanziari prevede l'applicazione di criteri oggettivi di selezione preventiva delle segnalazioni e degli esposti relativi alla violazione della normativa di settore. L'utilizzo di tali criteri consente una notevole riduzione dei tempi medi di definizione delle istruttorie e una maggiore focalizzazione sulle condotte caratterizzate da un più elevato grado di offensività.

Nel 2015 sono pervenute 377 segnalazioni (a fronte delle 351 del 2014). Sono state effettuate 190 richieste di dati e notizie agli intermediari relative a promotori finanziari (a fronte delle 246 dell'anno precedente) e sono stati avviati 87 procedimenti amministrativo-sanzionatori (97 nel 2014). Le tipologie di infrazioni più gravi e ricorrenti sono state l'acquisizione della disponibilità di somme o di valori di pertinenza degli investitori (spesso perfezionata mediante la falsificazione della firma del cliente su modulistica contrattuale o tramite l'utilizzo da parte del promotore dei codici di accesso telematico ai rapporti bancari intestati all'investitore); la comunicazione o trasmissione all'investitore di informazioni o documenti non rispondenti al vero (in particolare, la consegna di rendiconti artefatti e la simulazione di operazioni di investimento); infine, il compimento di operazioni non autorizzate dal cliente.

In parallelo all'attività di tipo repressivo-sanzionatorio, per i cui esiti si rimanda al successivo Capitolo V 'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori', nel corso del 2015 è proseguita la vigilanza di tipo preventivo-proattivo. L'approccio di vigilanza adottato ha consentito alla Commissione di elaborare orientamenti funzionali a guidare gli operatori verso l'allineamento sostanziale alla disciplina di riferimento.

Le risultanze derivanti dagli specifici riscontri informativi con gli intermediari sono state integrate con la disamina della documentazione periodica inviata dagli stessi soggetti vigilati (quali l'informativa fornita ai sensi della comunicazione Consob in tema di prodotti complessi, la 'Relazione sulle modalità di svolgimento dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori e dell'attività di distribuzione di prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazioni o da banche' e la 'Relazione della funzione di controllo di conformità alle norme' di cui alla delibera Consob 17297 del 28 aprile 2010), e con le risultanze delle periodiche analisi di tipo qualitativo-quantitativo svolte dall'Istituto.



## Riquadro 12

### Le nuove disposizioni in materia di vigilanza su promotori e consulenti finanziari

La cosiddetta Legge di Stabilità per il 2016 (l. 208/2015) all'art. 1, commi da 36 a 43, ha delineato un nuovo quadro normativo in materia di vigilanza sui promotori finanziari e sui consulenti finanziari. In particolare, la legge stabilisce che le funzioni di vigilanza sui promotori finanziari attualmente attribuite alla Consob dal Tuf siano trasferite al nuovo 'Organismo di vigilanza e tenuta dell'Albo unico dei consulenti finanziari'. Tale Organismo opererà nel rispetto dei principi e dei criteri stabiliti dalla Consob con proprio regolamento e sotto la vigilanza della medesima.

L'Albo unico dei promotori finanziari assumerà la denominazione di 'Albo unico dei consulenti finanziari'. In esso saranno iscritti, in tre distinte sezioni, i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede (gli attuali promotori finanziari di cui all'art. 31 del Tuf), i consulenti finanziari autonomi (gli attuali consulenti finanziari di cui all'articolo 18-bis del Tuf) e le società di consulenza finanziaria.

La norma prevede che, entro sei mesi dall'adozione del citato regolamento, la Consob e l'Organismo per la tenuta dell'Albo unico dei promotori finanziari dovranno stabilire le modalità operative, i tempi e gli adempimenti occorrenti per dare attuazione al nuovo assetto statutario e organizzativo nonché le attività propedeutiche all'iscrizione. È previsto l'esonero dalla prova valutativa delle persone fisiche consulenti finanziari autonomi e delle società di consulenza finanziaria e all'iscrizione di diritto dei soggetti già iscritti nell'Albo unico dei promotori finanziari.

Dopo aver valutato l'idoneità del nuovo assetto statutario e organizzativo dell'Organismo per la tenuta dell'Albo unico dei promotori finanziari ad assumere le nuove funzioni, la Consob stabilirà con successive delibere la data di avvio dell'operatività dell'Albo e quella dell'operatività dell'Organismo di vigilanza e tenuta dell'Albo stesso.

La Consob ha condotto, infine, un'indagine avente ad oggetto le procedure interne di monitoraggio della rete dei promotori finanziari, nei confronti delle banche e delle imprese di investimento che operano prevalentemente mediante offerta fuori sede. Grazie alle informazioni raccolte, la Commissione ha individuato talune *best practices* nel sistema dei controlli sui promotori finanziari, che sono state veicolate al mercato mediante la comunicazione 0012130 dell'11 febbraio 2016 al fine di sollecitare un allineamento alle stesse da parte di quegli operatori che hanno meccanismi di controllo meno evoluti.

Segnatamente, le *best practices* di mercato emerse hanno riguardato sia l'identificazione delle unità organizzative preposte allo svolgimento dei controlli sulla rete sia la tipologia e le caratteristiche dei presidi implementati (in merito, ad esempio, all'articolazione dei controlli a distanza, alle forme di contatto con la clientela e alle modalità di svolgimento delle ispezioni).

## 8 La vigilanza sui portali di *equity crowdfunding*

A fine 2015 i gestori di portali per *l'equity crowdfunding* iscritti nella sezione ordinaria del relativo registro sono risultati 18 (11 a fine 2014), mentre un gestore risultava iscritto nella sezione speciale dedicata alle banche e alle imprese di investimento (dato invariato rispetto all'anno precedente). Sono altresì intervenute sette iscrizioni alla sezione ordinaria, relativamente a soggetti diversi da banche e imprese di investimento.

Rispetto ai 19 autorizzati a operare sul mercato, a fine 2015 risultano operativi nove portali, mentre le offerte pubblicate sono 31, di cui 12 concluse con il buon esito dell'operazione, 14 chiuse senza successo e cinque ancora in corso. La cifra effettivamente sottoscritta ammonta a circa 3,4 milioni di euro. Nel corso dell'anno la Commissione non ha ricevuto esposti relativi ai gestori di portali.

I dati relativi all'operatività dei portali nel 2015 confermano che il fenomeno dell'*equity crowdfunding* in Italia non è ancora decollato. Al riguardo, in occasione del recepimento delle novità normative introdotte dal Decreto banche popolari, la Consob ha avviato in data 3 dicembre 2015 una consultazione pubblica concernente la revisione del Regolamento Consob 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio da parte di *start up* innovative tramite portali *online*, al fine di stimolare una più ampia riflessione sul fenomeno e sul relativo impianto regolamentare a due anni dalla sua entrata in vigore. L'iniziativa, preceduta da una consultazione preliminare condotta nel periodo 19 giugno-10 luglio 2015, si è conclusa l'11 gennaio 2016 (per maggiori dettagli si veda il successivo Capitolo VI 'L'attività regolamentare').

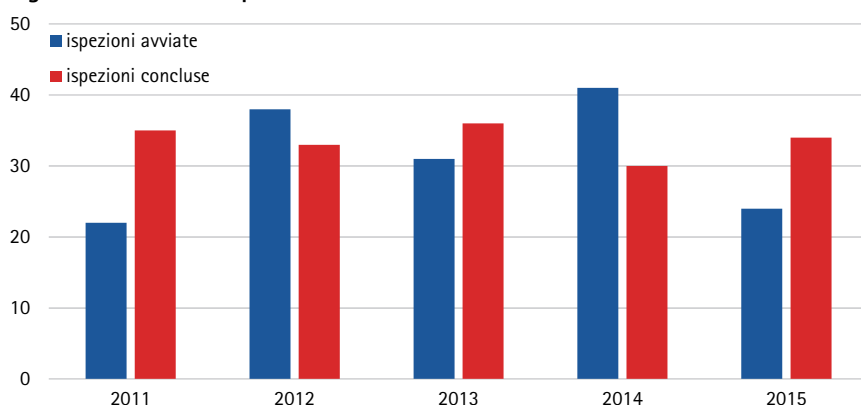
# V L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori

## 1 Gli accertamenti ispettivi

Nel 2015 la Commissione ha avviato 24 verifiche ispettive e ne ha concluse 34, di cui 17 riferibili al 2014; le ispezioni in corso a fine anno risultano, quindi, pari a sette (Fig. 36).

In quattro casi (pari al 17 per cento delle ispezioni avviate), nella fase di accesso, ci si è avvalsi della collaborazione del Nucleo Speciale di Polizia Valutaria della Guardia di Finanza. Cinque ispezioni sono state avviate su impulso della Banca d'Italia, che ne ha chiesto l'esecuzione in base ai vigenti protocolli di intesa.

Fig. 36 Accertamenti ispettivi avviati e conclusi



Fonte: Consob.

Sette accertamenti hanno riguardato le regole di comportamento e trasparenza degli intermediari; cinque verifiche (di cui tre svolte per conto della Banca d'Italia) hanno invece avuto ad oggetto i presidi antiriciclaggio; quattro ispezioni, infine, hanno interessato società di revisione. Negli altri casi le verifiche ispettive sono state dirette ad accertare violazioni della disciplina in tema di informativa societaria o eventuali abusi di mercato (Tav. 53).

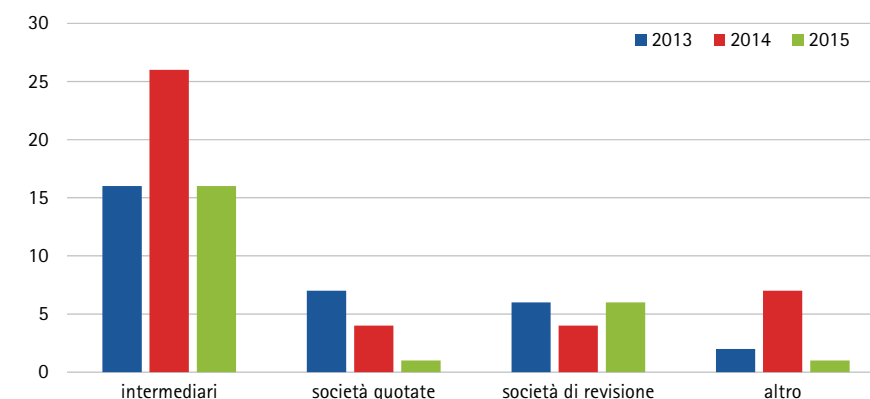
**Tav. 53 Aree di indagine dell'attività ispettiva**

	intermediari e prodotti		emittenti e società di revisione			mercati	altro	
	servizi investimento	fondi immobiliari clientela <i>retail</i>	informazione societaria	assetti proprietari/Opa	incarichi di revisione <sup>1</sup>	abusi di mercato	riciclaggio	altre aree <sup>2</sup>
2013	5	1	2	9	4	4	4	2
2014	11	3	1	--	1	16	6	3
2015	7	--	3	--	4	3	5	2

Fonte: Consob. <sup>1</sup> I dati per il 2013 e 2014 includono anche i controlli di qualità. <sup>2</sup> Il dato si riferisce ad aree di interesse di Banca d'Italia diverse dall'antiriciclaggio.

Con riferimento alla tipologia dei soggetti sottoposti a verifica, in 16 casi si è trattato di intermediari, in sei casi di società di revisione, in un caso di una società quotata e in un caso di una società partecipante al capitale di emittente quotato (Fig. 37).

**Fig. 37 Soggetti sottoposti ad accertamenti ispettivi**



Fonte: Consob.

## 2 La vigilanza per la prevenzione del riciclaggio e il contrasto del terrorismo

Nel corso dell'anno la Commissione si è avvalsa degli strumenti di vigilanza regolamentare, informativa e ispettiva ai fini delle verifiche tese alla prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo.

In particolare, è proseguita l'attività di monitoraggio sui presidi di antiriciclaggio adottati dalle società di revisione con incarichi su enti di interesse pubblico (EIP). Sulla base dei dati e delle notizie assunti da tre società entrate solo di recente nel perimetro di vigilanza della Consob, è stato aggiornato il profilo di rischio dei soggetti sottoposti al controllo della Commissione, al fine di programmare e successivamente implementare iniziative di vigilanza più specifiche.

Gli approfondimenti condotti hanno comportato: la convocazione degli esponenti aziendali ex art. 53 del d.lgs. 231/07 di due società di

revisione; l'avvio di verifiche ispettive nei confronti di due società di revisione; l'avvio di procedimenti sanzionatori ex artt. 56 e 60 del d.lgs. 231/07 nei confronti di una società di revisione; l'avvio di procedimenti sanzionatori nei confronti di due promotori finanziari per violazioni delle disposizioni sull'adeguata verifica della clientela; la segnalazione all'Autorità Giudiziaria di fattispecie penalmente rilevanti.

In una pluralità di casi le evidenze acquisite in tema di antiriciclaggio e contrasto al finanziamento del terrorismo sono state trasmesse alla Banca d'Italia e all'Unità di Informazione Finanziaria per il seguito di competenza.

L'Istituto ha inoltre partecipato, assieme all'Unità di Informazione Finanziaria, a iniziative formative organizzate dalla associazione di categoria delle società di revisione con incarichi su Enti di Interesse Pubblico (EIP), per sensibilizzare gli operatori rispetto alle novità del nuovo contesto regolamentare.

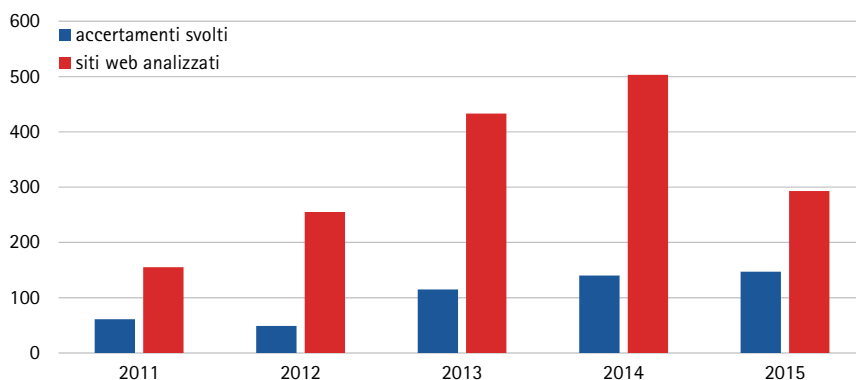
Nel corso dell'anno, infine, la Commissione ha attivamente partecipato ai lavori del Comitato di Sicurezza Finanziaria volti al coordinamento dell'apparato nazionale di contrasto al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo, oggetto di valutazione da parte del Fondo monetario internazionale nel 2015.

### 3 Gli accertamenti e i provvedimenti per abusivismo

#### 3.1 Gli accertamenti sulle ipotesi di abusivismo

Nel corso del 2015 è proseguita l'intensa attività di contrasto alle ipotesi di abusivismo. In linea con quanto già rilevato negli anni precedenti, oltre i due terzi delle condotte abusive sono state realizzate tramite il canale internet. Nel 2015, in particolare, sono stati svolti 147 accertamenti ispettivi per fenomeni abusivi realizzati via web, che hanno comportato analisi e approfondimenti relativi a 293 siti (Fig. 38).

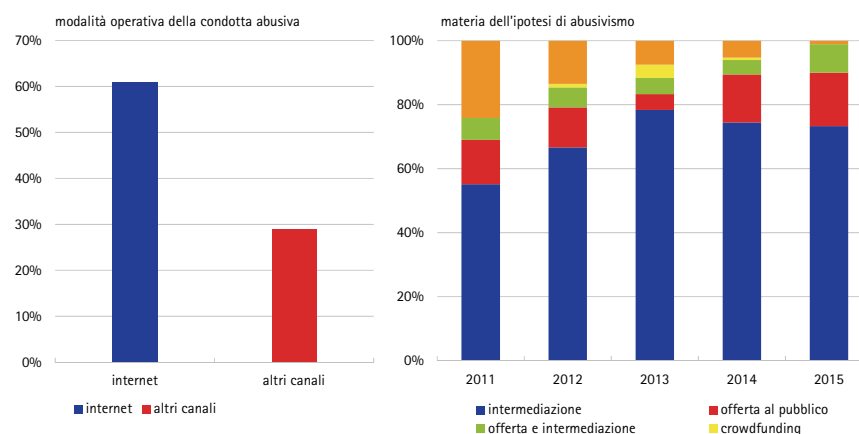
Fig. 38 Attività ispettiva su siti internet



Fonte: Consob.

Nella maggior parte dei casi, le vicende all'attenzione della Commissione hanno riguardato ipotesi di abusivismo per violazione delle disposizioni dettate in materia di intermediazione finanziaria, mentre si è quasi azzerato il peso delle segnalazioni che non hanno dato esito all'identificazione di ipotesi di illecito (Fig. 39).

**Fig. 39 Ipotesi di abusivismo**



Fonte: Consob.

Nell'ambito della vigilanza sulle ipotesi di abusivismo per violazione delle disposizioni in materia di intermediazione, sono state accertate talune prassi operative che tipicamente configurano attività abusive. Tra queste si annoverano l'offerta di piattaforme per il trading *online* su opzioni binarie e contratti su valute e i cosiddetti programmi di affiliazione, che prevedono il pagamento di un incentivo (o *bonus*) per la presentazione di un nuovo investitore (Riquadro 13).

Ulteriori fenomeni di intermediazione abusiva individuati nel corso del 2015 si sono caratterizzati per una modalità operativa legata in qualche modo all'attività di soggetti autorizzati. Nel dettaglio, soggetti non abilitati alla prestazione di servizi di investimento hanno proposto a potenziali clienti l'apertura di conti di trading presso intermediari autorizzati, facendosi contestualmente rilasciare una apposita procura per la movimentazione di tali conti. Le attività messe in atto sul dossier titoli, se prestate in maniera non occasionale e a fronte di compenso, integrano il servizio di investimento della gestione di portafogli e richiedono, pertanto, il possesso dell'autorizzazione a operare nei confronti del pubblico italiano.

Tali attività differiscono, dunque, dalla presentazione di clientela a intermediari autorizzati, ossia dall'attività consistente nella 'mera segnalazione della denominazione e della sede di un intermediario autorizzato, nonché nella generica enunciazione dei pregi del medesimo, senza svolgimento di alcuna attività promozionale o contrattuale a favore e nell'interesse dell'intermediario' rispetto alla quale la Commissione si è pronunciata in passato affermandone la liceità.

## Riquadro 13

### Le prassi operative più diffuse nell'attività abusiva

Le prassi operative adottate per lo svolgimento di attività di intermediazione abusiva sono accomunate da alcune caratteristiche ricorrenti.

Anzitutto i soggetti non autorizzati operano spesso tramite siti web, anche in lingua italiana, che offrono piattaforme per il trading *online* su opzioni binarie e contratti su valute (cosiddetti contratti *forex*). Le opzioni binarie sono contratti il cui prezzo è legato alla probabilità che un evento (riferito al valore di una azione, valuta o indice) accada entro una determinata scadenza temporale. Qualora l'evento non si verifichi, l'utente perde l'intero capitale investito, benché alcuni siti promettano la restituzione di una piccola percentuale dell'investimento (solitamente il 15 per cento). I contratti *forex* sono contratti di acquisto e vendita di valuta, considerati particolarmente rischiosi in ragione della difficoltà che si presume l'investitore possa incontrare nel sincerarsi che le valute a cui fa riferimento la piattaforma per il trading *online* corrispondano effettivamente alle quotazioni ufficiali del mercato dei cambi.

Le potenziali vittime dell'abuso tipicamente vengono contattate da sedicenti collaboratori/dipendenti dell'operatore abusivo e invitate, attraverso email, *social network* e sollecitazioni telefoniche (cosiddetto *cold calling*), ad aprire un conto di trading. Gli utenti che visionano le pagine del sito di intermediari non autorizzati vengono invogliati ad aprire un conto per il trading attraverso l'offerta gratuita di una somma da investire, oppure attraverso programmi di affiliazione. Questi ultimi promettono a coloro che si impegnano a promuovere i servizi offerti dal soggetto abusivo e a raccogliere le adesioni di altri investitori il pagamento di un incentivo (o *bonus*), anche sotto forma di commissione mensile commisurata ai guadagni riferibili ai clienti presentati. Tale modalità operativa, riscontrata già nel 2014, risulta particolarmente difficile da contrastare, in quanto i potenziali clienti non sono contattati da un *broker*, bensì da amici e conoscenti spesso inconsapevoli di interagire con un soggetto non autorizzato a prestare servizi di investimento.

Gli operatori che offrono servizi sul web in assenza di autorizzazione sovente mettono in atto accorgimenti tesi a celare la propria identità. In molti casi la sede indicata è situata in paradisi fiscali o in paesi extracomunitari in cui i registri delle imprese non sono liberamente consultabili; in altre circostanze la sede presente nel dominio è presso indirizzi di comodo, ossia sedi di società di servizi che offrono l'utilizzo del proprio domicilio a terzi a fronte di un corrispettivo. Talvolta, infine, non compare alcuna indicazione del soggetto che offre i servizi di trading, ovvero è presente il riferimento a un marchio fittizio.

Nell'ambito degli accertamenti degli abusivismi per violazione delle disposizioni in materia di emittenti, le indagini hanno riguardato soprattutto iniziative volte a offrire ovvero pubblicizzare l'adesione a progetti imprenditoriali tramite la sottoscrizione di contratti di associazione in partecipazione.

Tale tipologia di contratto, la cui disciplina trova compendio nel codice civile agli articoli 2549 e ss., consente all'associante di attribuire all'associato una partecipazione agli utili della sua impresa verso il corrispettivo di un determinato importo. Nei casi portati all'attenzione della Consob, e in particolare nei modelli contrattuali esaminati, la proposta negoziale recava l'indicazione di un rendimento predefinito espresso in termini percentuali e collegato all'entità del capitale impiegato, ma del tutto sganciato dall'andamento dell'attività di impresa. Tale decorrelazione formale tra utili generati dall'impresa e corrispettivo da riconoscere all'associato/investitore, unitamente ad altri elementi tipici dell'investimento di natura finanziaria (apporto di capitale e rischio finanziario), ha indotto la Commissione a qualificare tale tipologia di contratto alla stregua di prodotto finanziario.

Nel 2015, in particolare, sono state segnalate alla Commissione le offerte di adesione a proposte negoziali destinate a finanziare la realizzazione di progetti imprenditoriali da parte dei vari soggetti italiani operanti nel settore delle energie rinnovabili. Nella maggior parte dei casi, tuttavia, pur ricorrendo i presupposti dell'offerta di prodotti finanziari, i controvalori delle iniziative erano tali da escludere l'applicabilità del regime del prospetto. In alcuni casi, inoltre, la partecipazione al progetto veniva promossa attraverso le offerte di sottoscrizione di quote di società a responsabilità limitata che, in base a quanto previsto dall'art. 2468, comma 1 del codice civile, non possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari.

### 3.2 I provvedimenti per abusivismo

Nel 2015, la Commissione ha adottato 118 iniziative di contrasto all'abusivismo (Tav. 54).

In particolare, nel 2015 la Consob ha pubblicato 44 comunicazioni a tutela dei risparmiatori (*warning*) riferite a soggetti che hanno operato tramite il canale internet, mettendo in atto violazioni della disciplina in materia di intermediari.

In relazione alla prestazione non autorizzata di servizi e attività di investimento nonché all'offerta fuori sede abusiva, la Commissione ha adottato 26 procedimenti sanzionatori che hanno comportato l'applicazione di sanzioni pecuniarie per complessivi 310 mila euro (per tutti gli altri provvedimenti sanzionatori adottati dalla Consob nel corso dell'anno si rimanda al paragrafo successivo).



**Tav. 54 Iniziative di *enforcement* per prestazione abusiva dei servizi di investimento e offerta/pubblicità abusiva relativa all'offerta di prodotti finanziari**

	violazione delle disposizioni in tema di offerta al pubblico		comunicazioni a tutela dei risparmiatori	segnalazioni Autorità Giudiziaria	totale
	sospensione cautelare	divieto			
2009	6	4	--	....	10
2010	5	5	--	....	10
2011	3	6	1	....	10
2012	6	6	16	41	69
2013	2	2	25	50	79
2014	3 <sup>1</sup>	2	47	66	118
2015	6	5	44	63	118

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Il dato include una iniziativa che ha successivamente generato un provvedimento di divieto nel corso del 2015.

Avuto riguardo alle ipotesi di abusivismo per violazione delle disposizioni previste dalla disciplina degli emittenti (offerta al pubblico di prodotti finanziari e pubblicità relativa all'offerta al pubblico di prodotti finanziari in assenza di pubblicazione del prospetto), il numero dei provvedimenti cautelari e interdittivi assunti è più che raddoppiato, passando dai cinque casi del 2014 a 11 iniziative nel 2015.

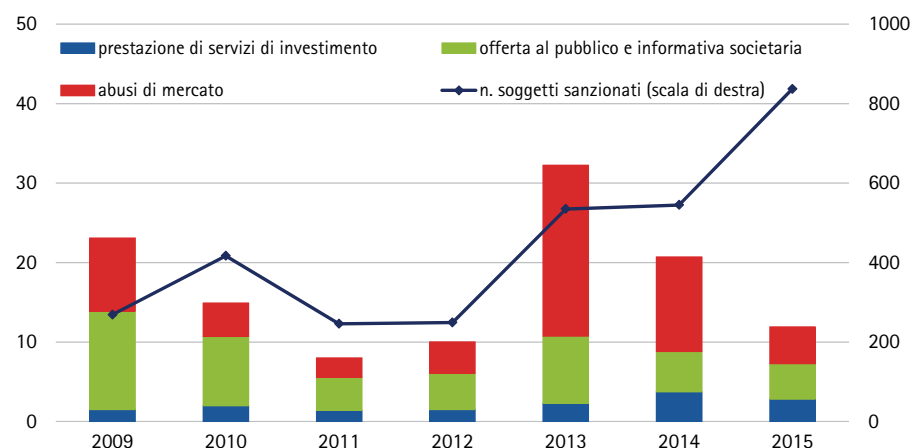
Si evidenzia che nel 2015 la Consob ha segnalato all'Autorità Giudiziaria 63 vicende che hanno formato oggetto di indagine sia per ipotesi di prestazione abusiva di servizi e attività di investimento sia per la ritenuta sussistenza di profili di possibile illiceità penale connessi al presunto svolgimento di condotte tese a carpire la buona fede dei risparmiatori. Il dato relativo alle segnalazioni all'Autorità Giudiziaria è sostanzialmente in linea con il trend degli anni precedenti.

## 4 I provvedimenti sanzionatori

Nel 2015 sono stati portati a compimento 268 procedimenti sanzionatori (160 nel 2014), dei quali 236 si sono conclusi con l'applicazione di sanzioni (140 nel 2014). L'importo complessivo delle sanzioni pecuniarie applicate è stato pari a circa 12,1 milioni di euro, rispetto ai 20,6 milioni dell'anno precedente. Sono state, inoltre, comminate sanzioni accessorie interdittive per complessivi 138 mesi (156 mesi nel 2014) e, ad esito di procedimenti per violazioni in materia di abusi di mercato, sono stati confiscati beni per un valore corrispondente a circa 594 mila euro (396 mila euro nel periodo precedente; Fig. 40).

Si ricorda che oltre ai citati provvedimenti, nel corso dell'anno, sono stati adottati anche 26 provvedimenti sanzionatori per prestazione non autorizzata di servizi e attività di investimento e per offerta fuori sede abusiva (si veda paragrafo precedente).

**Fig. 40 Sanzioni pecuniarie irrogate dalla Consob**  
(milioni di euro)<sup>1</sup>



Fonte: Consob. <sup>1</sup> I dati includono i pagamenti in misura ridotta e i provvedimenti cautelari nei confronti dei promotori finanziari.

#### 4.1 I provvedimenti in materia di abusi di mercato

Nel corso del 2015 sono stati assunti 20 provvedimenti sanzionatori (9 nel 2014) per accertate violazioni della disciplina in materia di abuso di informazioni privilegiate (art. 187-*bis*, del Tuf) e manipolazione del mercato (art. 187-*ter*, del Tuf). Di questi 11 provvedimenti hanno riguardato fattispecie di abuso di informazioni privilegiate e 9 casi di accertata manipolazione del mercato (Tav. 55).

A fronte di ciò, sono state applicate sanzioni pecuniarie pari a circa 5 milioni di euro (12 milioni di euro nel 2014) nei confronti dei 33 autori delle violazioni e di sette soggetti giuridici responsabili in solido. In due casi sono state al contempo applicate sanzioni per violazione dell'art. 187-*quinquies*, del Tuf (responsabilità dell'ente) per complessivi 530 mila euro e in un caso anche per violazione dell'art. 187-*quinquiesdecies*, del Tuf (procurato ritardo all'esercizio delle funzioni dell'attività di vigilanza della Consob), per un importo pari a 100 mila euro.

Nei confronti delle persone fisiche responsabili delle suddette violazioni è stata applicata anche la sanzione accessoria obbligatoria di cui all'art. 187-*quater*, del Tuf (perdita temporanea dei requisiti di onorabilità e incapacità temporanea ad

assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo nell'ambito di società quotate per una durata non inferiore a due mesi e non superiore a tre anni) per complessivi 138 mesi. Nei confronti dei medesimi soggetti, ove sussistenti i relativi presupposti normativi, è stata disposta, inoltre, la confisca di beni ai sensi dell'art. 187-*sexies*, del Tuf, per un valore complessivo pari a circa 594 mila euro.

Nel corso dell'anno sono stati adottati anche provvedimenti sanzionatori nei confronti di due banche per violazione dell'art. 187-*novies* del Tuf, in materia di obblighi di segnalazione di operazioni sospette, che hanno comportato l'applicazione di sanzioni per complessivi 50 mila euro.

**Tav. 55 Provvedimenti sanzionatori per violazioni di norme in materia di abusi di mercato**  
(valori monetari in milioni di euro)

	numero casi	numero soggetti sanzionati	importo sanzioni	importo confische	numero soggetti interessati da pene accessorie	pene accessorie (mesi)
2009	17	23	9,2	20,9	20	152
2010	15	20	4,2	2,0	19	83
2011	7	9	2,4	1,2	8	36
2012	12	19	3,9	6,0	16	126
2013	14	26 <sup>1</sup>	21,6	1,8	20	231
2014	9	21 <sup>2</sup>	11,9	0,4	13	156
2015						
<i>insider trading</i>	11	18	2,2	0,4	17	53
manipolazione	9	15	2,4	0,1	14	85
<i>totale</i>	<i>20</i>	<i>33<sup>3</sup></i>	<i>4,6</i>	<i>0,6</i>	<i>31</i>	<i>138</i>

Fonte: Consob. L'*insider trading* è sanzionato ai sensi degli art. 187-*bis*, *quater*, *quinquies* e *sexies* Tuf; la manipolazione è sanzionata ai sensi degli art. 187-*ter*, *quater*, *quinquies* e *sexies* Tuf. <sup>1</sup> Di cui 20 persone fisiche e 6 persone giuridiche; non sono inclusi gli enti responsabili in solido con gli autori delle violazioni. <sup>2</sup> Il dato comprende i soggetti sanzionati ai sensi degli artt. 187-*bis*, 187-*ter* e 187-*quinquies*; non sono inclusi tre soggetti giuridici nei confronti dei quali la sanzione è stata applicata in qualità di responsabile in solido con gli autori delle violazioni. <sup>3</sup> Il dato comprende i soggetti sanzionati ai sensi degli artt. 187-*bis*, 187-*ter*, 187-*quinquies* e 187-*quinquiesdecies*; non sono inclusi sette soggetti giuridici nei confronti dei quali la sanzione è stata applicata soltanto in qualità di responsabile in solido con gli autori delle violazioni.

Nell'imminenza della revisione della disciplina degli abusi di mercato (si veda il Capitolo II 'L'evoluzione del quadro normativo e regolamentare', Parte A, e il successivo Capitolo VI 'L'attività regolamentare'), è di interesse tracciare un bilancio dell'attività sanzionatoria amministrativa della Consob nei dieci anni trascorsi. Le tavole nel Riquadro 14 riportano il valore delle sanzioni e delle confische applicate e il numero dei soggetti sanzionati, classificati secondo tipologia di illecito, con evidenza dell'esito delle impugnazioni presentate.

## Riquadro 14

### Le sanzioni amministrative applicate dalla Consob per abusi di mercato nel decennio 2005-2015

**Sanzioni e confische applicate dalla Consob tra il 2005 e il 2015**  
(valori in milioni di euro)

SANZIONI		SANZIONI RIDOTTE	
<b>sanzioni non impugnate</b>		<b>14,0</b>	
di cui	per le quali al 31.12.15 era pendente il termine di impugnazione	3,0	
	definitive per mancata impugnazione	11,0	
<b>sanzioni impugnate</b>		<b>80,7</b>	
di cui	integralmente confermate con decisione definitiva	21,1	
	integralmente annullate con decisione definitiva	1,0	
	ridotte con decisione definitiva	12,8	3,0
	integralmente confermate con decisione non definitiva	31,6	
	integralmente annullate con decisione non definitiva	0,4	
	ridotte con decisione non definitiva	10,0	5,0
	impugnate ancora <i>sub judice</i>	3,7	
<i>totale importo sanzioni applicate</i>		<b>94,7</b>	
<i>totale importo sanzioni applicate al netto di riduzioni e annullamenti</i>		<b>78,5</b>	
<i>totale importo sanzioni applicate in via definitiva</i>		<b>35,2</b>	
<b>CONFISCHE</b>			
<b>confische non impugnate</b>		<b>1,0</b>	
di cui	per le quali al 31.12.15 era pendente il termine di impugnazione	0,2	
	definitive per mancata impugnazione	0,8	
<b>confische impugnate</b>		<b>83,4</b>	
di cui	integralmente confermate con decisione definitiva	8,8	
	integralmente annullate con decisione definitiva	2,2	
	integralmente confermate con decisione non definitiva	71,7	
	integralmente annullate con decisione non definitiva	0,1	
	ridotte con decisione non definitiva	0,6	
	impugnate ancora <i>sub judice</i>	71,7	
<i>totale importo confische applicate</i>		<b>84,4</b>	
<i>totale importo confische applicate al netto di annullamenti</i>		<b>82,2</b>	
<i>totale importo confische applicate in via definitiva</i>		<b>9,6</b>	

Fonte: Consob.

La legge 62/2005 (cosiddetta Legge comunitaria 2004) riformava integralmente l'impianto repressivo degli abusi di mercato, prima affidato esclusivamente a sanzioni penali, con l'introduzione nel Tuf di un nuovo regime punitivo improntato sulla compresenza di sanzioni amministrative e penali. Il potere sanzionatorio amministrativo veniva attribuito in via diretta alla Consob, alla quale venivano altresì conferiti incisivi poteri di indagine.

Il 3 luglio 2016 entreranno in vigore il Regolamento UE 596/2014, relativo agli abusi di mercato, e le disposizioni nazionali di recepimento della Direttiva 2014/57/UE, relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato.

Nell'imminenza della revisione della materia degli abusi di mercato, è possibile stilare un bilancio dell'attività sanzionatoria amministrativa della Consob nei dieci anni trascorsi, onde evidenziarne l'effettività e la 'tenuta' in sede giurisdizionale.

Come dimostrano i dati di seguito riportati, relativi alle sanzioni amministrative e alle confische in materia di abusi di mercato applicate dalla Consob dall'entrata in vigore della disciplina fino al 31 dicembre 2015, il sistema realizzato con la legge 62/2005 si è rivelato particolarmente efficace.

#### Soggetti sanzionati dalla Consob e tipologia di illecito tra il 2005 e il 2015

##### SOGGETTI SANZIONATI

soggetti che non hanno impugnato	48
di cui	
per i quali al 31.12.15 era pendente il termine di impugnazione	19
nei termini e la sanzione è definitiva	29
soggetti che hanno impugnato	128
di cui	
integralmente confermate con decisione definitiva	37
integralmente annullate con decisione definitiva	5
ridotte con decisione definitiva	4
impugnate ancora <i>sub judice</i>	82
	<i>totale</i> 176

##### SANZIONI PER TIPOLOGIA DI ILLECITO

applicate a insider primari	18
applicate a insider secondari	58
applicate per manipolazione informativa	26
applicate per manipolazione operativa	40
applicate per manipolazione mista	5
applicate a persone giuridiche in base all'art. 187- <i>quinquies</i> Tuf	29
	<i>totale</i> 176

Fonte: Consob.

## 4.2 I provvedimenti relativi a intermediari e promotori finanziari

I procedimenti concernenti violazioni della disciplina in materia di intermediazione mobiliare conclusi nel 2015 con l'adozione di provvedimenti sanzionatori sono stati in totale 18 (16 nel 2014) e hanno riguardato otto banche, sette Sgr e tre Sim. Le relative sanzioni pecuniarie, pari nel complesso a circa 2,8 milioni di euro, sono state comminate nei confronti di 221 esponenti aziendali (101 nel 2014; Tav. 56).

**Tav. 56 Sanzioni pecuniarie irrogate nei confronti di intermediari mobiliari**  
(valori monetari in milioni di euro)

	numero intermediari coinvolti				numero esponenti sanzionati				importo delle sanzioni <sup>1</sup>			
	banche	Sim	Sgr	<i>totale</i>	banche	Sim	Sgr	<i>totale</i>	banche	Sim	Sgr	<i>totale</i>
2009	1	4	2	<i>7<sup>2</sup></i>	16	6	20	<i>42<sup>2</sup></i>	0,2	0,4	0,9	<i>1,5<sup>3</sup></i>
2010	2	7	2	<i>11</i>	15	50	17	<i>82</i>	0,2	1,3	0,5	<i>2,0</i>
2011	2	7	2	<i>11</i>	4	37	2	<i>43</i>	0,5	0,8	0,1	<i>1,4</i>
2012	2	3	2	<i>7</i>	3	5	18	<i>26</i>	0,1	1,0	0,4	<i>1,5</i>
2013	5	3 <sup>2</sup>	6	<i>14</i>	30	17	55	<i>102</i>	0,8	0,2	1,3	<i>2,3</i>
2014	4	8 <sup>4</sup>	4	<i>16</i>	42	31	28	<i>101</i>	2,6	0,9	0,3	<i>3,7</i>
2015	8	3	7	<i>18</i>	121	26	74	<i>221</i>	1,6	0,3	0,9	<i>2,8</i>

Fonte: Consob. <sup>1</sup> L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. <sup>2</sup> Il dato non include due provvedimenti emessi nei confronti di due agenti di cambio sanzionati per un ammontare pari a 415 mila euro. <sup>3</sup> Il dato include una società d'investimento comunitaria senza succursale in Italia. <sup>4</sup> Il dato include cinque società di investimento comunitarie di cui tre senza succursale in Italia.

Tra i provvedimenti assunti si segnala la sanzione pecuniaria pari a circa 262 mila euro applicata nei confronti di esponenti aziendali di Banco Popolare Società Cooperativa, nonché il caso concernente Arca Sgr Spa.

Per quanto riguarda la vicenda Banco Popolare, ad esito dell'attività di vigilanza ispettiva e informativa condotta dalla Consob è emerso che la Banca in questione ha compiuto scelte strategiche, riflesse nei documenti riguardanti la pianificazione commerciale e i sistemi di incentivazione; tali scelte consentono di orientare, in assenza di adeguata valorizzazione degli effettivi bisogni ed esigenze della clientela, la propria attività di commercializzazione su specifici prodotti o categorie di prodotti che maggiormente concorrevano alla realizzazione degli obiettivi economici della Banca, peraltro attribuendo particolare rilevanza, tra le fonti di liquidità a cui attingere per successivi impieghi, a operazioni di disinvestimento anticipato. A fronte di ciò, è stato accertato che Banco Popolare ha omesso di gestire tale acuita situazione di conflitto di interessi facendo sì che la stessa incidesse negativamente sugli interessi dei clienti e di fatto consentendo il realizzarsi, sul piano operativo dei rapporti con la clientela, di comportamenti non conformi al dovere di agire con diligenza, correttezza e trasparenza.

Banco Popolare, inoltre, è venuto meno al dovere di dotarsi di procedure, relativamente alla profilatura dei prodotti e alla profilatura della clientela, idonee ad assicurare il corretto svolgimento della verifica di adeguatezza connessa alla

prestazione del servizio di consulenza. Nell'ambito di una operatività caratterizzata da un'elevata presenza di disinvestimenti anticipati dei clienti *retail*, è altresì emerso che tali disinvestimenti non sono stati frutto di un'autonoma determinazione della clientela e non sono stati sottoposti alla doverosa verifica di adeguatezza da parte della Banca.

Con riferimento al provvedimento assunto nei confronti di Arca Sgr Spa, ad esito degli accertamenti espletati è emerso che il processo decisionale di investimento adottato dalla Sgr con riferimento ai fondi a cedola lanciati nel periodo compreso tra il 25 novembre 2011 e il 30 aprile 2013 non è stato idoneo a garantire la corretta prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, presentando carenze, nelle fasi di definizione delle politiche d'investimento nonché nelle fasi di definizione e di monitoraggio delle strategie di investimento, tali da renderlo inadeguato a indirizzare e controllare le scelte di investimento effettuate in concreto dalla struttura operativa. La Sgr, inoltre, non ha adottato, applicato e mantenuto procedure e prassi operative idonee ad assicurare che gli incentivi corrisposti per l'anno 2012 agli aderenti a un contratto di associazione in partecipazione stipulato dalla Sgr con alcune banche collocatrici fosse volto ad accrescere la qualità del servizio di gestione collettiva. A conclusione del procedimento sanzionatorio sono state applicate sanzioni amministrative pecuniarie a carico di alcuni esponenti aziendali della Sgr per circa 202 mila euro.

Con riferimento ai promotori finanziari, nell'anno 2015 sono stati adottati complessivamente 122 provvedimenti sanzionatori (68 nel 2014), di cui 83 radiazioni dall'Albo e 39 sospensioni a tempo determinato (da un minimo di un mese a un massimo di quattro mesi). La Commissione ha inoltre adottato 30 provvedimenti di sospensione cautelare dall'esercizio dell'attività (21 provvedimenti di sospensione per un periodo di 60 giorni, ex art. 55, comma 1, del Tuf, e nove provvedimenti di sospensione per un periodo di un anno, ex art. 55, comma 2, del Tuf). Sono state effettuate, infine, 76 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria per fatti penalmente rilevanti emersi nel corso delle istruttorie svolte (Tav. 57).

**Tav. 57 Provvedimenti sanzionatori e cautelari nei confronti dei promotori finanziari**

	sanzioni				totale	percentuale sul numero promotori attivi iscritti all'albo	provvedimenti cautelari	segnalazioni all'Autorità Giudiziaria
	richiamo	radiazione dall'Albo	sospensione dall'Albo a tempo determinato	sanzione amministrativa pecuniaria			sospensione dell'attività a tempo determinato	
2009	5	43	25	1	74	0,26	23	43
2010	6	78	61	1	146	0,51	40	57
2011	1	92	23	--	116	0,42	28	68
2012	--	70	14	1	85	0,35	32	38
2013	--	44	18	1	63	0,27	20	27
2014	--	37	22	9	68	0,31	39	67
2015	--	83	39	--	122	0,42	30	76

Fonte: Consob.

### 4.3 I provvedimenti relativi agli emittenti

Nel 2015 sono stati assunti 48 provvedimenti sanzionatori concernenti violazioni della disciplina in materia di emittenti (40 nel 2014). Le relative sanzioni pecuniarie sono state pari, nel complesso, a circa 4,3 milioni di euro (4,9 milioni di euro nel periodo precedente; Tav. 58), di cui 2,8 milioni riferibili a sanzioni concernenti violazioni dei doveri gravanti sugli organi di controllo degli emittenti (art. 149, comma 1 e comma 3, del Tuf).

**Tav. 58 Sanzioni amministrative irrogate per violazioni della disciplina in materia di emittenti e di informativa societaria e finanziaria**  
(valori monetari in milioni di euro)

	numero casi							numero soggetti sanzionati						importo delle sanzioni <sup>1</sup>							
	offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita	Opa	informativa societaria e finanziaria	partecipazioni rilevanti e patti parasociali	revisione legale	responsabilità organi di controllo	<i>totale</i>	offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita	Opa	informativa societaria e finanziaria	partecipazioni rilevanti e patti parasociali	revisione contabile	responsabilità organi di controllo	<i>totale</i>	offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita	Opa	informativa societaria e finanziaria	partecipazioni rilevanti e patti parasociali	revisione legale	responsabilità organi di controllo	<i>totale</i>
2009	3	1	17	17	--	--	<b>38</b>	11	8	17	18	--	--	<b>54</b>	1,3	2,7	0,3	5,8	--	--	<b>10,1</b>
2010	4	8	19	35	--	--	<b>66</b>	16	16	20	55	--	--	<b>107</b>	4,4	0,9	1,2	1,3	--	--	<b>7,8</b>
2011	11	3	13	33	3	--	<b>63</b>	15	1	6	12	3	--	<b>37</b>	1,1	0,3	0,7	1,2	0,4	--	<b>3,7</b>
2012	5	4	18	17	5	5	<b>54</b>	12	10	18	25	4	14	<b>83</b>	0,9	0,4	0,8	1,3	0,1	0,9	<b>4,4</b>
2013	10	4	11	8	1	4	<b>38</b>	18	4	11	26	1	18	<b>78</b>	1,8	0,6	1,1	0,6	..	4,1	<b>8,2</b>
2014	6	--	12	9 <sup>2</sup>	5	8	<b>40</b>	53	--	13	9 <sup>2</sup>	9	38	<b>122</b>	2,1	--	0,3	0,5 <sup>2</sup>	1,0	1,1	<b>4,9</b>
2015	5	--	24	4 <sup>3</sup>	3	12	<b>48</b>	22	--	24	4 <sup>3</sup>	3	74	<b>127</b>	0,6	--	0,3	0,1 <sup>3</sup>	0,5	2,8	<b>4,3</b>

Fonte: Consob. 1 La mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. 2 Il dato non include tre procedimenti sanzionatori estinti anticipatamente stante il ricorso dei tre soggetti interessati alla facoltà del pagamento in misura ridotta (ex art. 16 della legge 689/1981), per un controvalore complessivo corrisposto pari a 150 mila euro. 3 Si segnala che nel corso dell'anno quattro procedimenti sanzionatori avviati per violazione dell'art. 120 del Tuf, sono stati estinti anticipatamente stante il ricorso dei soggetti interessati alla facoltà del pagamento in misura ridotta (ex art. 16 della legge 689/1981), per un controvalore complessivo corrisposto pari a 200 mila euro.

In materia di offerta al pubblico e connesse attività pubblicitarie, sono stati adottati cinque provvedimenti sanzionatori (tre per violazioni dell'art. 94, commi 1 e 2, del Tuf e due per violazioni art. 101, commi 2 e 4) che hanno comportato l'applicazione di sanzioni pecuniarie per un importo pari a 648 mila euro. In due casi, sono state applicate anche le sanzioni accessorie dell'interdizione temporanea per due mesi in un caso e per tre mesi nell'altro caso.

In particolare, tra i provvedimenti sanzionatori assunti nel corso dell'anno in materia di offerta al pubblico si segnala quello adottato nei confronti di esponenti aziendali di Banca delle Marche Spa, a seguito della violazione dell'art. 94, comma 2, del Tuf, in relazione alla mancata rappresentazione nel prospetto di offerta, approvato dalla Consob in data 3 febbraio 2012, delle valutazioni negative sulla situazione economico-patrimoniale e sull'assetto di governo societario espresse da



Banca d'Italia in una lettera trasmessa all'Emittente in data 9 gennaio 2012. Ad esito del procedimento sanzionatorio in oggetto sono state irrogate sanzioni nei confronti di esponenti aziendali di Banca delle Marche Spa per complessivi 420 mila euro.

Con riferimento a violazioni di disposizioni in materia di informativa societaria e finanziaria, sono stati adottati, in totale, 24 provvedimenti sanzionatori e applicate sanzioni pecuniarie pari a 302 mila euro nei confronti di 13 enti e 11 persone fisiche.

Quattro provvedimenti sanzionatori hanno riguardato la violazione degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti e hanno comportato l'applicazione di sanzioni pecuniarie per un importo complessivo di 105 mila euro.

Tre provvedimenti sanzionatori sono stati adottati per violazioni della disciplina in materia di revisione legale a fronte dei quali sono state applicate sanzioni pecuniarie per complessivi 470 mila euro.

Infine, 12 provvedimenti sono stati assunti per violazione dei doveri di vigilanza gravanti sui membri degli organi di controllo di società quotate ex art. 149 del Tuf. Tali provvedimenti hanno riguardato 62 persone fisiche e 12 persone giuridiche in qualità di responsabili in solido, nei confronti dei quali sono state applicate sanzioni pecuniarie per complessivi 2,8 milioni di euro.

## VI L'attività regolamentare

Nel corso del 2015, la partecipazione al processo di recepimento della normativa europea approvata in risposta alle sfide poste in essere dalla crisi finanziaria ha rappresentato il cuore dell'attività normativa della Consob.

L'Istituto ha fornito il proprio contributo tecnico alla definizione della Legge di delegazione europea annuale, che individua il perimetro delle direttive e dei regolamenti di cui il Governo dovrà effettuare il recepimento e l'attuazione, e in sede di redazione dei decreti delegati, destinati a recepire le regole europee nell'ordinamento nazionale, principalmente attraverso modifiche al Testo unico della finanza (Tuf).

La logica estensione di tale attività normativa è stata rappresentata, come di consueto, dal successivo intervento di modifica della regolamentazione secondaria delegata a Consob e Banca d'Italia, nell'ambito delle rispettive competenze, necessaria per dare piena attuazione agli interventi di riforma.

### 1 Il recepimento della normativa europea e altri interventi relativi alla normativa primaria

Nel 2015 è stata approvata dal Parlamento la legge 114/2015 (cosiddetta Legge di delegazione Europea 2014) volta a fornire al Governo i criteri per recepire e attuare nel nostro ordinamento un imponente e innovativo *corpus* normativo (composto sia da direttive sia da regolamenti direttamente applicabili nell'ordinamento nazionale), derivante in primo luogo dalla revisione di atti già in vigore, i quali avevano evidenziato debolezze e difficoltà applicative. In tale insieme rientrano: le nuove regole per i mercati degli strumenti finanziari e per i servizi e le attività di investimento definite con la revisione della MiFID (Direttiva 2014/65/UE, cosiddetta MiFID II) e con l'adozione del Regolamento UE 600/2014 (cosiddetto MiFIR); i nuovi obblighi di trasparenza relativi agli emittenti quotati previsti in seguito alla revisione della Direttiva *Transparency* (Direttiva 2013/50/UE); la revisione delle regole in materia di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (Direttiva 2014/91/UE, cosiddetta UCITS V) e le nuove disposizioni europee in materia di abusi di mercato (Direttiva 2014/57/UE, cosiddetta MAD II, relativa alle sanzioni penali, e Regolamento UE 596/2014, cosiddetto Regolamento MAR).

Particolare rilevanza ha assunto, in tale contesto, la riforma della MiFID che, insieme al MiFIR, definisce il nuovo quadro giuridico di riferimento in materia di imprese di investimento, di sedi di negoziazione e di soggetti che prestano servizi di comunicazione dati, fondamentali per garantire la trasparenza delle negoziazioni. Il recepimento di tale normativa sarà ultimato nel corso del 2016 e determinerà un significativo intervento di revisione sia del Tuf sia dei relativi Regolamenti Consob in materia di intermediari e mercati.

L'estensione, la complessità e la rilevanza del perimetro di regolazione del pacchetto MiFID II-MiFIR sono emerse sin dai lavori di redazione della delega legislativa, volta a definire i criteri da seguire nel relativo recepimento, poi confluiti nell'articolo 9 della Legge di delegazione europea 2014. In tale ambito, la Consob ha fornito il proprio contributo tecnico, manifestando l'opportunità di scelte regolatorie tese al rafforzamento dei presidi di vigilanza.

A titolo esemplificativo, la Commissione, avvalendosi di una facoltà concessa dalla MiFID II (art. 39), ha chiesto che fosse previsto uno specifico criterio di delega volto a introdurre l'obbligo di stabilimento di succursale a carico delle imprese extracomunitarie che intendono prestare servizi di investimento sul territorio nazionale, al fine di agevolare lo svolgimento dei controlli da parte della Consob, nonché i contatti dell'investitore con l'intermediario che presta il servizio di investimento.

La natura fortemente 'trasversale' della norma ha richiesto, inoltre, scelte coerenti con altre Direttive per le quali si è da poco concluso o è ancora in corso l'iter di attuazione e un costante coordinamento con Banca d'Italia, in particolare per razionalizzare l'assetto di competenze tra autorità di vigilanza.

Al riguardo, si ribadisce che la piena attuazione del pacchetto MiFID II-MiFIR amplierà in modo significativo il perimetro oggettivo e soggettivo della disciplina e, di conseguenza, gli spazi di intervento delle Autorità competenti.

Le principali innovazioni nella disciplina dei mercati riguardano l'introduzione di una nuova sede di negoziazione (i sistemi organizzati di negoziazione, cosiddetti OTF), di una disciplina *ad hoc* per il trading algoritmico e l'*high frequency trading* e di nuove regole relative ai prestatori di servizi di comunicazione dati, compresi i dispositivi di pubblicazione autorizzati (APA), i fornitori di sistemi consolidati di pubblicazione (CPT) e i meccanismi di segnalazione autorizzati (ARM).

Rispetto a tali materie, non essendovi un 'vigente assetto di vigilanza', la Consob (fermo restando le competenze di Banca d'Italia in materia di stabilità sui soggetti dalla stessa vigilati) è stata individuata quale autorità principalmente deputata alla regolamentazione e alla vigilanza.

Anche con riferimento alla disciplina degli intermediari vi saranno rilevanti modifiche e un maggiore coinvolgimento della Consob, ad esempio rispetto alla procedura di autorizzazione all'esercizio di servizi e attività di investimento da parte delle banche, a seguito dell'introduzione di un obbligo in capo alla Banca d'Italia di acquisire il preventivo parere della Commissione. Con riferimento alla disciplina dell'operatività transfrontaliera delle società di intermediazione mobiliare, inoltre, i relativi poteri di autorizzazione attualmente rimessi a Banca d'Italia sono stati attribuiti alla Consob (sentita Banca d'Italia).

**L'attuazione della nuova disciplina MiFID determinerà l'attribuzione alla Consob di nuovi e più ampi poteri di indagine (riconducibili alla vigilanza informativa e ispettiva) e di intervento diretto sui soggetti vigilati e sui relativi esponenti aziendali, in taluni casi con un approccio innovativo.**

Tra i nuovi poteri di intervento diretto sui soggetti vigilati, in particolare, rilevano i poteri di *product intervention* previsti nel Regolamento MiFIR (e in senso analogo nel Regolamento PRIIPs), che consentono, in presenza di determinate condizioni, di vietare o limitare la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di determinati strumenti finanziari o depositi, ovvero di vietare o limitare un tipo di attività o di pratica finanziaria. Il rafforzamento e la convergenza dei poteri delle autorità competenti in ambito europeo costituisce, infatti, la premessa affinché le norme siano osservate in modo equivalente nel mercato finanziario integrato e garantisce l'efficacia della vigilanza.

**Fortemente potenziato risulterà anche il regime sanzionatorio, allo scopo di garantire una maggiore proporzionalità ed efficacia della risposta punitiva.**

I massimi edittali saranno distinti, coerentemente con la Direttiva 2013/36/UE (cosiddetta CRD IV) in base alla natura del destinatario delle sanzioni (persona fisica o *legal entity*, prendendo come riferimento, per quest'ultime, il relativo fatturato annuo), e la sanzione pecuniaria potrà essere elevata fino al doppio del vantaggio ottenuto, laddove quest'ultimo sia superiore al limite massimo applicabile. Saranno, inoltre, introdotte nuove tipologie di sanzioni amministrative che le autorità potranno utilizzare in coerenza al principio di proporzionalità della risposta punitiva. Tra queste, la cosiddetta 'reprimenda pubblica', ossia il divieto, per un periodo di tempo limitato, di partecipare agli scambi su una o più sedi di negoziazione e la sanzione accessoria dell'interdizione permanente (*permanent ban*), che si affiancherà al già presente divieto temporaneo.

Il processo di revisione dell'ordinamento europeo dei mercati finanziari ha riguardato anche la Direttiva 2004/109/CE sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, modificata dalla nuova Direttiva *Transparency* (2013/50/UE).

Un primo esito della riforma è stato quello di estendere gli obblighi di comunicazione, legati all'acquisizione o alla cessione di strumenti finanziari, anche a

quelli con effetto economico simile alla detenzione di azioni e al diritto di acquisirne, con regolamento fisico o in contanti.

Al fine di ridurre gli oneri per gli emittenti è stato, invece, abolito l'obbligo di pubblicazione dei resoconti intermedi sulla gestione, consentendo agli Stati membri di imporre la pubblicazione di informazioni finanziarie periodiche aggiuntive se tale obbligo non costituisce un onere finanziario consistente e se le informazioni aggiuntive sono proporzionate.

Con riferimento alla relazione semestrale, è stato differito il termine per la pubblicazione da due a tre mesi dalla fine del semestre, mentre per le relazioni finanziarie annuali è stato introdotto l'obbligo di pubblicazione in un formato elettronico di comunicazione unico, a partire dal 1° gennaio 2020 (a condizione che l'ESMA abbia effettuato un'analisi costi-benefici a supporto di tale scelta). L'informativa in materia non finanziaria è stata invece disciplinata con l'introduzione dell'obbligo di pubblicazione di una relazione, su base annua, relativa ai pagamenti effettuati ai governi a carico degli emittenti operanti nell'industria estrattiva o forestale primaria.

Dal lato dei benefici prodotti dalla Direttiva *Transparency*, la riforma è stata focalizzata sull'accessibilità delle informazioni regolamentate, con l'istituzione di un 'punto di accesso' elettronico europeo predisposto e gestito dall'ESMA, che consenta agli investitori di accedere agevolmente alle informazioni regolamentate e di semplificare la comparazione dei dati.

La revisione ha determinato anche la predisposizione di un sistema sanzionatorio più articolato, comprensivo di uno specifico regime di responsabilità dei membri degli organi amministrativi, di gestione o di sorveglianza e di controllo delle società emittenti e della possibilità di sospendere i diritti di voto dei titolari di azioni e di strumenti finanziari che non adempiono agli obblighi di notifica in materia di partecipazioni rilevanti. Le sanzioni pecuniarie dovranno essere sufficientemente elevate da poter essere dissuasive e saranno assistite dalla pubblicazione delle decisioni che le impongono, ferma restando la facoltà dell'autorità competente di ritardare la pubblicazione o di procedere alla pubblicazione in forma anonima in taluni specifici casi.

La Consob ha partecipato al processo di adeguamento della disciplina nazionale alle nuove regole introdotte dalla nuova *Transparency*, a partire dalla definizione dei principi e criteri direttivi contenuti nell'articolo 5 della Legge di delegazione europea 2014, fino alla concreta redazione dei decreti di riforma del Tuf. In data 15 febbraio 2016 è stato adottato il decreto legislativo 25 con il quale è stata data attuazione alla nuova *Transparency*.

Un altro ambito di revisione sostanziale della normativa finanziaria che ha impegnato la Commissione nel complesso processo di attuazione nazionale, ancora non giunto a conclusione, è quello degli abusi di mercato, già oggetto della Direttiva 2003/6/CE (MAD I). Anche in questo caso la revisione della Direttiva ha condotto all'adozione di un Regolamento (MAR) direttamente applicabile, e quindi idoneo ad assicurare l'obiettivo di armonizzazione massima, e di una nuova Direttiva (MAD II),

strumentale e complementare rispetto al regolamento, la quale, in un'ottica di rafforzamento delle misure volte a garantire l'attuazione efficace della disciplina, impone agli stati membri l'adozione di sanzioni penali per le condotte più gravi di abuso di mercato.

Si segnala, in particolare, che il MAR comporta l'estensione dell'ambito di applicazione della disciplina in materia di abusi di mercato, delle misure di prevenzione, nonché di quelle relative alla gestione e comunicazione delle informazioni privilegiate, anche a: strumenti finanziari negoziati, ammessi alla negoziazione o per i quali è stata presentata richiesta di negoziazione su MTF; strumenti finanziari negoziati su OTF e relativi strumenti derivati; aste e quote di emissioni; contratti a pronti su merci che possano avere effetto su strumenti finanziari rientranti nell'ambito del regolamento, e relativi derivati e indici di riferimento (*benchmark*).

La Direttiva 2014/91/UE ha modificato, infine, talune disposizioni della Direttiva UCITS IV riguardanti le funzioni di depositario, le politiche di remunerazione dei gestori di fondi UCITS e il regime sanzionatorio.

Le modifiche che dovranno essere apportate al Tuf, in attuazione della delega contenuta nell'art. 10 della Legge di delegazione europea 2014, riguarderanno principalmente l'adeguamento dell'ordinamento nazionale al nuovo regime sanzionatorio delineato dalla direttiva che sul punto contiene disposizioni simili a quelle previste dalla MiFID II. Pertanto, ai gestori si applicherà un impianto sanzionatorio che, per quanto concerne soprattutto i massimi edittali e le tipologie di sanzioni applicabili, coinciderà in larga parte con quello applicabile ai soggetti che prestano servizi e attività di investimento.

## 1.1 Il contributo alla definizione dei decreti delegati

Il processo di recepimento e attuazione in ambito domestico ha riguardato non solo la normativa europea di revisione di direttive preesistenti ma anche nuove regole tese a dettare una disciplina armonizzata su materie non ancora normate a livello comunitario.

In primo luogo, nel 2015 la Consob è stata impegnata nei lavori di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del Regolamento UE 909/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, relativo al miglioramento del già menzionato Regolamento titoli nell'Unione europea e ai depositari centrali di titoli (CSDR).

Al riguardo, data l'elevata complessità della materia, la Commissione, in coordinamento con la Banca d'Italia per i relativi profili di competenza, ha fornito alle istituzioni coinvolte il proprio contributo tecnico nei lavori finalizzati alla stesura dei principi e criteri di delega specifici per l'attuazione del CSDR, successivamente confluiti nell'articolo 12 della Legge di delegazione europea 2014. La Commissione ha altresì offerto il proprio supporto al Ministero dell'economia e delle finanze per la definizione di uno schema di decreto legislativo contenente le modifiche da apportare

alla Parte Terza del Tuf, recante la disciplina dei mercati, allo scopo di renderla conforme alle prescrizioni europee.

Sempre in tema di *post-trading*, è proseguito il processo di armonizzazione della normativa domestica al regolamento EMIR, in ottemperanza a quanto disposto nell'articolo 12 della Legge di delegazione europea 2014.

A completare il quadro degli atti europei, il cui recepimento e la cui attuazione sono stati delegati al Governo, vi sono il Regolamento sulle informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (Regolamento UE 1286/2014, cosiddetto Regolamento PRIIPs, *packaged retail and insurance-based investment products*), che prevede un nuovo approccio alla trasparenza sui prodotti finanziari, e le nuove norme europee relative alla revisione contabile (Direttiva 2014/56/UE, Direttiva *Audit*, e relativo Regolamento UE 537/2014, Regolamento *Audit*, direttamente applicabile nell'ordinamento nazionale).

Il Regolamento PRIIPs, con riferimento ai prodotti di investimento e assicurativi preassemblati, disciplina in modo armonizzato il formato e il contenuto del documento contenente le informazioni chiave (KID) nonché le relative modalità di trasmissione agli investitori al dettaglio. In tal modo, si persegue l'obiettivo di colmare il gap informativo degli investitori *retail* sulle caratteristiche e sui rischi dei prodotti e di agevolare un maggior livello di comparabilità tra gli stessi, attraverso la semplificazione e la standardizzazione delle informazioni chiave.

L'art. 13 della Legge di delegazione europea 2014, data la natura *self executing* del Regolamento, delega il Governo ad adeguare la normativa nazionale alle disposizioni europee, e stabilisce principi e criteri che dovranno essere seguiti nell'esercizio di tale delega. In particolare, il Governo dovrà designare la Consob e l'Ivass quali autorità competenti per lo svolgimento delle funzioni previste dal suddetto Regolamento, in relazione alle rispettive competenze, con particolare riguardo, per quanto concerne la Consob, alle competenze in materia di tutela degli investitori e salvaguardia dell'integrità e dell'ordinato funzionamento dei mercati finanziari. A tali Autorità dovranno essere conferiti i poteri di indagine e di vigilanza previsti dalla normativa europea. L'esercizio della delega dovrà, inoltre, mirare a una puntuale definizione delle sanzioni e delle misure amministrative applicabili per le violazioni del Regolamento medesimo. Infine l'art. 13 esercita la facoltà riconosciuta dal Regolamento agli Stati membri di prevedere che il KID sia notificato *ex ante* all'autorità competente.

## 1.2 I decreti di recepimento approvati nel corso dell'anno

Alla luce della mole e della complessità del lavoro necessario per conformare l'ordinamento nazionale alle novità introdotte nell'ordinamento europeo, la maggior parte degli interventi volti a completare l'iter attuativo a livello domestico non sono ancora stati perfezionati e i relativi decreti

delegati saranno approvati, come specificato a proposito del pacchetto MiFID II-MiFIR, nel corso del 2016.

Tra le iniziative di recepimento della legislazione europea completate nel 2015, si ricordano alcuni interventi con rilevanti ricadute sull'operatività dei soggetti vigilati nonché sull'attività regolamentare e di vigilanza della Consob. Rientrano in tale insieme: la *bank recovery and resolution directive* (Direttiva 2014/59/UE, cosiddetta Direttiva BRRD), la Direttiva sulla risoluzione alternativa delle controversie dei consumatori, (Direttiva 2013/11/UE, cosiddetta *Alternative Dispute Resolution* o ADR), la Direttiva 2013/36/UE sui requisiti di capitale delle banche (cosiddetta CRD IV), la Direttiva 2013/34/UE (Direttiva Bilancio), la Direttiva 2013/14/UE e il Regolamento 462/2013/UE (cosiddetto pacchetto CRA3), entrambi in materia di agenzie di rating

La Direttiva BRRD, recepita con i decreti 180 e 181 del 16 novembre 2015, fa parte dell'ampio complesso normativo concernente l'Unione bancaria. Essa ha introdotto un regime armonizzato per gestire tempestivamente le crisi aziendali di enti creditizi e imprese di investimento, in modo da salvaguardare la continuità delle funzioni essenziali degli stessi e limitare l'impatto negativo sulla fiducia degli operatori, orientando la vigilanza verso obiettivi macro-prudenziali di gestione del rischio sistemico. La rapidità del suo iter di recepimento (è l'unica direttiva rilevante ricompresa nella Legge di delegazione europea 2014 effettivamente recepita nel corso del 2015) è legata alla necessità di rendere tempestivamente operativi i nuovi strumenti di vigilanza.

L'obiettivo di fondo della Direttiva è quello di spezzare il legame fra rischio bancario e rischio sovrano, prevedendo che gli Stati membri debbano coinvolgere gli azionisti, gli obbligazionisti e i depositanti oltre 100 mila euro (cosiddetto *bail-in*) nelle operazioni di rifinanziamento di una banca in crisi, piuttosto che i contribuenti. Ciò implica una riallocazione dei rischi dal settore pubblico al settore privato e, a parità di altre condizioni, potrebbe determinare una riduzione degli interessi sul debito pubblico e un aumento del costo della raccolta per le banche.

La Direttiva attribuisce poteri di vigilanza macro-prudenziale alla Banca d'Italia, quale autorità competente per l'applicazione della normativa in ambito nazionale. Tuttavia, l'ordinamento prevede che i profili di macro-stabilità, per gli aspetti legati alla trasparenza e alla correttezza dei comportamenti degli intermediari, rientrino nell'area di competenza della Consob (art. 5 del Tuf; per ulteriori dettagli si veda il Capitolo III 'La vigilanza sull'offerta al pubblico e sull'informativa societaria').

La Direttiva ADR ha trovato attuazione con il d.lgs. 130/2015 che ha modificato il codice del consumo (d.lgs. 206/2005) introducendo un apposito titolo relativo alla 'Risoluzione extragiudiziale delle controversie'. La nuova disciplina concerne tutte le procedure volontarie di composizione extragiudiziale, essenzialmente di natura conciliativa, per la risoluzione,



anche in via telematica, delle controversie nazionali e transfrontaliere tra consumatori e professionisti residenti e stabiliti nell'Unione europea. La normativa stabilisce requisiti di armonizzazione minima per i relativi organismi e per le procedure di accesso, in modo da garantire che i consumatori abbiano a disposizione meccanismi trasparenti, efficaci, equi e di elevata qualità.

Si evidenzia che la Commissione, già nel 2012, in anticipo rispetto all'intervento di livello europeo, aveva valutato e sottoposto a consultazione pubblica l'opzione di istituire nell'ordinamento un nuovo organismo di risoluzione extragiudiziale delle controversie in materia finanziaria di tipo decisorio, caratterizzato dalla partecipazione obbligatoria degli intermediari, sulla base del modello attuato in Banca d'Italia con l'Arbitro Bancario Finanziario (ABF). Il documento conclusivo della consultazione, nato dalla collaborazione tra Consob e le associazioni dei consumatori, è stato inviato alla Presidenza del Consiglio dei Ministri, al Ministero dell'economia e delle finanze e al Ministero della Giustizia al fine di individuare un percorso legislativo utile ai fini della modifica della normativa primaria, alla fine realizzata nel d.lgs. 130/2015.

Per finanziare il nuovo organismo, la Legge di stabilità per il 2016 (legge 208/2015), ha istituito, presso il bilancio della Consob, un fondo per la tutela extragiudiziale dei risparmiatori e degli investitori, volto a garantire la gratuità dell'accesso alle procedure presso il nuovo organismo, nonché, per l'eventuale parte residua, favorire altre iniziative nei confronti dei risparmiatori, incluse attività di educazione finanziaria. Il fondo sarà finanziato con la metà degli importi delle sanzioni amministrative pecuniarie che saranno riscosse per violazioni della normativa in materia di intermediari. La stessa legge ha altresì disposto che, una volta divenuto operativo il nuovo organismo, verranno abrogate le disposizioni relative alla Camera di conciliazione e arbitrato presso la Consob e pertanto la stessa cesserà la propria attività.

In attuazione delle previsioni normative, la Consob ha dato avvio a tutte le attività volte a implementare il nuovo organismo, che sarà contraddistinto dalla piena informatizzazione delle procedure. In attuazione del programma, la Consob, in data 8 gennaio 2016, ha pubblicato la bozza del regolamento attuativo prevedendo un periodo di consultazione con il mercato di 30 giorni. Tale regolamento definisce, nel rispetto dei principi, delle procedure e dei requisiti fissati nel codice del consumo in materia di organismi ADR, i criteri di svolgimento delle procedure di risoluzione delle controversie e i criteri di composizione dell'organo decidente, in modo da assicurarne imparzialità e rappresentatività. L'avvio di operatività del nuovo organismo, una volta realizzati tutti gli adempimenti necessari per lo svolgimento coordinato ed efficiente della relativa attività, costituisce per l'Istituto una priorità strategica nella consapevolezza delle positive implicazioni in termini di tutela diretta dei risparmiatori (per ulteriori dettagli si rimanda al Capitolo VII 'La tutela dell'investitore').

Nel corso del 2015 la Consob ha svolto l'attività di supporto al Ministero dell'economia e delle finanze per il recepimento della Direttiva 2013/34/UE (Direttiva Bilancio), che ha dettato la nuova disciplina europea in

tema di conti annuali e consolidati delle imprese. La Direttiva Bilancio sostituisce e innova la normativa previgente, abrogando la quarta Direttiva (78/660/CEE) e la settima Direttiva (83/349/CEE) e unificando le relative discipline.

Le principali innovazioni introdotte dalla direttiva riguardano, in primo luogo, gli obblighi in materia di informativa contabile, compresi quelli di pubblicazione dei documenti, modulati ora in base alle dimensioni dell'impresa. La direttiva individua altresì numerose opzioni, anche con riferimento ai criteri di valutazione (ad esempio l'applicazione del criterio del *fair value* per specifici strumenti finanziari o categorie di attività) che potranno essere adottati o meno dai singoli Stati membri. È stata poi disposta l'integrazione dei postulati di bilancio, con facoltà degli Stati membri di esentare le imprese dall'applicazione degli stessi e la riformulazione del contenuto della nota integrativa, ad esempio con riferimento all'importo delle retribuzioni, alle operazioni con parti correlate e alla pubblicità dei corrispettivi dovuti ai revisori. Ulteriori modifiche hanno riguardato gli obblighi informativi concernenti la relazione sulla gestione e la relazione sul governo societario. In particolare, a carico delle grandi imprese e degli enti di interesse pubblico attivi nel settore estrattivo o che utilizzano aree forestali cosiddette 'primarie', è stato introdotto l'obbligo di indicare i pagamenti rilevanti effettuati a favore dei governi dei paesi in cui essi operano. Infine, sono stati introdotti nuovi obblighi per la redazione del bilancio consolidato, con particolare riferimento alla definizione del perimetro di consolidamento.

Tali innovazioni sono state introdotte con la duplice finalità di ridurre da una parte, gli oneri amministrativi, soprattutto a carico delle piccole e medie imprese, semplificando la relativa disciplina e dall'altra, di migliorare la comparabilità dell'informativa resa con i bilanci, tutelando l'interesse degli utilizzatori dei bilanci attraverso una corretta rappresentazione delle informazioni contabili più rilevanti. Infine, con riferimento specifico all'attività estrattiva, si è voluto migliorare la trasparenza relativa ai pagamenti effettuati ai governi, da parte delle grandi imprese e degli enti di interesse pubblico attivi nel settore. Il processo di adeguamento del quadro normativo nazionale alle nuove disposizioni si è concluso con l'emanazione da parte del Governo dei decreti legislativi 136 e 139 del 2015.

Si segnala inoltre che la Consob, unitamente alle altre autorità di vigilanza di settore, ha fornito il proprio contributo al Ministero dell'economia per la stesura della bozza del d.lgs. 72/2015, per il recepimento della CRD IV.

Come già anticipato a proposito del recepimento del pacchetto MiFID-MiFIR, il rafforzamento del sistema sanzionatorio rappresenta uno degli obiettivi fondamentali delle riforme approvate sull'onda della crisi. In merito, il d. lgs. 72/2015 ha apportato, tra le altre, diverse modifiche alle disposizioni contenute nel Tuf che riguardano gli illeciti amministrativi nelle materie di competenza della Consob e della Banca d'Italia.

La riforma è intervenuta, in primo luogo, sulle regole che disciplinano l'individuazione dei soggetti nei cui confronti la Consob può irrogare le sanzioni

amministrative, prevedendo la responsabilità diretta dell'ente tenuto all'obbligo oggetto della violazione. Solo in presenza di specifici presupposti possono essere sanzionati anche gli esponenti aziendali e il personale alle dipendenze dell'ente, qualora l'inosservanza sia conseguenza della violazione di doveri propri o dell'organo di appartenenza.

Con riferimento alle sanzioni amministrative pecuniarie, la CRD IV, analogamente ad altri atti normativi europei di prossimo recepimento (quali le Direttive *Transparency* e UCITS V, nonché i Regolamenti CSDR, MiFIR, MAR) ha previsto un ammontare edittale massimo da quantificare in percentuale rispetto al fatturato annuo dell'ente, il quale assume rilevanza anche ai fini della determinazione della capacità finanziaria della società (o dell'ente) responsabile della violazione. La commisurazione della sanzione alla misura del fatturato rappresenta un elemento di novità nel sistema della responsabilità amministrativa e assolve alla funzione di parametrare l'importo della stessa alle dimensioni del soggetto attivo della violazione. Ciò in attuazione del principio di proporzionalità e al fine di elevare l'efficacia dissuasiva dell'apparato sanzionatorio nei confronti delle società e degli enti di maggiori dimensioni.

Un'altra novità riguarda la possibilità di estinguere determinate violazioni mediante il pagamento in misura ridotta, nel termine di trenta giorni dalla notificazione della lettera di contestazione, di una somma pari al doppio del minimo edittale della sanzione, a condizione che il soggetto interessato non abbia già usufruito di tale misura nei dodici mesi precedenti.

Per ampliare gli strumenti a disposizione è stata poi introdotta una nuova tipologia di misure sanzionatorie applicabili consentendo alla Consob di emanare, in luogo della sanzione pecuniaria, un ordine di eliminare le infrazioni contestate per le violazioni connotate da scarsa offensività o pericolosità, anche indicando le misure da adottare e il termine per l'adempimento in presenza di determinati presupposti.

Infine, è stato rivisto il regime di pubblicità dei provvedimenti in materia sanzionatoria, con l'individuazione dei casi nei quali è consentita la pubblicazione in forma anonima, il differimento della stessa, ovvero l'omissione della pubblicazione (in merito alle disposizioni attuative delle nuove disposizioni in materia di sanzioni amministrative si veda il paragrafo successivo).

In base alle modifiche apportate al Tuf dal d.lgs. 66/2015, è stato poi riformato il quadro normativo e della vigilanza sulle agenzie di rating nel quale l'esercizio dei poteri di indagine, di vigilanza e sanzionatori, in precedenza previsti a livello nazionale, è stato conferito formalmente all'ESMA. Le autorità degli Stati membri mantengono comunque un ruolo rilevante nel concreto dispiegarsi delle attività di vigilanza, in particolare poiché alle stesse spetta la segnalazione all'ESMA di possibili violazioni del regolamento europeo.

Il rapporto fra l'Autorità europea e quelle nazionali è basato sulla cooperazione e sullo scambio di informazioni, essendo anche riconosciuta la possibilità che l'ESMA deleghi specifici compiti di vigilanza alle autorità nazionali.

Alla luce del nuovo assetto della vigilanza, il d.lgs. 66/2015 ha eliminato dal Tuf le sanzioni previste nei confronti delle agenzie di rating, non più irrogabili dalla Consob, introducendo nuove sanzioni applicabili nei confronti di soggetti diversi dalle agenzie di rating per la violazione di alcune disposizioni del medesimo Regolamento. Infine, è stato introdotto nel Tuf l'obbligo per i gestori di OICR di adottare, per la valutazione del merito di credito dei beni in cui investono le risorse raccolte, sistemi e procedure che non prevedono l'affidamento esclusivo o meccanico alle valutazioni emesse da agenzie di rating del credito. Alla Banca d'Italia e alla Consob, ciascuna secondo le rispettive competenze, spetta la vigilanza su tali soggetti per rendere realmente effettiva la disciplina in tema di riduzione dell'affidamento sui rating da parte degli stessi.

## 2 L'attività regolamentare

Nel corso del 2015 la Commissione ha adottato le modifiche regolamentari necessarie a dare piena attuazione alla Direttiva 2011/61/UE sui gestori dei fondi di investimento alternativi (AIFMD), di cui si è già dato conto nell'ambito della Relazione per l'anno 2014 (si veda parte C, Capitolo VI 'L'attività regolamentare').

Nel corso dell'anno la Consob inoltre ha sottoposto alla consultazione del mercato le modifiche al Regolamento Emittenti in materia di assetti proprietari necessarie a dare attuazione alla nuova Direttiva *Transparency*.

In particolare, è stato modificato il termine per la notifica delle partecipazioni rilevanti ed è stata attribuita rilevanza ai cosiddetti 'strumenti finanziari economicamente equivalenti', includendoli nel novero degli strumenti finanziari che conferiscono il diritto di acquistare azioni (ovvero le cosiddette 'partecipazioni potenziali' già rilevanti ai sensi della precedente formulazione della direttiva). A tali strumenti finanziari si applicano le medesime soglie previste per la notifica delle 'partecipazioni effettive' con una soglia minima del 5 per cento. È stata inoltre prevista l'aggregazione del paniere delle partecipazioni 'effettive' (già esistente rimasto invariato) e del predetto insieme di strumenti finanziari, costituendo un terzo basket anch'esso soggetto agli obblighi di notifica secondo le medesime soglie delle 'partecipazioni effettive' (cioè a partire dalla soglia minima del 5 per cento). Infine, è stata introdotta *ex novo* un'esenzione per le operazioni di stabilizzazione.

Con apposita delibera 19446 del 25 novembre 2015, sono state inoltre apportate le modifiche al Regolamento Emittenti necessarie all'entrata in vigore, a decorrere dal 26 novembre 2015, del Regolamento Delegato UE 2015/761, recante norme tecniche di regolamentazione sulle partecipazioni rilevanti (Regolamento RTS), che rientrano nel perimetro di attuazione della nuova *Transparency*.

Le norme in questione riguardano elementi di natura tecnica, legati a: le modalità di calcolo della soglia per l'esenzione in tema di attività di *market maker* e di portafoglio di negoziazione (articoli 2 e 3); il metodo di calcolo del numero dei diritti di voto in caso di strumenti finanziari riferiti a basket o indici di azioni (articolo 4); il metodo di aggiustamento per il delta, ai fini del calcolo dei diritti di voto relativi a strumenti finanziari che prevedono esclusivamente il regolamento in contanti (articolo 5); il metodo per determinare il coefficiente che indica quanto varierebbe il valore teorico dello strumento finanziario in caso di variazione del prezzo dello strumento sottostante e che, applicato al nozionale dello strumento, consente di fornire una rappresentazione accurata dell'esposizione del possessore; l'ambito di applicazione dell'esenzione *client serving* (articolo 6).

Con la stessa delibera è stata ridotta la soglia minima per la dichiarazione delle 'posizioni lunghe' dal 10 al 5 per cento (art. 119, comma 2, del Regolamento Emittenti), al fine di assicurare tempestivamente il grado di trasparenza previsto dalla disciplina europea per tale tipo di posizioni.

In materia di prospetti, la Consob ha modificato, con la delibera 19430 del 29 ottobre 2015, l'art. 6, comma 3, del Regolamento Emittenti, recependo nell'ordinamento nazionale una disposizione della Direttiva 2014/51/UE (*Omnibus II*) che prevede, a decorrere dal 1° gennaio 2016, l'obbligo dell'autorità competente dello Stato membro di origine di comunicare all'ESMA le condizioni definitive depositate presso la medesima e, ove applicabile, all'autorità competente dello Stato membro ospitante (per ulteriori dettagli si veda il Riquadro 'La Direttiva Prospetto: misure attuative e proposta di revisione', Capitolo III 'La vigilanza sull'offerta al pubblico e sull'informativa societaria').

Nell'ambito del processo di attuazione delle nuove disposizioni in materia di sanzioni amministrative per gli illeciti nelle materie di competenza della Consob e della Banca d'Italia, introdotte dal citato d.lgs. 72/2015, sono state sottoposte alla consultazione del mercato le proposte di modifica del Regolamento sul procedimento sanzionatorio della Consob, approvato con la delibera 18750 del 19 dicembre 2013.

In tale ambito, oltre a talune modifiche volte ad allineare le previsioni regolamentari che regolano il procedimento sanzionatorio dell'Istituto al mutato quadro normativo di riferimento, è stata sottoposta al mercato una proposta di individuazione dei criteri di determinazione dell'ammontare del fatturato, tesa a garantire la coerenza e la sistematicità della nozione di fatturato rispetto alle altre nozioni presenti nell'ordinamento nazionale ed europeo, nonché la parità di trattamento delle imprese operanti nei diversi settori di attività. Le modifiche regolamentari sono state adottate con la delibera 19521 del 24 febbraio 2016.

In virtù di una interpretazione evolutiva dei principi contenuti nell'art. 24 della legge 262/2005, nel 2015 si è altresì proceduto a effettuare ulteriori modifiche al procedimento sanzionatorio della Consob, nell'ottica di un rafforzamento del diritto di difesa degli interessati, e più in particolare di

## **un consolidamento del principio del contraddittorio e della piena conoscenza degli atti del procedimento.**

In particolare, in data 22 aprile 2015 la Consob ha pubblicato il documento recante la proposta di modifiche al Regolamento ai fini della consultazione degli interessati, ad esito della quale è stata adottata la delibera 19158 del 29 maggio 2015, entrata in vigore il 9 giugno 2015.

Le modifiche al Regolamento hanno tenuto pertanto conto delle indicazioni provenienti dai soggetti interessati in fase di consultazione, oltre che delle evoluzioni giurisprudenziali di matrice nazionale e sovranazionale sul concetto di contraddittorio. Dette istanze hanno infatti posto in rilievo la necessità (in funzione di una piena attuazione del principio del contraddittorio) della conoscenza, da parte dell'incolpato, della relazione dell'Ufficio Sanzioni Amministrative della Consob, prima che su di essa si pronunci la Commissione e la concessione al medesimo di un termine per dedurre sui contenuti di tale documento.

Si è pertanto introdotto nel procedimento sanzionatorio della Consob (pur in assenza di un obbligo in tal senso in capo all'Istituto) una ulteriore fase di contraddittorio, avente ad oggetto la relazione dell'Ufficio Sanzioni Amministrative che viene inserita nella fase decisoria del procedimento stesso, senza incidere in alcun modo sulla separatezza della fase istruttoria da quella decisoria. Più in particolare, è stata introdotta la possibilità per i soggetti interessati di presentare le proprie controdeduzioni scritte avverso la relazione dell'Ufficio Sanzioni Amministrative in merito alla sussistenza e alla gravità delle violazioni contestate, permettendo così l'interlocuzione diretta tra l'organo decidente ed il soggetto interessato, destinatario della decisione finale.

Al fine di garantire un pieno esercizio del cosiddetto 'diritto all'ultima parola' e assicurare altresì un congruo termine alla Commissione per svolgere le proprie valutazioni, è stato previsto un apposito termine di sospensione per la conclusione del procedimento sanzionatorio (dalla data di protocollazione della relazione finale predisposta dall'Ufficio competente fino al quindicesimo giorno successivo alla data di ricezione della relazione da parte dei soggetti interessati), e un termine (di quindici giorni) entro il quale i soggetti interessati potranno presentare le proprie controdeduzioni finali scritte alla Commissione. Tali necessità hanno comportato l'ampliamento del termine assegnato alla Commissione per adottare la propria decisione (termine esteso da 15 a 35 giorni) e conseguentemente anche del termine di conclusione del procedimento (esteso da 180 a 200 giorni).

Con la delibera 19158 del 29 maggio 2015 è stato, inoltre, previsto un apposito regime transitorio per l'applicazione delle nuove disposizioni ai procedimenti pendenti all'entrata in vigore delle modifiche regolamentari.

Nel 2015 è stata anche portata a termine l'attività regolamentare volta ad adeguare il quadro normativo alle nuove disposizioni in materia di azioni con diritto di voto maggiorato e azioni con diritto di voto plurimo, in merito alla quale è stata offerta ampia informativa nell'ambito della

Relazione per l'anno 2014 (vedi parte C, Capitolo VI, 'L'attività regolamentare').

Inoltre, con l'Atto dell'11 febbraio 2015 (Pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica italiana 43, 21 febbraio 2015) sono state apportate, (d'intesa con la Banca d'Italia) le modifiche al Provvedimento adottato da Banca d'Italia e Consob, in data 22 febbraio 2008, recante la 'Disciplina dei Servizi di Gestione Accentrata, di Liquidazione, dei Sistemi di Garanzia e delle relative società di gestione'.

La Commissione ha approvato, altresì, le modifiche al Regolamento del servizio di gestione accentrata e al Regolamento dei servizi di liquidazione di Monte Titoli Spa, necessarie per consentire la migrazione di Monte Titoli alla piattaforma di regolamento T2S entro il 22 giugno 2015.

T2S è una piattaforma tecnica, capace di operare in modo transfrontaliero, al quale gli operatori dei sistemi di regolamento degli Stati membri dell'UE, ossia i depositari centrali ('CSD', in Italia, Monte Titoli) esternalizzano, da un punto di vista tecnico, la gestione dei rispettivi sistemi di regolamento nonché alcuni aspetti dei sistemi di gestione accentrata.

L'armonizzazione tecnica derivante da T2S comporta un forte stimolo alla concorrenza fra CSD per l'acquisizione di nuovi partecipanti e reca vantaggi anche agli intermediari finanziari i quali possono razionalizzare le proprie strutture organizzative tramite l'adesione a un solo CSD, cui veicolare i flussi di regolamento relativi ai mercati gestiti da T2S.

Nel corso dell'anno, il legislatore nazionale è intervenuto mediante il cosiddetto Decreto banche popolari, per modificare la normativa in materia di *equity crowdfunding*, estendendo il novero delle società legittimate a offrire strumenti finanziari tramite portali *online* in modo da includere le PMI innovative, gli OICR, le società che investono prevalentemente in *start-up* e PMI innovative.

Ulteriori modifiche previste dal decreto hanno avuto ad oggetto l'introduzione di un regime di dematerializzazione del trasferimento delle quote delle società offerenti, in deroga alla disciplina ordinaria, utilizzabile in sede sia di sottoscrizione sia di successivo trasferimento delle quote offerte tramite i portali.

La necessità di recepire tali modifiche ha fornito l'occasione per una più ampia riflessione sull'impianto regolamentare a circa due anni dalla sua entrata in vigore. Dando concreta applicazione alle Linee-guida della Commissione europea in materia di *better regulation*, la Consob ha proceduto ai lavori di revisione del Regolamento tenendo in opportuna considerazione un insieme di indicatori predefinito in fase di analisi di impatto della regolamentazione e gli esiti di una consultazione preliminare.

La consultazione preliminare ha consentito di acquisire le istanze e le proposte degli operatori e di valutare la congruità degli oneri imposti dal Regolamento. Gli obblighi considerati eccessivamente gravosi sono risultati quelli

legati alla sottoscrizione da parte di investitori professionali e alle modalità di esecuzione degli ordini. Per quanto riguarda il primo aspetto, è stata valutata positivamente la possibilità di estendere il novero dei soggetti rientranti in tale categoria anche agli investitori professionali su richiesta, classificati ai sensi della disciplina MiFID dall'intermediario di cui sono clienti; per quanto riguarda il secondo aspetto è stata semplificata la procedura e sono stati ridotti i costi di transazione in modo da favorire la conclusione delle operazioni integralmente *online*, ove i gestori fossero concretamente attrezzati a sostenere le verifiche necessarie per valutare l'appropriatezza dell'operazione.

D'altra parte, coerentemente con il processo di revisione della MiFID II, in seguito alle modifiche prospettate, dovrà necessariamente essere rafforzata l'attività di vigilanza sui gestori di portali che operano in esenzione, la cui attività assumerà caratteristiche più simili, sotto il profilo del rapporto con i clienti, a quelle degli intermediari autorizzati, fermo restando che gli stessi non sono autorizzati a impiegare fondi e strumenti finanziari per conto dei clienti medesimi. In tal modo, parte degli oneri della modifica saranno assorbiti dalla Consob, attraverso la propria attività di vigilanza.

Il Regolamento così riformato è stato posto in consultazione il 3 dicembre 2015 per acquisire le osservazioni sulle disposizioni di attuazione della normativa primaria, ai fini della loro definitiva approvazione. Le modifiche regolamentari sono state adottate con la delibera 19520 del 24 febbraio 2016.

Infine, nell'ambito dell'analisi economica della regolamentazione adottata dall'Istituto e in collaborazione con soggetti esterni, la Commissione ha continuato a sviluppare il 'Progetto MOA' (Misurazione degli Oneri Amministrativi), attività pluriennale finalizzata in via precipua (ma non esclusiva) a misurare gli oneri amministrativi a carico dei soggetti vigilati.

Il carattere innovativo dell'attività ha richiesto un significativo sforzo di progettazione metodologica, oltre al rilevante impegno profuso nella realizzazione concreta dei database. La seconda fase del progetto ha consentito quindi di stimare in modo statisticamente significativo i costi sostenuti dalle banche italiane che prestano servizi di investimento per far fronte agli adempimenti contenuti nel Regolamento Intermediari adottato dalla Consob e, per quanto di competenza, nel Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio adottato congiuntamente da Consob e Banca d'Italia. I risultati quantitativi e la metodologia utilizzata saranno oggetto di pubblicazione da parte della Consob nella prima metà del 2016.

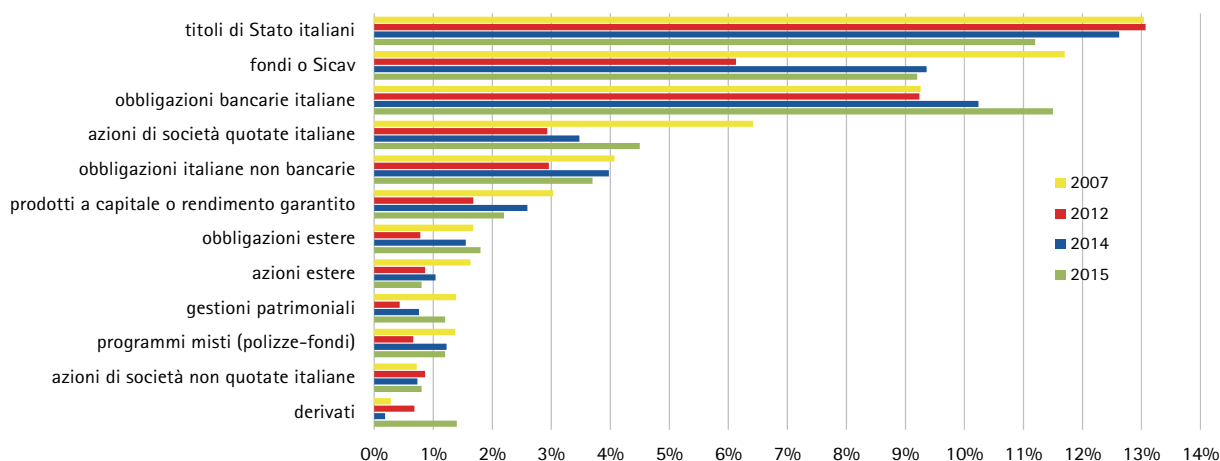


# VII La tutela dell'investitore

## 1 Le scelte di investimento delle famiglie italiane

Nel 2015 Il tasso di partecipazione delle famiglie italiane ai mercati finanziari si è attestato al 50 per cento circa, sostanzialmente in linea con l'anno precedente e significativamente al di sopra del livello registrato nel 2013 (41 per cento). La quota di investitori *retail* che detengono almeno un'attività rischiosa (azioni, obbligazioni, risparmio gestito, polizze vita e strumenti derivati) ha continuato ad aumentare, portandosi al 35 per cento (contro il 32 e il 26 per cento rispettivamente a fine 2014 e 2013), in netto recupero rispetto al periodo pre-crisi (nel 2007, infatti, risultava pari al 38 per cento circa; Fig. 41).

**Fig. 41 Partecipazione delle famiglie italiane ai mercati finanziari per tipologia di prodotto**  
(percentuale di famiglie che detiene il prodotto o strumento finanziario indicato)



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - *Multifinanziaria Retail Market*. Confronta Note metodologiche.

Il tasso di partecipazione è aumentato soprattutto nel comparto delle obbligazioni bancarie italiane (dal 10 per cento nel 2014 al 12 per cento nel 2015), che si confermano essere i prodotti maggiormente diffusi insieme ai titoli di Stato (11 per cento circa nel 2015). Crescono di circa un punto percentuale anche la partecipazione al mercato delle azioni quotate italiane (da 3,5 nel 2014 a 4,5 nel 2015) e dei derivati (da valori sostanzialmente prossimi allo zero all'1,5 per cento circa).

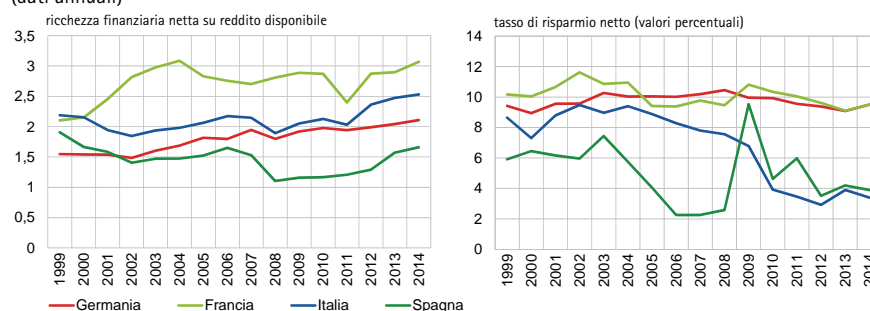
L'andamento positivo della partecipazione finanziaria è in linea con il trend leggermente crescente della ricchezza finanziaria netta e delle attività finanziarie rilevate a livello aggregato nei conti nazionali (Riquadro 15).

## Riquadro 15

### La ricchezza delle famiglie nei principali paesi dell'Area euro

A fine 2014 la ricchezza finanziaria netta delle famiglie italiane (pari alle attività finanziarie al netto delle passività finanziarie) è risultata pari a circa 2,5 volte il reddito disponibile, in lieve crescita rispetto al 2013 e in linea con il trend positivo registrato nei principali paesi dell'Area euro. Il tasso di risparmio netto domestico ha continuato a ridursi e ad attestarsi su un livello nettamente inferiore rispetto a quello registrato in Francia e in Germania (superiore in entrambi i casi al 9 per cento).

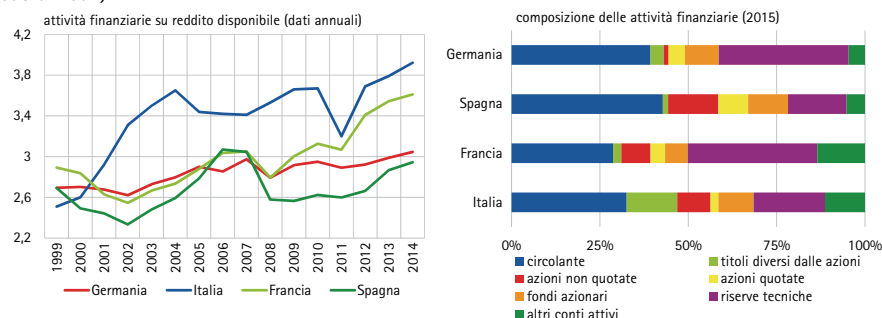
#### Ricchezza finanziaria netta e tasso di risparmio in alcuni paesi dell'Area euro (dati annuali)



Fonte: Commissione europea e Eurostat.

Nel corso del 2014, le attività finanziarie degli investitori italiani sono risultate pari a circa quattro volte il reddito disponibile, confermando l'incremento sperimentato a partire dal 2011. Tale rapporto, inoltre, continua a mantenersi su un livello più elevato di quello delle maggiori economie dell'Area euro, anche per effetto del più basso livello di reddito disponibile. Con riferimento alla composizione di portafoglio, le famiglie italiane continuano a detenere una quota di ricchezza finanziaria significativamente alta in obbligazioni e certificati di deposito (14 per cento dell'ammontare complessivo a fronte del 4 per cento in Germania, 2 per cento in Francia e uno per cento in Spagna). La propensione a investire nel mercato azionario continua a essere inferiore a quella degli altri maggiori paesi dell'Eurozona, come si evince dal peso delle azioni quotate sulla ricchezza finanziaria (2 per cento in Italia a fronte di 8 per cento in Spagna, 4 per cento in Francia e 5 per cento circa in Germania); una divergenza ancora più accentuata emerge con riferimento agli investimenti in polizze assicurative e fondi pensione (20 per cento in Italia contro quasi il doppio in Germania e Francia). La quota di ricchezza finanziaria in depositi e circolante detenuta dalle famiglie italiane è pari al 30 per cento e risulta inferiore di circa 10 punti percentuali al dato di Spagna e Germania.

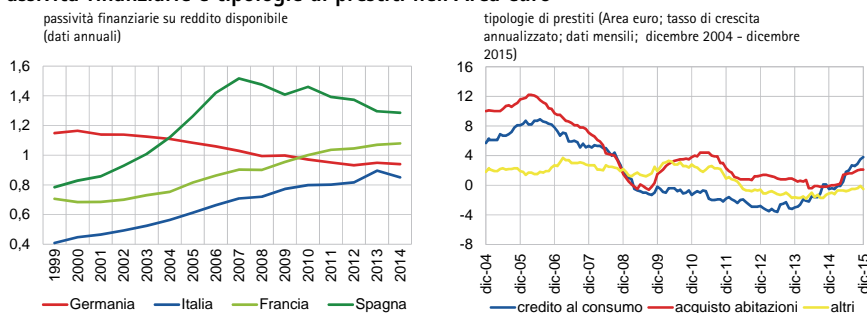
## Attività finanziarie in alcuni paesi dell'Area euro (dati annuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

Le passività finanziarie sono rimaste stabili in tutti i principali paesi europei, a fronte di una ripresa del credito al consumo e dei prestiti ipotecari avviatasi già nel 2014.

## Passività finanziarie e tipologie di prestiti nell'Area euro

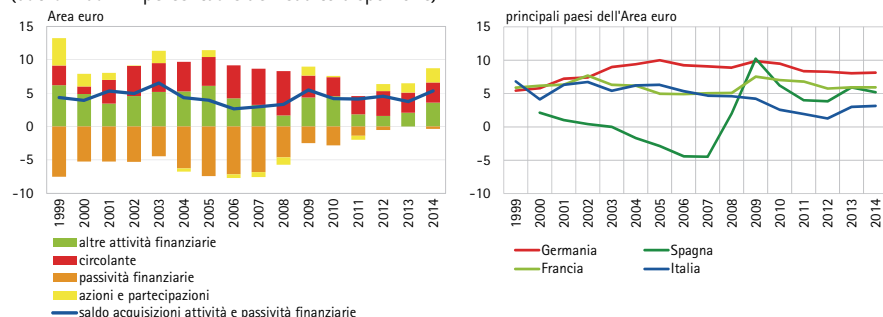


Fonte: elaborazioni su dati BCE e Eurostat.

Nell'Area euro il saldo tra attività e passività finanziarie ha registrato un aumento nel 2014, in virtù anche dell'incremento degli acquisti in azioni. In Italia i flussi di investimento sono risultati sostanzialmente stabili, continuando ad attestarsi al 3 per cento circa del reddito disponibile, ossia su livelli nettamente inferiori rispetto a quelli delle maggiori economie dell'Eurozona.

## Flussi di attività e passività finanziarie nell'Area euro

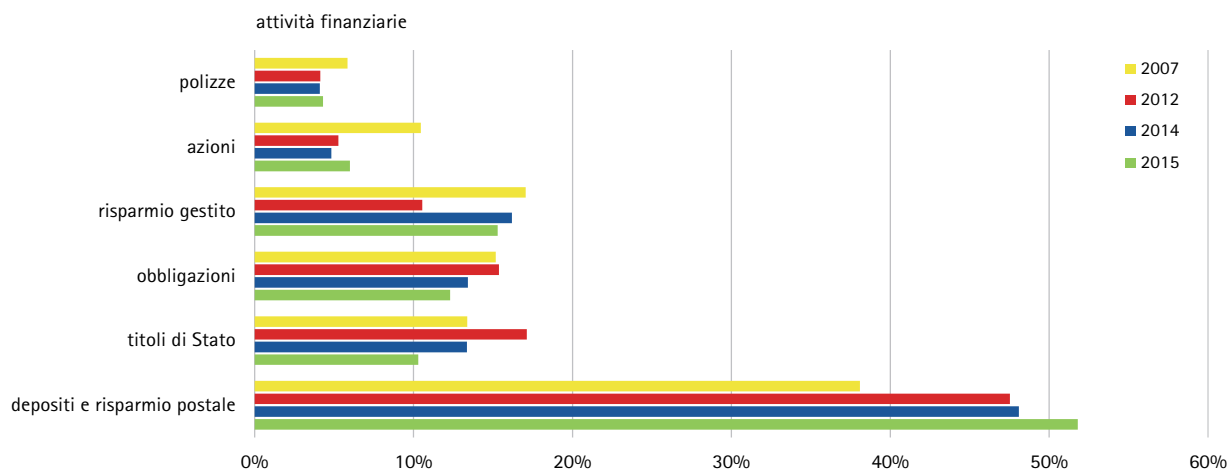
(dati annuali in percentuale del reddito disponibile)



Fonte: elaborazioni su dati BCE e Eurostat.

Con riferimento alla composizione della ricchezza finanziaria, sono cresciuti sia la quota allocata in depositi e risparmio postale (dal 48 per cento nel 2014 al 52 per cento nel 2015) sia il peso delle azioni (dal 5 al 6 per cento; Fig. 42). È invece diminuita l'incidenza degli investimenti in titoli di Stato e obbligazioni (rispettivamente dal 13 al 10 per cento circa e dal 13 al 12 per cento).

Fig. 42 Allocazione della ricchezza delle famiglie italiane per tipologia di prodotto



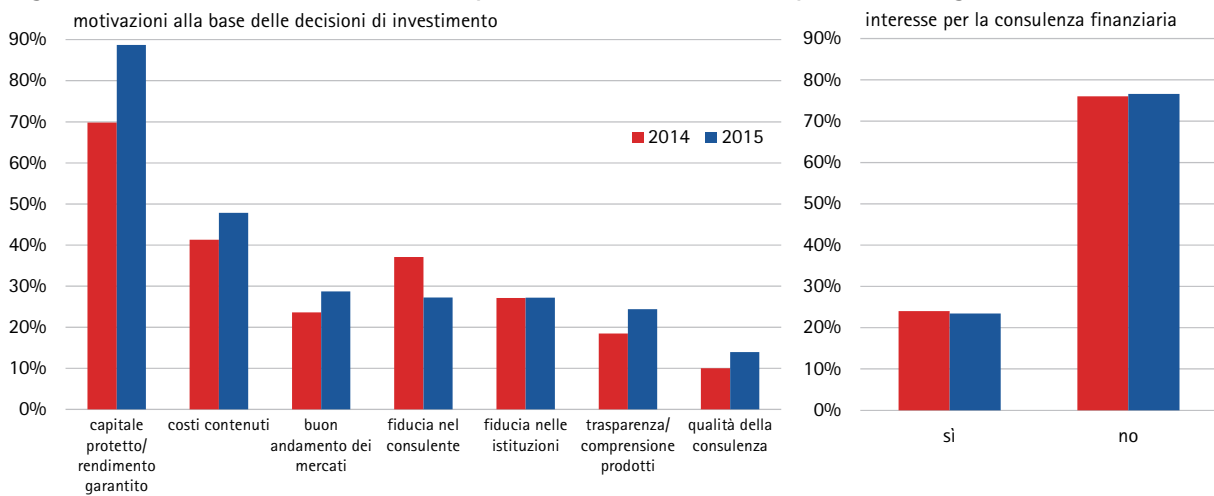
Fonte: stime su dati GfK Eurisko - *Multifinanziaria Retail Market*. Confronta Note metodologiche. La voce depositi e risparmio postale include i depositi in c/c bancari e postali, i libretti di risparmio bancari e postali, i depositi in valute diverse dall'euro, i pronti contro termine, i certificati di deposito. La voce risparmio gestito include fondi comuni e Sicav italiani ed esteri, programmi di accumulo (Pac), gestioni patrimoniali mobiliari (Gpm) e in fondi (Gpf), programmi misti polizze-fondi, servizi di gestione della liquidità. La voce polizze include le polizze del ramo III e V, i prodotti a capitalizzazione, le polizze multiramo, i piani pensionistici integrativi. La ricchezza finanziaria non include il circolante.

Per le restanti attività finanziarie, il peso delle polizze è rimasto sostanzialmente stabile al 4 per cento, mentre si è ridotto di un punto quello del risparmio gestito (dal 16 per cento nel 2014).

Con riguardo alle motivazioni alla base delle decisioni di investimento, il 90 per cento circa dei decisori finanziari italiani dichiara di essere disposto a investire a condizione che siano garantiti la protezione del capitale e/o un rendimento minimo: il dato è in netta crescita rispetto a quanto registrato nel 2014 (70 per cento circa; Fig. 43).

Altri fattori sempre più determinanti dell'attitudine all'investimento sono i costi, l'andamento del mercato finanziario e la trasparenza delle procedure, la chiarezza delle informazioni e la capacità di comprendere meglio i meccanismi di funzionamento dei prodotti. Si è ridotta, invece, l'importanza della fiducia nel consulente, a fine 2015 ritenuta rilevante dal 27 per cento delle famiglie contro il 37 per cento dell'anno precedente. Rimane relativamente marginale, seppure in aumento, l'attenzione verso la qualità del servizio di consulenza, indicata tra i fattori rilevanti solo dal 14 per cento del campione (in crescita di quattro punti percentuali rispetto al 2014). In linea con il dato dell'anno precedente, solo il 23 per cento delle famiglie italiane dichiara di essere interessato al servizio di consulenza.

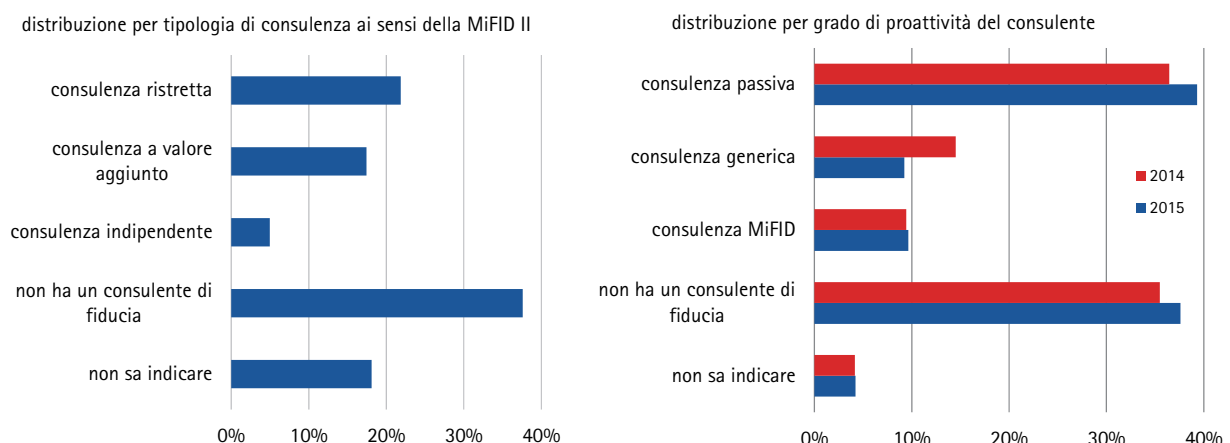
**Fig. 43 Attitudine all'investimento e interesse per la consulenza finanziaria da parte delle famiglie italiane**



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - *Multifinanziaria Retail Market*. Confronta Note metodologiche. Il grafico di sinistra è stato realizzato sulla base delle risposte alla domanda: «Indichi le motivazioni che la convincerebbero a fare investimenti»; la voce 'qualità della consulenza' si riferisce alle seguenti alternative di risposta: 'elevata specializzazione nella gestione degli investimenti del proponente' e 'poter avere una consulenza finanziaria che proponga in modo tempestivo e adeguato le variazioni necessarie agli investimenti'; la voce 'altro' si riferisce alle seguenti alternative di risposta: 'avere assistenza per tutta la durata dell'investimento' e 'possibilità di monitorare quotidianamente l'andamento dell'investimento'. Il grafico di destra è stato realizzato sulla base delle risposte alla domanda: «È interessato a usufruire del servizio di consulenza?».

A prescindere dall'interesse dichiarato verso la consulenza, a fine 2015 circa il 40 per cento dei decisori finanziari non ha un consulente di fiducia. Nel restante 60 per cento dei casi, la distribuzione degli investitori per tipologia di servizio mostra la scarsa diffusione della consulenza che, ai sensi della MiFID II, può essere qualificata come indipendente; parimenti poco diffusa risulta la fruizione di consulenza cosiddetta MiFID, ossia basata su proposte di investimento personalizzate (Fig. 44).

**Fig. 44 Diffusione del servizio di consulenza**



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - *Multifinanziaria Retail Market*. Confronta Note metodologiche. Con l'espressione 'consulenza ristretta' si indica il servizio basato sull'analisi di un insieme ristretto di prodotti; con l'espressione 'consulenza a valore aggiunto' si indica il servizio basato sull'analisi di un insieme ampio di strumenti finanziari (inclusi gli strumenti di terzi).

Come noto, la MiFID II introduce il concetto di consulenza su base indipendente, individuata sulla base di tre elementi che saranno oggetto di informativa precontrattuale da parte degli intermediari: l'indipendenza del soggetto che presta il servizio (con particolare riguardo al divieto di ricevere e trattenere incentivi); l'analisi ampia di differenti tipi di strumenti finanziari; la valutazione periodica dell'adeguatezza degli strumenti finanziari raccomandati.

Le evidenze a fine 2015 mostrano che la consulenza indipendente, remunerata esclusivamente dal cliente, ricorre solo nel 5 per cento circa dei casi; nei prossimi anni il dato potrebbe salire su impulso del mutato quadro normativo domestico (si veda il riquadro 'Le nuove disposizioni in materia di vigilanza su promotori e consulenti finanziari', Capitolo IV 'La vigilanza sugli intermediari', Parte B). La tipologia di consulenza maggiormente diffusa è quella ristretta, ossia basata su una gamma contenuta di strumenti finanziari generalmente emessi dal gruppo bancario di appartenenza (segnalata dal 22 per cento circa delle famiglie), seguita dal servizio cosiddetto 'a valore aggiunto', ossia basato su un'ampia gamma di strumenti finanziari con valutazione periodica della loro adeguatezza (18 per cento circa). Infine, una quota equiparabile di famiglie italiane (18 per cento) non è in grado di indicare il tipo di servizio ricevuto.

Un profilo di interesse riguarda la disponibilità ad avvalersi del servizio di consulenza *online*, che coinvolge l'otto per cento dei decisori finanziari non professionali italiani (inclusi coloro che non hanno un consulente di riferimento).

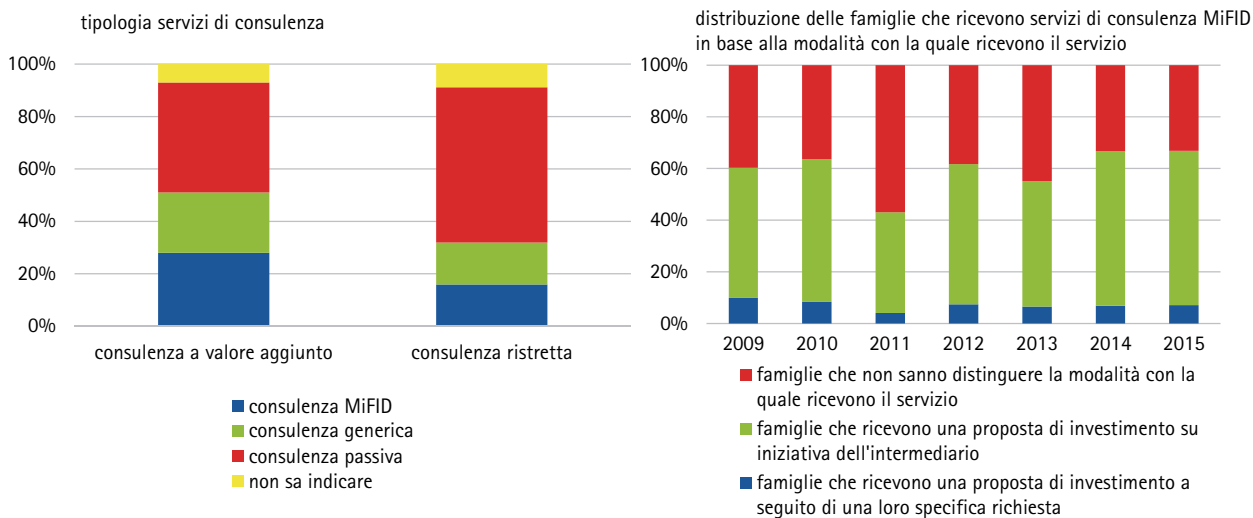
Agli investitori che hanno dichiarato di avvalersi del servizio di consulenza è stato chiesto anche se hanno ricevuto proposte di investimento personalizzate e riferite a uno specifico strumento finanziario, assumendo che il grado di personalizzazione delle raccomandazioni del consulente (che distingue la cosiddetta 'consulenza MiFID' da quella 'generica' e quella 'passiva') possa essere considerato anche un indicatore della proattività dell'intermediario.

In linea con gli anni precedenti la quota di famiglie che sono state contattate, ricevendo una consulenza 'personalizzata', rimane bassa (10 per cento circa) anche se in lieve crescita (un punto percentuale in più rispetto al 2014). Il 9 per cento dei decisori finanziari italiani, invece, è stato contattato dal proprio consulente di fiducia senza tuttavia ricevere offerte di strumenti finanziari ('consulenza generica'). Infine, il 40 per cento circa si riferisce alla 'consulenza passiva', non avendo ricevuto negli ultimi 12 mesi proposte di investimento.

Nel gruppo dei decisori finanziari che ricevono una 'consulenza personalizzata', solo il 7 per cento dichiara di aver ricevuto una proposta di investimento a seguito di una propria specifica richiesta, mentre il 60 per cento è stato contattato direttamente dall'intermediario (il restante 33 per cento non sa indicare la modalità; Fig. 45).

La 'consulenza MiFID o personalizzata' ricorre più frequentemente nell'ambito del servizio a valore aggiunto (avente ad oggetto l'offerta di un'ampia gamma di prodotti non necessariamente del gruppo bancario di appartenenza) rispetto alla consulenza ristretta (rispettivamente, 28 e 16 per cento dei casi).

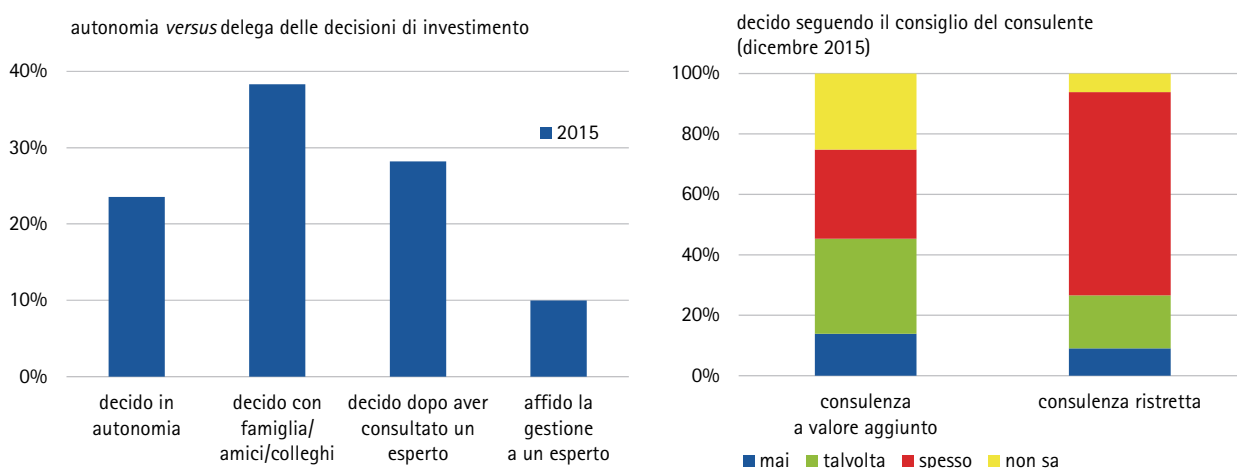
**Fig. 45 Tipologia di consulenza e modalità di ricezione del servizio**  
(dicembre 2015)



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - *Multifinanziaria Retail Market*. Confronta Note metodologiche.

Avvalersi del servizio di consulenza individua solo uno dei possibili modelli decisionali delle scelte di investimento. In particolare, nel 2015 la percentuale di famiglie che decidono prevalentemente dopo aver consultato un esperto o che si affidano alla gestione di un esperto risulta complessivamente pari a circa il 38 per cento. La quota di investitori che scelgono in completa autonomia si attesta al 24 per cento circa, mentre la propensione a prendere decisioni finanziarie dopo aver ascoltato parenti, amici e colleghi è riferibile al 38 per cento degli investitori (Fig. 46).

**Fig. 46 Modelli decisionali delle scelte di investimento delle famiglie italiane**



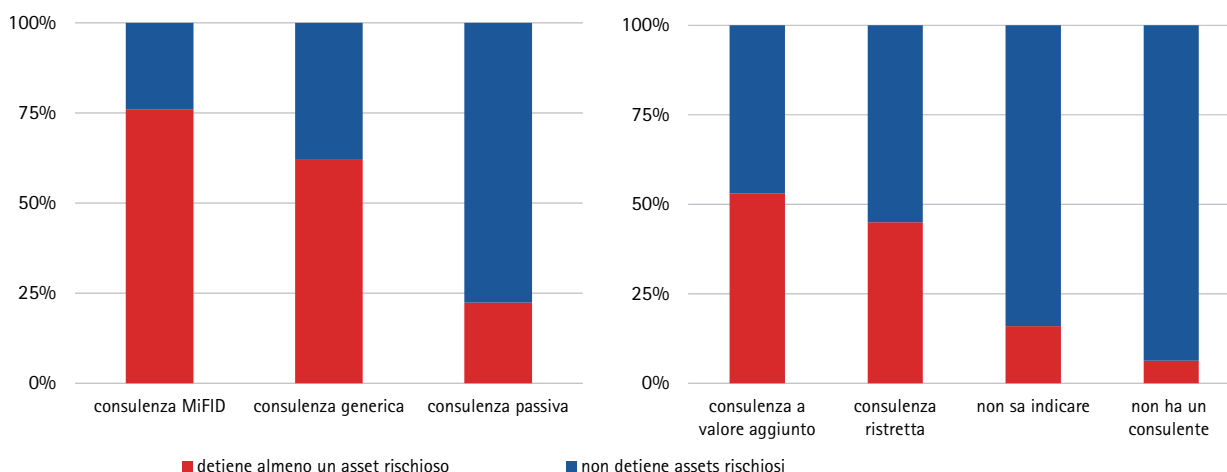
Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Osservatorio Consob su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane' e Multifinanziaria Retail Market. Confronta Note metodologiche. Il grafico di sinistra si basa sulle risposte alla domanda: «Come prende le decisioni di investimento?»; le stime si riferiscono al gruppo di famiglie che effettuano investimenti finanziari; non sono ammesse risposte multiple alla domanda. Il grafico di destra si basa sulle risposte alla domanda: «Quante volte ha effettivamente seguito i consigli dell'esperto?».

Tra coloro che si rivolgono a un consulente, il tasso di adesione al consiglio ricevuto è difforme a seconda della qualificazione del servizio stesso, raggiungendo una frequenza maggiore per la consulenza ristretta rispetto a quella a valore aggiunto.

In particolare, il 67 per cento delle famiglie che ricevono offerte da parte del consulente riferite ai soli prodotti della banca di appartenenza dichiarano di seguire spesso le proposte di investimento ricevute. Viceversa, tale quota si dimezza (portandosi al 30 per cento) per il sotto-campione di soggetti che fruiscono del servizio di consulenza a valore aggiunto, essendo in questo caso anche più elevata la percentuale di individui che non sanno indicare la frequenza con cui seguono il consiglio ricevuto.

Il servizio di consulenza si correla positivamente con la partecipazione al mercato finanziario, con un legame tanto più forte quanto maggiore è il grado di personalizzazione e la qualità del servizio (Fig. 47).

**Fig. 47 Partecipazione al mercato finanziario delle famiglie italiane**  
(dicembre 2015)



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - *Multifinanziaria Retail Market*. Confronta Note metodologiche.

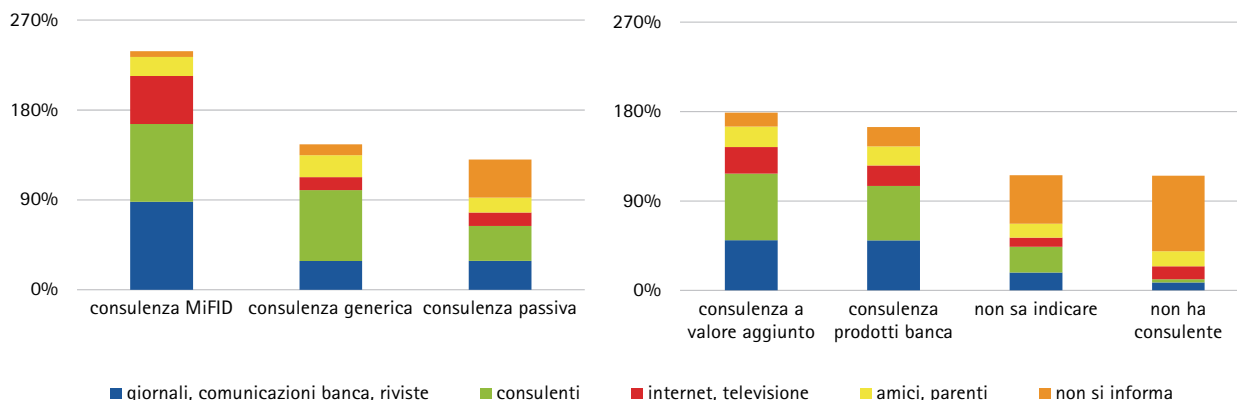
Nel dettaglio, la quota di famiglie italiane che detengono almeno un *asset* rischioso è massima nel caso della consulenza personalizzata (76 per cento circa), fino a portarsi al 22 per cento nel caso della consulenza passiva. Rispetto alla qualificazione del servizio ex MiFID II, la partecipazione al mercato finanziario risulta maggiore in corrispondenza della consulenza a valore aggiunto rispetto a quella ristretta (rispettivamente, 53 e 45 per cento) e raggiunge il suo valore minimo per i decisori finanziari che non sanno riconoscere la tipologia di servizio ricevuto (16 per cento circa) oppure non hanno un consulente di fiducia (6 per cento).

Le famiglie contattate dal consulente con proposte di investimento personalizzate tendono a informarsi ricorrendo non solo al consulente (78 per cento) ma anche a un'ampia gamma di fonti informative alternative, quali giornali, riviste e comunicazioni della banca (88 per cento; Fig. 48).



Parallelamente, l'attitudine a informarsi è più marcata tra coloro che ricevono consulenza a valore aggiunto. La percentuale di individui che non si informano è particolarmente elevata tra coloro che non hanno un consulente di fiducia per gli investimenti (76 per cento) e tra quanti non sono in grado di individuare la tipologia di servizio ricevuta (50 per cento circa).

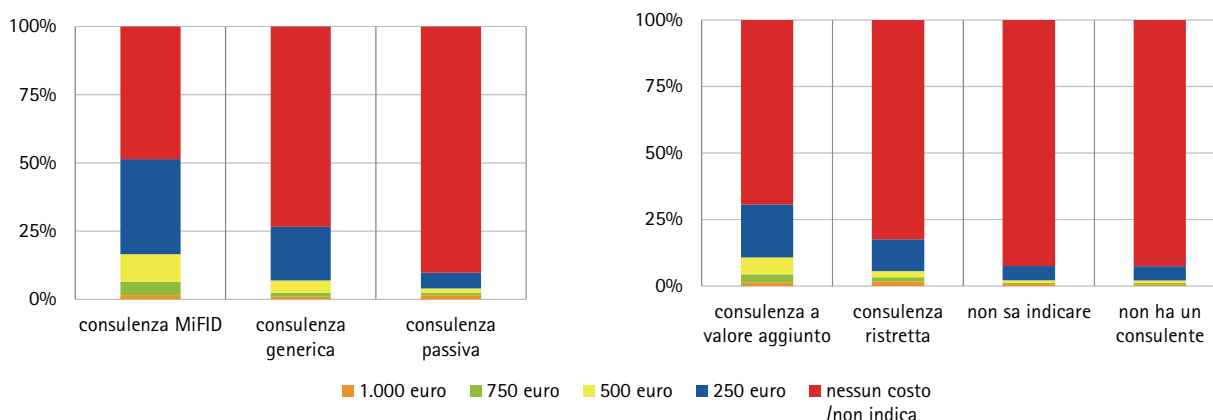
**Fig. 48 Canali informativi utilizzati per le scelte di investimento dalle famiglie italiane**  
(dicembre 2015)



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market. Confronta Note metodologiche. La figura si basa sulle risposte alla domanda: «Quali sono le fonti di informazioni consultate e alle quali dà più fiducia per controllare l'andamento degli investimenti?».

La disponibilità a remunerare l'intermediario per il servizio di consulenza, con una cifra fissa oscillante tra 250 e 1.000 euro, è più frequente tra i soggetti che fruiscono della consulenza MiFID e della consulenza a valore aggiunto (rispettivamente 50 e 31 per cento dei decisori finanziari; Fig. 49), verosimilmente per la capacità dell'investitore di riconoscere il contributo del consulente alle proprie scelte di investimento. La disponibilità a pagare è nulla per la quasi totalità delle famiglie che ricevono consulenza passiva.

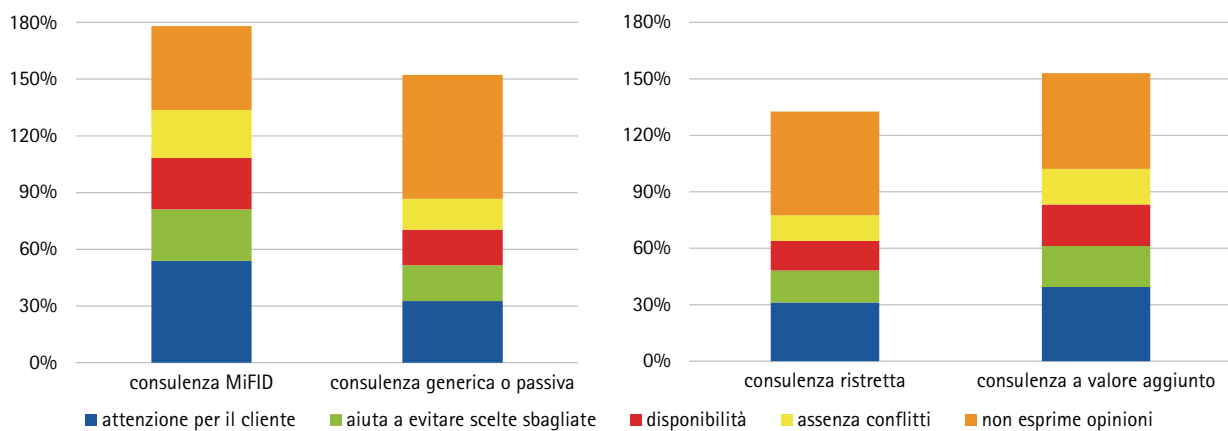
**Fig. 49 Disponibilità a pagare per il servizio di consulenza**  
(dicembre 2015)



Fonte: nostre elaborazioni su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market. Confronta Note metodologiche. La figura si basa sulle risposte alla domanda: «È interessato a usufruire del servizio di consulenza al costo fisso di 250 euro oppure di 500 euro oppure di 750 euro oppure di 1.000 euro?».

Le opinioni sul consulente di fiducia per gli investimenti cambiano significativamente a seconda della tipologia di servizio ricevuto (Fig. 50). In particolare, nel gruppo dei decisori finanziari che ricevono una 'consulenza personalizzata' l'elemento che maggiormente concorre a definire il giudizio è l'attenzione per il cliente (54 per cento delle famiglie contro il 33 per cento nei casi di 'consulenza generica o passiva'), mentre l'assenza di conflitti di interesse viene indicata solo dal 25 per cento degli individui (contro il 16 per cento del gruppo di coloro che dichiarano di fruire di 'consulenza generica o passiva').

**Fig. 50 Opinioni sul consulente di fiducia per gli investimenti**  
(dicembre 2015)



Fonte: nostre elaborazioni su dati GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market. Confronta Note metodologiche. La figura si basa sulle risposte alla domanda: «Quali sono le sue opinioni sul consulente di fiducia per gli investimenti?».

## 2 L'attività di educazione finanziaria

Le ultime rilevazioni disponibili confermano che conoscenze e competenze finanziarie dei cittadini italiani rimangono insufficienti rispetto alla complessità delle decisioni da prendere e ai rischi da affrontare.

Il 'Rapporto Consob sulle scelte di investimento delle famiglie italiane', pubblicato nel giugno 2015, mette in luce le limitate conoscenze finanziarie dei cittadini italiani rispetto a nozioni di base. I bassi livelli di conoscenza si accompagnano a una scarsa consapevolezza dei passaggi fondanti delle decisioni di investimento (definizione di obiettivo, valutazione della propria attitudine al rischio, etc.) e a una diffusa sopravvalutazione delle proprie competenze in materia di scelte economiche e di investimento.

In particolare, quasi la metà dei soggetti intervistati dichiara di non conoscere o definisce in modo errato il concetto di inflazione; il 55 per cento non è in grado di indicare correttamente cosa significhi diversificare gli investimenti e circa il 57 per cento non sa spiegare la relazione rischio-rendimento. Inoltre, il 67 per cento

e il 72 per cento degli individui non riesce a calcolare, rispettivamente, un montante in regime di interesse semplice e il rendimento atteso di un investimento.

Riconoscendo all'educazione finanziaria il ruolo di strumento chiave per lo sviluppo di conoscenze, capacità e competenze necessarie per effettuare scelte informate, nel corso del 2015 l'Istituto ha completato i progetti avviati nell'ambito della Carta degli Investitori.

In particolare, con il lancio del portale di educazione finanziaria nel mese di maggio, l'Istituto ha posto le basi per un presidio permanente e strutturato delle tematiche relative all'*investor education*, utilizzando anche le evidenze disponibili in materia di bisogni formativi e tenendo conto delle indicazioni della finanza comportamentale. Il portale rappresenta, inoltre, lo strumento principale della campagna di sensibilizzazione dei risparmiatori sui propri diritti e sulle forme di tutela previste dall'ordinamento.

L'area del sito istituzionale dedicata all'*investor education* è stata realizzata come un canale di formazione e informazione per tutti coloro (studenti, insegnanti, lavoratori e pensionati) che desiderano intraprendere un percorso finalizzato all'apprendimento di nozioni e strumenti utili per un'ampia gamma di decisioni economiche e finanziarie, afferenti alla gestione del proprio risparmio nel tempo, alle scelte di investimento e alla gestione del budget familiare.

L'area è stata suddivisa in tre macro-sezioni concettuali: Apprendimento, Operatività e Approfondimento. Per elevare la comprensibilità dei contenuti da parte del maggior numero possibile di utenti, viene utilizzato uno stile immediato e un linguaggio semplice. Sono anche presenti giochi e questionari per agevolare il passaggio dalla conoscenza teorica alla sperimentazione pratica dei concetti appresi.

Nel corso dell'anno è stato inoltre avviato un tavolo di discussione e coordinamento in materia di Educazione Finanziaria con altre autorità (Banca d'Italia, Covip e Ivass) allo scopo di definire una Strategia nazionale di Educazione Finanziaria, intesa come mezzo per innalzare il livello di protezione dei risparmiatori, promuoverne la fiducia nei mercati finanziari e stimolare una più attenta attività di pianificazione finanziaria e investimento.

La prima fase di questa collaborazione ha previsto: i) la ricognizione dei bisogni formativi e delle carenze della popolazione italiana sulla base delle indagini esistenti e delle evidenze derivanti dall'attività di vigilanza delle Autorità coinvolte; ii) la mappatura dei programmi di educazione finanziaria esistenti; iii) la definizione di un documento preliminare di inquadramento delle possibili iniziative future.

### 3 La gestione degli esposti

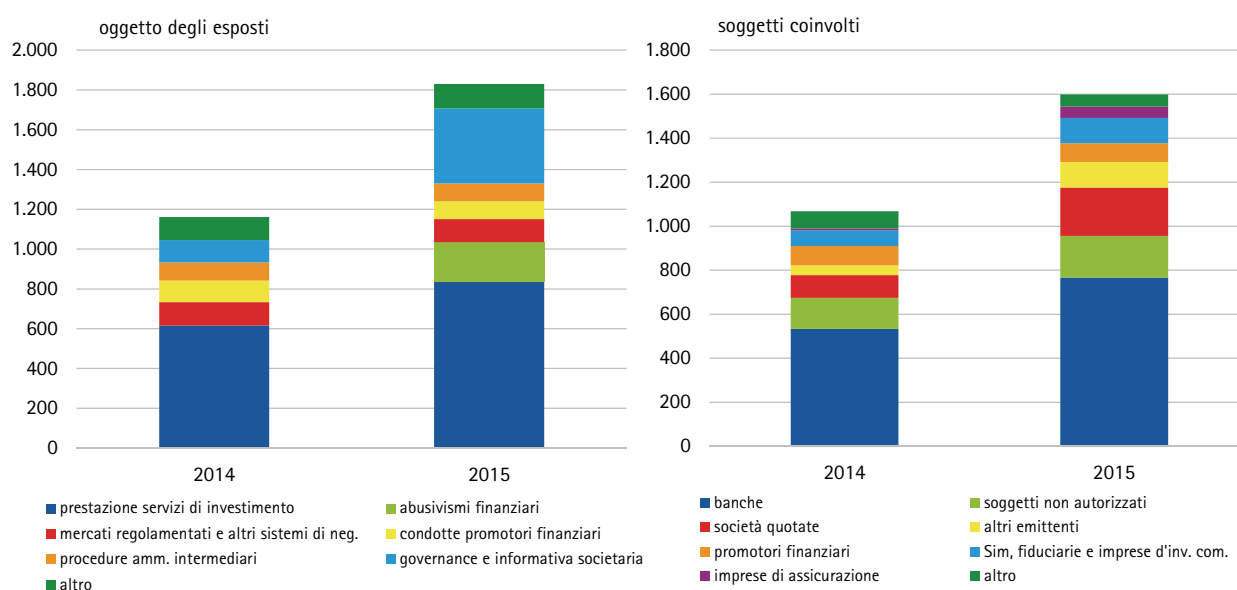
Nel mese di luglio 2015 è stato messo a disposizione del pubblico l'applicativo, frutto del lavoro congiunto tra l'Istituto e le associazioni dei consumatori, per la trasmissione a Consob degli esposti via internet.

Gli esposti possono essere inviati seguendo un percorso guidato che consente, in modo semplice e intuitivo, di migliorare la qualità delle segnalazioni trasmesse e di ridurre il numero di esposti che non sono di competenza dell'Istituto (con conseguenti ricadute positive anche per l'attività di vigilanza). Per effetto di questa innovazione, nel corso dell'anno il numero degli esposti non procedibili per difetto di competenza si è ridotto, passando da 377 nel 2014 a 265.

L'applicativo si presta a essere utilizzato anche da tutti coloro che, per via della loro posizione di *insider*, hanno informazioni particolarmente rilevanti con riferimento possibili infrazioni o condotte illecite. Nel corso del 2016, si prevede pertanto di utilizzare tale applicativo anche per le procedure di segnalazione da definire per i casi di *whistleblowing*.

Nel corso dell'anno, la Commissione ha ricevuto 1.830 esposti (1.161 nel 2014) con i quali risparmiatori e, più in generale, operatori di mercato hanno segnalato situazioni o comportamenti messi in atto da soggetti vigilati che apparivano anomali o scorretti (Fig. 51). Nella maggior parte dei casi (46 per cento circa) gli esposti si riferiscono a circostanze attinenti alla prestazione di servizi di investimento.

Fig. 51 Esposti ricevuti nel 2015 relativi ad aree di competenza della Consob



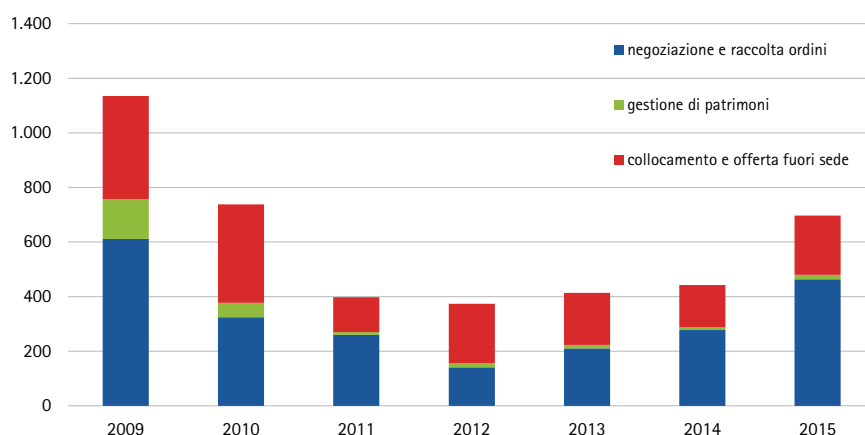
Fonte: Consob. Con riferimento all'oggetto degli esposti, la categoria 'abusivismi finanziari', introdotta a partire da gennaio 2015, include la prestazione abusiva di servizi di investimento, precedentemente compresa nella categoria 'prestazione servizi d'investimento', e le offerte abusive, precedentemente incluse nella categoria 'altro', tra gli esposti riferiti alle offerte al pubblico di sottoscrizione e vendita. La categoria 'altro' include gli esposti riferiti a: operazioni societarie straordinarie, revisione contabile, offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita, offerta al pubblico di acquisto e/o scambio, gestione accentrata e dematerializzazione. Con riferimento ai soggetti coinvolti, la categoria 'altri emittenti' include: emittenti di titoli diffusi, emittenti esteri di strumenti finanziari quotati in Italia ed emittenti di strumenti negoziati in sistemi multilaterali di negoziazione; la categoria 'Sim, fiduciarie e imprese di investimento comunitarie' include sia le imprese di investimento comunitarie senza succursale sia quelle con succursale; la categoria 'altro' include: Sgr, società di gestione di mercati regolamentati, società delistate, società di revisione, gestori collettivi esteri, offerenti.

Le segnalazioni di ipotesi di abusivismi finanziari (ossia prestazioni abusive di servizio o offerte abusive), costituiscono quasi l'11 per cento del totale. A percentuali simili (dieci per cento circa) sommano le denunce di comportamenti dilatori o ostruzionistici da parte di promotori e intermediari (in particolare, ai comportamenti scorretti dei promotori e alle procedure amministrative degli intermediari si riferiscono rispettivamente il 4,9 e il cinque per cento degli esposti). Una parte significativa degli esposti riguarda, infine, anomalie nell'informativa societaria e nella *governance* degli emittenti (entrambe pari al dieci per cento del totale).

Per quanto riguarda i soggetti coinvolti, come di consueto, circa la metà delle segnalazioni si riferisce a banche. Risultano in aumento rispetto al passato gli esposti riconducibili a società quotate e altri emittenti (emittenti di titoli diffusi ed emittenti esteri di strumenti finanziari quotati in Italia), le segnalazioni su soggetti non autorizzati coinvolti in ipotesi di abusivismo finanziario e le anomalie riconducibili all'attività delle imprese di investimento comunitarie.

Con specifico riferimento agli esposti attinenti alla prestazione dei servizi di investimento, in aumento sin dal 2013, come di consueto i due terzi circa delle denunce riguardano il servizio di negoziazione e raccolta ordini, quasi un terzo il servizio di collocamento e offerta fuori sede, mentre una quota residuale attiene alle gestioni di patrimoni (Fig. 52).

**Fig. 52 Esposti ricevuti in materia di servizi di investimento**



Fonte: Consob.

## 4 L'attività della Camera di conciliazione e arbitrato

Nel corso del 2015 la Camera di conciliazione e arbitrato è stata impegnata nell'amministrazione di 80 procedimenti di conciliazione (121 nel 2014), diretti alla soluzione di controversie insorte tra investitori e intermediari finanziari con riferimento agli obblighi di informazione, trasparenza e correttezza che questi ultimi devono osservare nei rapporti contrattuali con gli investitori medesimi.

Sul totale delle domande di conciliazione pervenute, cinque sono state ritenute non ammissibili per difetto di competenza o per carenza documentale e altre quattro devono essere ancora perfezionate dagli istanti. Complessivamente, quindi, il numero delle istanze trattate nel corso dell'anno è stato pari a 71 (116 nel 2014).

Nel 2015 è pervenuta anche un'istanza di arbitrato semplificato, successivamente ritirata dall'istante, che ha dichiarato di volersi avvalere dell'istituendo nuovo Organismo per la risoluzione extragiudiziale delle controversie in materia finanziaria della Consob.

La maggior parte delle istanze avviate nel periodo in esame proviene dalle regioni del nord Italia (45 istanze, pari al 63 per cento dei procedimenti avviati; Tav. 59).

Per quanto riguarda la Lombardia, otto delle quattordici istanze avviate si riferiscono alla provincia di Milano, mentre nel Lazio la quasi totalità delle istanze ha avuto come provenienza la provincia di Roma (sette su otto).

**Tav. 59 Istanze per area geografica**  
(numero istanze)

	al 31 dicembre 2014	al 31 dicembre 2015
Nord	68	45
Centro	28	14
Sud e Isole	17	12
<i>totale</i>	<i>113</i>	<i>71</i>

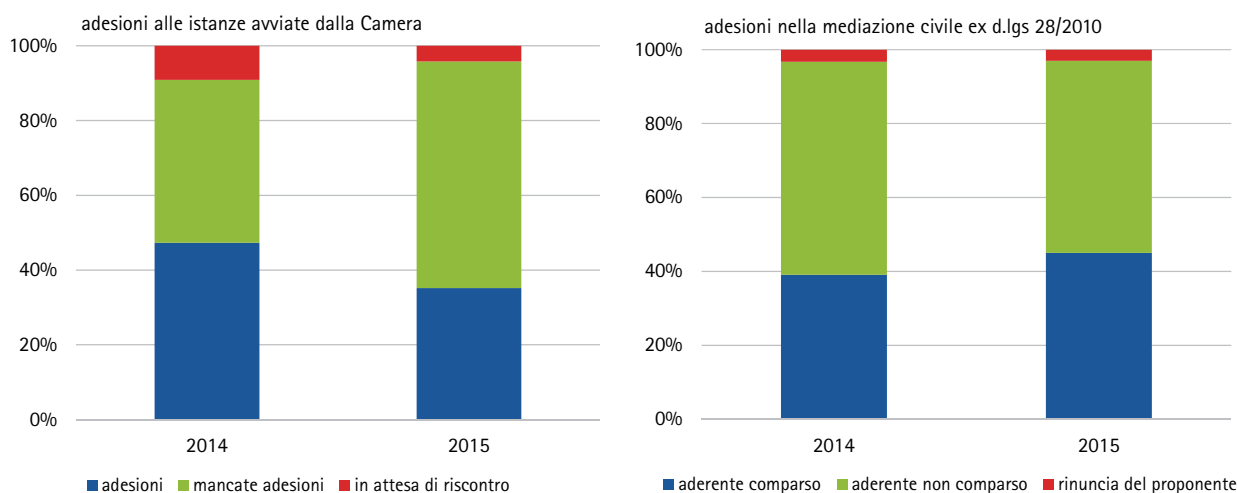
Fonte: Consob.

Al 31 dicembre 2015, dei 25 casi in cui l'intermediario aveva aderito al tentativo di conciliazione (pari 35 per cento del totale), cinque istanze si erano concluse con un accordo e 15 con un esito negativo, mentre altri cinque procedimenti non si erano ancora chiusi. Le mancate adesioni sono complessivamente 43, pari al 61 per cento circa delle istanze, mentre in tre casi si è ancora in attesa un riscontro da parte dell'intermediario (Fig. 53). La percentuale di adesioni si è ridotta rispetto al 2014, quando si attestava al 47 per cento.

L'importo complessivo delle richieste di risarcimento pervenute nel 2015 è stato di circa 35 milioni di euro, quasi il doppio rispetto all'anno precedente. Tale significativo aumento è riferibile a quattro istanze di valore superiore al milione di euro e a una superiore ai 15 milioni di euro.

L'importo delle richieste relative alle istanze alle quali l'intermediario ha aderito è stato di 24,8 milioni di euro (9,4 nel 2014), mentre l'importo rimborsato a seguito di esito positivo della controversia è stato pari a quasi 54 mila euro (circa 176 mila euro nel 2014).

**Fig. 53 Adesioni alle istanze da parte degli intermediari**  
(dati al 31 dicembre 2015)



Fonte: Consob.

Con riguardo alla tipologia di prodotti finanziari oggetto delle istanze di conciliazione pervenute, si segnala la forte incidenza di controversie relative alla vendita da parte degli intermediari di propri strumenti finanziari (azioni e obbligazioni), seguiti da altre obbligazioni (Repubblica Argentina, Lehman Brothers, Cirio, etc.) e strumenti derivati (quali *interest rate swap* e *certificates*). Un minor numero di procedimenti si riferisce a fondi comuni di investimento, ETF e polizze a contenuto finanziario. L'importo mediano delle richieste di risarcimento pervenute oscilla tra 23 e 303 mila euro circa (Tav. 60).

**Tav. 60 Istanze pervenute per tipologia di investimento e richiesta di risarcimento**

strumenti finanziari	istanze ricevute (in % sul totale) <sup>1</sup>	importi delle richieste di risarcimento (in migliaia di euro) <sup>2</sup>
azioni e obbligazioni dell'intermediario	24	303,4
altre azioni e obbligazioni	23	22,7
strumenti derivati	20	116,0
fondi comuni di investimento e ETF	15	150,0
polizze a contenuto finanziario	3	120,0
altri prodotti	15	41,0

Fonte: Consob. <sup>1</sup> L'eventuale mancata quadratura è dovuta agli arrotondamenti. <sup>2</sup> Valore mediano.

Al 31 dicembre 2015 il numero degli iscritti nell'elenco dei conciliatori è pari a 375 (959 al 31 dicembre 2014), mentre il numero degli iscritti nell'elenco degli arbitri è pari a 500 (737 al 31 dicembre 2014). Nell'ambito dell'attività di gestione degli elenchi, la Camera di conciliazione e

arbitrato ha dunque provveduto alla cancellazione di 584 iscritti dall'elenco dei conciliatori e di 237 iscritti dall'elenco degli arbitri.

Nel dettaglio, 276 conciliatori e 214 arbitri sono stati cancellati dai rispettivi elenchi per l'omesso pagamento dei contributi annuali relativi agli anni 2014 e 2015 (di cui alle delibere Consob 18982 del 23 luglio 2014 e 19166 del 26 giugno 2015). Quattro conciliatori sono stati cancellati dall'elenco a seguito della comunicazione di decesso. Nei restanti casi la cancellazione ha fatto seguito alla formale richiesta da parte degli interessati (rispettivamente, 28 conciliatori e 23 arbitri) o al mancato possesso dei requisiti formativi previsti dall'art. 7, comma 2 del Regolamento Consob 18275 del 18 luglio 2012 (276 conciliatori).

Nel corso del 2015 non sono stati pubblicati bandi concernenti l'aggiornamento degli elenchi dei conciliatori e degli arbitri, ai sensi dell'art. 3, comma 4, della delibera Consob 18275 del 18 luglio 2012. Ciò in ragione dell'imminente trasformazione dell'attuale Camera in nuovo Organismo di risoluzione delle controversie e della constatata sufficienza del numero degli iscritti negli elenchi dei conciliatori e degli arbitri per l'espletamento delle procedure fino alla data in cui diverrà operativo il nuovo Organo decidente.

**Nel mese di agosto 2015 è stato emanato il decreto che ha introdotto il nuovo Organismo di risoluzione stragiudiziale delle controversie a partecipazione obbligatoria degli intermediari, sul modello dell'Arbitro Bancario Finanziario di Banca d'Italia.**

L'avvio del nuovo Organismo ha richiesto la predisposizione di un intenso e articolato programma di attività normative, organizzative e di natura informatica, che interessano trasversalmente diverse strutture dell'Istituto.

Le attività normative sono tese alla definizione delle disposizioni di attuazione della norma primaria, siano esse norme di rango regolamentare ovvero disposizioni interne per il funzionamento dell'Organismo. Le misure di natura organizzativa sono funzionali alla definizione della struttura e delle modalità di funzionamento del nuovo Organismo nonché alla dotazione delle necessarie risorse strumentali e umane. Le attività di natura informatica sono necessarie per allestire un sistema informatico di supporto e un sito internet *ad hoc* avente caratteristiche interattive (si veda il Capitolo IX 'Le attività di supporto e la cooperazione internazionale').



# VIII I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob

## 1 Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza

Nel 2015 il numero di ricorsi presentati avverso provvedimenti dell'Istituto in materia di emittenti, intermediari e abusi di mercato ha registrato un calo rispetto al 2014 (attestandosi su un valore prossimo al dato registrato nel 2013; Tav. 61).

**Tav. 61 Ricorsi contro atti adottati o proposti dall'Istituto**  
(esiti al 31 dicembre 2015)

	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	
2011	--	37	11	--	3	48	--	4	1	--	--	5
2012	--	21	14	--	1	35	4	20	29	--	--	53
2013	3	4	7	--	--	14	9	42	37	8	--	88
2014	--	4	10	--	1	14	5	39	96	--	1	140
2015	--	4	7	--	--	11	--	2	79	2	--	81

Fonte: Consob. <sup>1</sup> La voce comprende i ricorsi al Tar e al Consiglio di Stato, nonché i ricorsi straordinari al Capo dello Stato. <sup>2</sup> Tribunali, Corti d'Appello e Corte di Cassazione. <sup>3</sup> La voce comprende anche i giudizi conclusi con un accoglimento parziale del ricorso o con una riduzione della sanzione comminata. <sup>4</sup> La voce comprende anche le impugnazioni dichiarate inammissibili per difetto di giurisdizione o per incompetenza del giudice adito, nonché quelle rinunciate a iniziativa del ricorrente o per le quali è stata dichiarata la cessazione della materia del contendere.

La Suprema Corte di Cassazione ha affrontato, in numerose pronunce, diverse questioni interpretative riguardo al procedimento sanzionatorio della Consob, successivamente alla sentenza della Corte EDU del 4 marzo 2014 (Grande Stevens e altri c. Italia).

La Suprema Corte ha confermato che non sussiste una lesione del diritto di difesa degli incolpati (principalmente sotto il profilo della violazione del principio del contraddittorio e del principio di conoscenza degli atti istruttori) in caso di mancata audizione dell'interessato dinanzi al collegio e in caso di diniego all'ostensibilità della relazione finale, contenente la proposta di decisione dell'Ufficio Sanzioni Amministrative alla Commissione. Il Supremo Collegio infatti ha ribadito che la valutazione, relativa alla piena esplicitazione o meno del contraddittorio e delle garanzie di difesa, deve riguardare il procedimento nel suo insieme. Tale procedimento comprende oltre

a una prima fase a carattere amministrativo presso la Consob, una seconda fase a carattere giurisdizionale articolata su due livelli di controllo: un primo livello con pieni poteri in ordine al rapporto controverso incardinabile presso le competenti Corti d'Appello e un secondo di legittimità attivabile con il ricorso per Cassazione. È stato riaffermato pertanto dai Supremi Giudici che nel procedimento sanzionatorio innanzi alla Consob il diritto di difesa dell'incolpato è garantito dalla previsione di un congruo termine per il deposito di difese scritte, mentre la sua audizione personale non è indispensabile. Per ciò che attiene alla mancata esibizione della relazione dell'Ufficio sanzioni amministrative agli incolpati, la Cassazione ha messo in rilievo il principio secondo cui il diritto di difesa si esplica sui fatti oggetto di contestazione e di conseguenza il contraddittorio endoprocedimentale non verte sulla sanzione e sui criteri della sua relativa quantificazione.

La Suprema Corte ha ribadito altresì l'inapplicabilità del principio del *favor rei* nel campo delle sanzioni amministrative in assenza di una specifica previsione contraria; conseguentemente il principio di retroattività della norma successiva più favorevole cede il passo al diverso criterio dell'ultrattività delle fattispecie sanzionatorie, con l'assoggettamento del comportamento alla legge vigente al momento in cui è stata commessa la violazione.

Tali decisioni si fondano sul presupposto che le nozioni di 'sanzione penale' non sono coincidenti nella disciplina della Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo e nell'ordinamento nazionale. Nella prima, infatti, la nozione di pena elaborata dalla Corte EDU è più ampia rispetto a quella conosciuta dall'ordinamento nazionale, posto che quest'ultimo utilizza essenzialmente il criterio giuridico-formale, mentre in ambito CEDU si rilevano anche criteri di carattere sostanziale e funzionale; di conseguenza, le garanzie proprie del sistema di sanzioni penali previste dall'ordinamento italiano a favore del reo (tra le quali, l'applicazione della norma successiva più favorevole) non si estendono automaticamente anche alle sanzioni amministrative qualificabili come 'penali' in base ai principi elaborati dalla Corte EDU.

In materia di intermediari, la Corte d'Appello di Torino è intervenuta in una vicenda in cui è stata contestata dalla Consob la violazione dell'art. 21, comma 1, lett. a) del Tuf e dell'art. 40 del Regolamento Intermediari agli esponenti del comitato esecutivo e del collegio sindacale di una banca.

I suddetti esponenti, in ragione della loro qualifica, erano stati ritenuti responsabili della mancata predisposizione di adeguati presidi interni finalizzati a garantire il corretto e trasparente svolgimento di un'operazione di collocamento di titoli obbligazionari di propria emissione, a miglior tutela dell'interesse dei clienti. In particolare, la Consob aveva accertato che l'intermediario si era dotato, prima del collocamento del prestito obbligazionario, di un modello organizzativo interno in virtù del quale era prevista come indispensabile (in caso di collocamento di titoli obbligazionari di propria emissione) la prestazione del servizio di consulenza e valutazione obbligatoria di adeguatezza dell'investimento. Di fatto, invece, in occasione del collocamento, un rilevante numero di ordini di sottoscrizione era stato trattato in modo sistematico imputando gli ordini medesimi all'iniziativa dei clienti

(nel meno intenso regime di appropriatezza), denotando così l'omissione o comunque l'insufficiente previsione di adeguate procedure e controlli interni.

La Corte d'Appello di Trento, Sezione di Bolzano, ha rigettato due ricorsi avverso sanzioni applicate dalla Consob per violazione delle regole di condotta gravanti in capo agli esponenti aziendali di una Sgr operante nel settore dei fondi comuni d'investimento immobiliare. La Corte ha stabilito che non opera il principio del *ne bis in idem* nel caso in cui, in relazione alle medesime vicende, siano state applicate sanzioni dalla Banca d'Italia.

Secondo la Corte, la circostanza che sia stata anche accertata la violazione delle disposizioni in tema di sana e prudente gestione e di stabilità patrimoniale della Sgr, con conseguenti sanzioni inflitte da Banca d'Italia, non ha precluso alla Consob la concomitante applicazione delle sanzioni di propria competenza per violazione degli obblighi di trasparenza e correttezza nella prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio. I due illeciti per la Corte altoatesina hanno differente obiettività e sono riferibili a due distinte aree di vigilanza della Sgr, senza alcuna violazione del principio generale di *ne bis in idem*. Ha trovato riscontro in giudizio, inoltre, quanto ascripto dalla Consob ai componenti degli organi di gestione e di controllo ovvero di aver violato l'obbligo di agire informati nell'ambito del procedimento decisionale sugli investimenti e di aver omesso di vigilare adeguatamente sui rischi connessi alle operazioni immobiliari in essere. Sono state altresì rigettate le eccezioni degli oppositori finalizzate a invocare un'esenzione di responsabilità in ragione del fatto che l'intero processo valutativo sugli investimenti e sui rischi annessi era stato demandato a soggetti terzi esterni alla compagine societaria. Alla particolare qualifica ricoperta dagli amministratori e sindaci di una Sgr è associabile un elevato grado di diligenza esigibile che, nel caso concreto, non ha permesso la configurabilità di un errore scusabile.

Il Consiglio di Stato ha riformato una precedente decisione del Tar del Lazio riguardo al provvedimento di sospensione cautelare emesso nei confronti di un promotore finanziario a seguito dell'assunzione della qualità di imputato (art. 55, comma 2 del Tuf).

Il Consiglio ha affermato che non ha rilievo la distanza temporale intercorsa tra il momento della commissione dei fatti contestati, in sede penale, e il momento di applicazione della sospensione cautelare, atteso che la valutazione della sospensione del promotore rientra nella sfera di discrezionalità di esclusiva pertinenza della Consob, sulla base di un apprezzamento non censurabile se non per evidente illogicità o travisamento.

In materia di abusi di mercato, si segnalano le decisioni delle Corti d'Appello di Torino, Milano e Bologna riguardanti una fattispecie di manipolazione informativa del mercato ex art. 187 *ter*, comma 1, del Tuf, avente ad oggetto le azioni Fondiaria Sai e Milano Assicurazioni, in cui sono state confermate le sanzioni applicate dalla Consob.

In particolare si è stabilito che il giudizio di non conformità dei bilanci di una società non comporta automaticamente (al fine della decorrenza dei termini per

l'invio delle contestazioni) la piena configurazione di un illecito di manipolazione informativa del mercato, atteso che tale ultimo addebito può definirsi compiutamente accertato soltanto quando i dati contabili non veritieri abbiano palesato espressamente la propria valenza decettiva, ovvero l'idoneità potenziale a ingannare il mercato (circostanza ritenuta presente nel caso concreto). Sono stati altresì sanzionati i vertici aziendali delle società emittenti poiché, in ragione della loro qualifica, avevano inserito dati non veritieri in ordine alla riserva sinistri nei bilanci consolidati 2010 degli enti e quindi diffuso informazioni suscettibili di fuorviare il mercato in merito al prezzo delle azioni delle società amministrate. È stato tra l'altro riconosciuto che il processo di determinazione delle riserve e di valutazione della sufficienza delle stesse costituisce un processo soggetto all'attività di direzione e controllo dell'organo gestorio che si assume la responsabilità della redazione e approvazione del bilancio. Le Corti hanno rilevato inoltre che il dato materiale della sotto-riservazione e della conseguente non veridicità del bilancio, non poteva *sic et simpliciter* comprovare la manipolazione del mercato, in assenza di ulteriori e autonome valutazioni della Consob volte ad acquisire prova della capacità di tali dati di ingannare i mercati.

La Suprema Corte di Cassazione, nel mese di gennaio 2015, nell'ambito di due procedimenti pendenti dinanzi alla Quinta Sezione penale e alla Sezione Tributaria civile, ha sollevato questioni di legittimità costituzionale degli artt. 187-*bis* e 187-*ter* del Tuf, nella parte in cui ammettono la cumulabilità di sanzioni (formalmente) amministrative e penali per la medesima condotta; a marzo 2016, la Consulta ha dichiarato inammissibili le questioni di costituzionalità sollevate, sulla base di motivazioni al momento non ancora note.

Le Corti d'Appello di Firenze e di Genova, diversamente da altre Corti che avevano ritenuto possibile la trattazione in forma pubblica dei giudizi pendenti (ovvero proseguito nell'applicazione del 'rito camerale' non ravvisando in ciò profili di illegittimità), hanno sollevato questione di legittimità costituzionale dell'art. 195 Tuf sotto il profilo della conformità alle garanzie del contraddittorio di matrice CEDU della previsione relativa allo svolgimento del giudizio di opposizione in camera di consiglio.

La questione appare superata dal disposto dell'art. 6, comma 8, del d.lgs. n. 72 del 2015, che ha ordinato lo svolgimento in forma pubblica anche delle udienze relative ai giudizi pendenti alla data della sua entrata in vigore.

La Corte di Cassazione ha sollevato questione di legittimità costituzionale dell'art. 187-*sexies*, comma 2 del Tuf, in combinato disposto con l'art. 9, comma 6, della legge 62/2005, nella parte in cui prevede che la confisca, introdotta quale sanzione accessoria per gli illeciti di *market abuse*, si applichi nella forma per equivalente anche alle violazioni commesse anteriormente alla data di entrata in vigore della legge 62/2005.

Al riguardo, i Supremi Giudici hanno ritenuto che la natura giuridica della confisca avente ad oggetto beni di valore equivalente a quelli costituenti il prodotto

dell'illecito, non sia quella di misura di sicurezza con finalità preventive, bensì di misura di sicurezza con connotati sanzionatori-afflittivi, il che ne impedirebbe un'applicazione retroattiva (al contrario di quanto previsto dall'art. 9, comma 6, della legge n. 62 del 2005).

In materia di impugnative di bilancio promosse dall'Istituto, si segnalano la pronuncia emessa dal Tribunale Civile di Reggio Emilia in relazione ai bilanci di esercizio e consolidato di Kerself Spa (ora, Aion Renewables Spa in fallimento) chiusi al 31 dicembre 2010, e la pronuncia resa in ordine ai bilanci della medesima società chiusi al 31 dicembre 2011 dal Tribunale di Milano (a seguito del trasferimento a Milano della sede sociale dell'Emittente).

L'impugnativa dei bilanci relativi a entrambi gli esercizi si è fondata su gravi carenze che affliggevano il sistema di controllo di gestione dell'Emittente, caratterizzato dall'assenza di procedure scritte e formalizzate in grado di garantire una regolare esecuzione dei rapporti finanziari e commerciali tra la società e i terzi, le controllate e le correlate, in violazione dei Principi contabili internazionali IAS 1 (sulla presentazione del bilancio) e IAS 11 (sulla contabilizzazione dei lavori in corso su ordinazione). Il Tribunale di Reggio Emilia ha dichiarato la nullità dei bilanci al 31 febbraio 2010, facendo seguito ad analoga pronuncia emessa con riguardo ai bilanci dell'esercizio precedente, affermando la persistenza dell'interesse della Consob all'azione di impugnativa anche nel caso di fallimento della società convenuta sopravvenuto nel corso del giudizio; ciò nel presupposto che *«Le finalità cui è preordinata l'azione della Commissione perdurano anche dopo l'ammissione della società a una procedura concorsuale e anche se le quotazioni della società vengono revocate, posto che l'accertamento della falsità del bilancio è destinato a fornire agli operatori una serie indispensabile di informazioni al fine delle eventuali iniziative, anche di natura risarcitoria, che essi volessero intraprendere a tutela delle loro ragioni»*. Con riguardo all'impugnativa promossa nei confronti dei bilanci al 31 dicembre 2011, il Tribunale di Milano è pervenuto a opposte conclusioni; nel presupposto che l'interesse ad agire ex art. 100 c.p.c. vada *«sempre e comunque apprezzato in relazione all'utilità concretamente rinvenibile alla parte attrice dall'eventuale accoglimento dell'impugnativa»*, e rilevando come, nel caso di fallimento dell'Emittente, l'effetto *latu sensu* demolitorio del bilancio derivante dall'azione di impugnativa sia *«ormai privo di qualsiasi apprezzabile rilievo pratico e concreto»*, il Tribunale ha concluso per la improcedibilità della domanda della Consob, *«essendo venuto meno l'interesse processuale a coltivare l'impugnativa in corso di causa»*.

Con riferimento al contenzioso in materia di emittenti, si segnala una pronuncia del Tar del Lazio che ha dichiarato inammissibile il ricorso degli esponenti aziendali di una banca quotata, in pendenza del procedimento sanzionatorio attivato nei loro confronti dall'Istituto.

Con tale ricorso si chiedeva al Giudice amministrativo di accertare l'estinzione della potestà sanzionatoria della Consob in conseguenza della scadenza del termine di conclusione del procedimento. Il Tar, accogliendo le eccezioni sollevate

dall'Istituto, ha dichiarato l'inammissibilità del ricorso in quanto una pronuncia, che avesse accertato l'estinzione di un procedimento in corso, avrebbe determinato una sostanziale ablazione dei poteri punitivi spettanti alla Consob e quindi una indebita sostituzione del giudice all'amministrazione, al di fuori dei casi normativamente previsti dall'art. 7, comma 6, del codice del processo amministrativo. Il Collegio ha inoltre dichiarato inammissibile il ricorso poiché diretto contro atti endoprocedimentali inidonei, come tali, a configurare una lesione concreta della sfera giuridica dei destinatari.

Il Tar del Lazio ha rigettato, per manifesta infondatezza, il ricorso presentato da un'associazione di consumatori avverso il provvedimento di approvazione del prospetto d'offerta/ammissione alle negoziazioni e del relativo supplemento di azioni della Banca Mps (emesse a seguito di aumento di capitale), stabilendo che la Consob aveva correttamente esercitato i poteri di vigilanza conferitile dagli articoli 94, 94-bis e 95 del Tuf.

In particolare, attraverso l'impugnazione in sede amministrativa dell'approvazione del prospetto relativo all'aumento di capitale di Banca Mps, il ricorrente contestava il non corretto esercizio dei poteri di vigilanza nonché la mancata conclusione, da parte dell'Istituto, degli approfondimenti riguardo la corretta contabilizzazione in bilancio della operazione *long term repo* denominata 'Alexandria'. Il Tar ha confermato la legittimità dell'operato della Consob in merito alla vicenda in questione e ha dichiarato inammissibili per difetto di giurisdizione due istanze avanzate dal ricorrente: la domanda di inibizione dell'offerta e la diffida rivolta a Consob a impugnare il bilancio ex art. 157, comma 2 del Tuf; ad avviso del Tar, i provvedimenti richiesti avrebbero prodotto direttamente i propri effetti su deliberazioni assembleari (aumento del capitale e approvazione del bilancio) al cui 'abbattimento' doveva ritenersi nella realtà finalizzata l'iniziativa assunta dall'associazione dei consumatori, determinando un indebito sconfinamento del giudice amministrativo nella giurisdizione del giudice ordinario. In particolare, i giudicanti hanno affermato che l'utilizzo strumentale del ricorso amministrativo contro il provvedimento di approvazione del prospetto, finalizzato a colpire indirettamente le delibere dell'assemblea, si prestava a essere ricondotto nell'alveo dell'abuso del processo, da intendersi quale esercizio improprio, sul piano funzionale e modale, del potere discrezionale della parte di scegliere le strategie di difesa più convenienti. Il Tar ha poi smentito la circostanza che le modalità di contabilizzazione dell'operazione 'Alexandria', esposte nei bilanci della banca (a sua volta incorporati nel prospetto), non consentissero ai destinatari dell'offerta di pervenire a un fondato giudizio sulla proposta di investimento agli stessi rivolta, posto che la Consob, attenendosi alle Linee-guida predisposte d'intesa con Banca d'Italia e Ivass, aveva già da tempo imposto all'Emittente (non soltanto nei bilanci annuali ma altresì nelle rendicontazioni trimestrali) di descrivere per il tramite di appositi prospetti *pro-forma* gli effetti sui bilanci che sarebbero derivati da una riqualificazione dell'operazione 'Alexandria' secondo un diverso metodo di contabilizzazione. I giudici hanno convenuto che fosse stata esercitata su tali aspetti una completa e coerente attività di vigilanza, in grado di garantire, allo stato degli elementi conoscitivi all'epoca disponibili, la corretta e trasparente informazione al mercato.

Si segnalano, in senso favorevole all'Istituto, i decreti emessi dalla Corte d'Appello di Milano e dalla Corte d'Appello di Trento, Sezione di Bolzano che, in due distinte vicende, hanno deciso in merito alle opposizioni promosse dai componenti del collegio sindacale di società quotate avverso le sanzioni irrogate ai sensi degli articoli 149, comma 3, e 193, comma 3, del Tuf per violazione dell'obbligo di comunicare alla Consob le irregolarità riscontrate nell'attività di vigilanza.

I giudici hanno definito con precisione la portata degli obblighi informativi dei sindaci in base all'art. 149, comma 3, del Tuf, rammentando, da un lato, che il dato letterale consente di sanzionare anche il ritardo nella comunicazione delle irregolarità, dall'altro, che una lettura sistematica della previsione (coordinata con gli artt. 149, comma 1, lett. d), 151, comma 1, e 150, comma 1 del Tuf) fa ritenere che i sindaci siano tenuti a comunicare, qualora riscontrate, le irregolarità verificatesi nella sfera delle società controllate del soggetto quotato (atteso che una gestione irregolare di quest'ultime potrebbe ripercuotersi sulla situazione economico-patrimoniale della controllante quotata). È stata disattesa inoltre l'interpretazione restrittiva dell'articolo 149, comma 3 del Tuf, avanzata dai ricorrenti e tesa a circoscrivere il perimetro delle irregolarità rilevanti alle irregolarità gravi. I giudici hanno confermato infatti che costituiscono oggetto di segnalazione indistintamente tutte le irregolarità riscontrate (a prescindere da valutazioni discrezionali in ordine alla loro gravità) che non possono essere in nessun caso rimesse al collegio sindacale, considerato che quando il legislatore ha attribuito rilievo a tali ipotetici parametri lo ha fatto espressamente (art. 2409 del codice civile e art. 152 del Tuf).

## 2 La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto

Nel 2015 la Corte di Cassazione ha emesso l'ordinanza n. 10095 del 18 maggio 2015 dopo un ricorso per regolamento preventivo di giurisdizione nei confronti della Consob, instaurato da taluni risparmiatori e da un'organizzazione sindacale nell'ambito di un giudizio pendente innanzi al Tribunale civile di Roma.

Tale ordinanza ha affermato che *«La pretesa azionata in via cautelare dai titolari delle azioni di una società quotata nei confronti della Consob, avente ad oggetto non già il risarcimento del danno subito, ma la condanna della menzionata autorità ad esercitare i poteri di vigilanza alla stessa attribuiti dall'ordinamento per assicurare la correttezza e la trasparenza dei mercati finanziari, al fine di elidere il rischio di danni futuri paventati, rientra nell'ambito della giurisdizione del giudice amministrativo, non essendo qualificabile come diritto soggettivo, ma eventualmente come interesse legittimo»*. In tale occasione il Supremo Giudice ha, peraltro, demandato al giudice amministrativo l'individuazione, nel caso concreto, dell'eventuale sussistenza di un interesse meritevole di tutela, contrapposto a interessi di mero fatto non azionabili neanche dinanzi al medesimo giudice amministrativo.

Con la sentenza 2040/2015 la Corte di appello di Napoli ha rigettato le domande di risarcimento del danno proposte da numerosi soggetti nei confronti della Consob, per il negligente esercizio dei poteri di vigilanza nei confronti di un agente di cambio.

La Corte ha ribadito il principio secondo cui la responsabilità (di natura extracontrattuale) della Consob presuppone che la stessa abbia omesso di attivare i poteri nonostante fosse a conoscenza di (o dovesse conoscere secondo ordinaria diligenza) segnali di allarme della violazione da parte del soggetto vigilato di norme di settore. La Corte ha altresì affermato l'ulteriore principio secondo cui la Consob deve risarcire solo il danno correlato all'esercizio, da parte di un soggetto abilitato, di attività soggetta alla vigilanza dell'Istituto, donde l'onere della relativa prova a carico del soggetto che agisce per il risarcimento.

Nel mese di gennaio è stata pronunciata dalla Corte di Cassazione un'importante decisione (Cass. civ., sez. III, 29 gennaio 2015, n. 2065) in materia di rapporti tra l'azione civile di risarcimento del danno per omessa vigilanza e costituzione di parte civile nell'ambito di processo penale nei confronti di commissari e/o dipendenti della Consob.

In tale vicenda, alcuni risparmiatori si sono costituiti parte civile in un processo penale nei confronti di taluni funzionari della Consob, imputati per il reato di bancarotta in concorso con esponenti aziendali dell'intermediario, citando altresì la Consob come responsabile civile per il fatto-reato dei suoi dipendenti. Il processo si è poi concluso con il proscioglimento (*«perché il fatto non sussiste»*) dei suddetti funzionari dal reato e il conseguente rigetto della domanda di risarcimento danni formulata nei confronti della Consob quale responsabile civile per il reato. Successivamente, gli stessi attori avevano proposto in sede civile una nuova azione di risarcimento danni nei confronti della Consob in relazione alla stessa vicenda, ma ponendo a fondamento della domanda la colposa omessa vigilanza dell'Autorità, come apparato indifferenziato (dunque, per fatto proprio, ex art. 2043, c.c.) sull'intermediario. Nella sentenza, la Suprema Corte, condividendo sul punto la decisione della Corte d'Appello di Roma (sentenza 313 del 25 gennaio 2010), ha ritenuto che l'atto con cui i risparmiatori avevano citato la Consob (quale responsabile civile nel processo penale per ottenere il risarcimento per i fatti-reato ascritti ai suoi funzionari in concorso con l'intermediario) aveva una causa petendi ben diversa da quella dedotta nell'atto di citazione con cui gli stessi risparmiatori avevano successivamente promosso in sede civile un giudizio di risarcimento danni nei confronti dell'Istituto per omessa colposa vigilanza sull'intermediario ex art. 2043 c.c.. Per tale ragione, la Suprema Corte ha ritenuto che l'atto di citazione della Consob, quale responsabile civile nel processo penale, non era idoneo a interrompere la prescrizione del diritto al risarcimento del danno fatto valere dai risparmiatori in sede civile, *«attesa la evidente diversità morfologica delle due domande risarcitorie»*.

Nel corso del 2015 quattro giudizi risarcitori promossi da gruppi di risparmiatori nei confronti della Consob si sono conclusi con il rigetto delle domande di risarcimento, ex art. 2043 c.c., in ragione dell'intervenuta



prescrizione quinquennale ex art. 2947, comma 1, c.c. del diritto risarcitorio azionato nei confronti dell'Istituto.

In particolare, in tre casi il Tribunale di Roma, ha ribadito il consolidato principio per cui il termine quinquennale di prescrizione del diritto al risarcimento del danno da omessa vigilanza della Consob, in caso di fallimento di un intermediario, decorre dalla sua dichiarazione di insolvenza, perché è dal quel momento che il danno patito deve ritenersi conosciuto o, quantomeno, conoscibile dai risparmiatori. Il Tribunale ha escluso, altresì, in linea di continuità con orientamenti consolidati nella giurisprudenza di merito e di legittimità (di cui si è dato conto nelle tre precedenti Relazioni annuali dell'Istituto), l'idoneità delle domande di insinuazione al passivo del fallimento degli intermediari a interrompere la prescrizione del diritto risarcitorio fatto valere nei confronti della Consob, nonché la possibilità di applicare all'azione risarcitoria, promossa nei confronti dell'Istituto, il più lungo termine di prescrizione previsto per i reati ascritti agli esponenti aziendali degli intermediari poi falliti.

Con la sentenza 858/2015 la Corte di appello di Torino, pronunciando sulla domanda di risarcimento del danno proposta da un investitore in bond, emessi dalla Repubblica Argentina, che lamentava l'omesso esercizio dei poteri di vigilanza della Consob sulla negoziazione in Italia di detti titoli, ha ribadito che il termine di prescrizione dell'azione risarcitoria (essendo quest'ultima fondata sulla responsabilità extracontrattuale dell'Autorità) è quello quinquennale previsto dall'art. 2947, comma 1, c.c..

La Corte ha altresì affermato che, nel caso di specie, il dies a quo del termine di prescrizione va individuato nel giorno in cui la Repubblica Argentina ha dichiarato il default (24 dicembre 2001); ciò diversamente da quanto, sul punto, aveva ritenuto in primo grado il Tribunale di Novara, secondo cui detto termine era iniziato a decorrere solo da quando (gennaio 2005) l'emittente aveva promosso la prima offerta pubblica di scambio volontaria avente ad oggetto le proprie obbligazioni.

Nel corso del 2015, il Tar del Lazio ha respinto la domanda risarcitoria proposta nei confronti della Consob da un ex promotore finanziario che lamentava di avere subito danni a causa del provvedimento (poi dichiarato illegittimo dallo stesso Tar con sentenza confermata dal Consiglio di Stato) con cui la Consob gli aveva negato l'iscrizione all'Albo dei promotori per difetto del titolo di studio prescritto dalla legge.

In particolare, il Tar ha richiamato l'orientamento secondo cui non è configurabile la responsabilità civile della Pubblica Amministrazione per danni da provvedimento illegittimo, in mancanza di prova del dolo o della colpa dell'Amministrazione; il Tar ha ritenuto nel caso di specie insussistente la colpa in capo alla Consob in quanto in presenza di un «errore scusabile».

Nel corso dell'anno, oltre ai casi di abusi di mercato, è stato definito innanzi alla Corte di Cassazione un giudizio penale, dove la Consob era già

costituita parte civile in relazione al delitto di associazione a delinquere nonché al reato-fine di ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza, concernente la vicenda «E.I.M.–E.G.P.»; nel medesimo procedimento, l'Istituto era stato chiamato, altresì, quale responsabile civile in relazione ai reati di associazione a delinquere e abusivismo nello svolgimento di servizi di investimento.

Nel dettaglio, nella sentenza 28157 del 3 febbraio 2015, depositata il 2 luglio 2015, emessa dalla Corte di Cassazione V Sezione Penale, è stata confermata la responsabilità penale dell'imputato e delle statuizioni civili favorevoli alla Consob. La Suprema Corte, riguardo al ruolo della Consob quale parte civile, ha rimarcato il diritto al risarcimento del danno derivante dal reato di ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza, ritenendo, fra l'altro, applicabile l'«*orientamento della giurisprudenza di legittimità fatto proprio dalla Suprema Corte nella sua espressione più autorevole, che è ammissibile la costituzione di parte civile di un'associazione, anche non riconosciuta, che avanzi, 'iure proprio', la pretesa risarcitoria, assumendo di aver subito per effetto del reato un danno, patrimoniale o non patrimoniale, consistente nell'offesa all'interesse perseguito dal sodalizio e posto nello statuto quale ragione istituzionale della propria esistenza ed azione, con la conseguenza che ogni attentato a tale interesse si configura come lesione di un diritto soggettivo inerente la personalità o identità dell'ente (cfr. Sez. un. 24/4/2014, n. 38343, rv. 261110)*». Nella medesima decisione, con riferimento alla qualità di responsabile civile, la Suprema Corte, ha confermato l'orientamento dominante che esclude la possibilità di citazione dell'ente in assenza di rapporto di immedesimazione organica tra l'imputato e l'ente medesimo: «*Infatti, in assenza di un imputato del cui operato il responsabile civile deve rispondere, manca il presupposto della presenza nel processo del responsabile stesso. La legittimazione del responsabile civile sussiste solo se nel processo penale è presente un imputato del cui operato debba rispondere per legge, giusto il disposto dell'art. 185, c.p., non a titolo contrattuale. Va, pertanto esclusa, la responsabilità del responsabile civile basata su altro titolo (cfr., ex plurimis, Cass., sez. IV, 13/11/2009, n. 1479; Cass., sez. IV, 27/05/2011, n. 38704, rv. 251098)*».

Nel 2015 la Consob è stata chiamata quale responsabile civile all'udienza preliminare presso il Tribunale di Roma nell'ambito di un procedimento penale per truffa e abusivismo concernente la vicenda del 'compro oro'.

Nel medesimo procedimento, il Giudice in data 17 dicembre 2015 ha disposto, tra l'altro, l'estromissione della Consob dal procedimento, precisando che «*la citazione del responsabile civile ex artt. 83 c.p.p. e 185 c.p. è consentita solo in ipotesi di responsabilità per fatto altrui, cioè allorquando il soggetto debba rispondere, ai sensi delle leggi civili, per il fatto costituente reato ascritto all'imputato (come nei casi di assicurazione obbligatoria per la responsabilità civile nell'ambito della circolazione stradale; o nei casi di responsabilità della Pubblica Amministrazione per fatto del dipendente connesso al rapporto di immedesimazione organica)*».

# IX Le attività di supporto e la cooperazione internazionale

## 1 La gestione finanziaria

La spesa complessiva per l'esercizio 2015 si è attestata a 115,9 milioni di euro, registrando un aumento rispetto al dato consuntivo 2014 pari a 3,6 milioni di euro (Tav. 62).

**Tav. 62 Schema riassuntivo delle entrate e delle spese**  
(dati consuntivi; milioni di euro)

voci	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>ENTRATE</b>							
avanzo di amministrazione <sup>1</sup>	11,5	6,5	14,5	14,3	18,3	13,7	14,0
fondo a carico dello Stato	7,9	1,0	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0
entrate da contributi di vigilanza	87,8	108,9	116,6	108,9	98,0	99,9	108,9
entrate diverse	11,1	6,8	12,0	12,2	10,4	8,6	8,7
<i>totale entrate</i>	<i>118,3</i>	<i>123,1</i>	<i>143,5</i>	<i>135,8</i>	<i>126,7</i>	<i>122,2</i>	<i>131,6</i>
<b>SPESE</b>							
<b>spese correnti</b>							
spese per i componenti la commissione	2,6	2,0	2,3	2,3	1,2	0,7	0,8
spese per il personale	70,6	80,1	82,0	88,1	88,3	88,7	90,8
spese per acquisizione di beni e servizi	23,3	18,2	21,5	16,0	16,1	13,9	13,7
oneri per ripristino e ampliamento immobilizzazioni	4,0	3,9	3,6	3,7	4,8	5,7	5,0
accantonamento al Fondo rischi connessi a ipotesi di risarcimento danni	18,3	0,4	17,8	1,0	0,0	0,0	0,0
spese non classificabili	0,8	1,2	1,3	3,0	0,3	2,5	2,7
<i>totale spese correnti</i>	<i>119,6</i>	<i>105,8</i>	<i>128,5</i>	<i>114,1</i>	<i>110,7</i>	<i>111,5</i>	<i>113,0</i>
spese in conto capitale	3,2	2,8	1,4	4,4	3,3	0,8	2,9
<i>totale spese</i>	<i>112,9</i>	<i>108,6</i>	<i>129,9</i>	<i>118,5</i>	<i>114,0</i>	<i>112,3</i>	<i>115,9</i>

Fonte: Consob. <sup>1</sup> L'avanzo è dato dalla differenza tra il totale delle entrate e il totale delle spese nonché dalle differenze derivanti dalla gestione dei residui attivi e passivi. L'avanzo 2014, comprensivo dell'importo del Fondo pluriennale vincolato, è riportato tra le entrate 2015.

In particolare, la spesa corrente 2015 (113,0 milioni di euro) è aumentata di 1,5 milioni di euro rispetto all'omologo dato 2014, mentre la spesa in conto capitale (2,9 milioni di euro) è, invece, aumentata di circa due milioni.

Alla spesa corrente 2015 contribuisce il trasferimento di risorse finanziarie a favore di altre Autorità indipendenti, introdotto dalla legge di stabilità per il 2014, per un importo pari a 2,2 milioni di euro. L'incremento della spesa corrente si riconnette essenzialmente al maggior importo delle spese per il personale, compensate in parte dalle minori spese per acquisizione di beni di consumo e servizi e dai minori accantonamenti ai Fondi rischi.

La spesa in conto capitale, pari a circa 2,9 milioni di euro è ascrivibile prevalentemente alle acquisizioni di prodotti *hardware* e *software*.

Le entrate complessive per il 2015 (al netto dell'avanzo di amministrazione 2014) sono risultate pari a 117,6 milioni di euro, di cui 8,7 milioni (7,4 per cento) per entrate diverse (essenzialmente interessi attivi, utilizzo fondi ripristino immobilizzazioni e somme liquidate a favore dell'Istituto da provvedimenti giudiziari) e 108,9 milioni (92,6 per cento) per entrate da contributi di vigilanza.

Queste ultime sono riferibili prevalentemente a emittenti, soggetti che sollecitano il pubblico risparmio, intermediari (banche, Sim e agenti di cambio) e società di revisione e revisori legali (Tav. 63).

**Tav. 63 Contribuzioni per categoria di soggetti vigilati**  
(dati consuntivi; milioni di euro)

	Sim e agenti di cambio	banche	società di revisione e revisori legali	promotori di servizi finanziari	organismi di mercato <sup>1</sup>	emittenti	Oicr <sup>2</sup>	soggetti che sollecitano il pubblico risparmio	altri	<i>totale entrate contributive</i>
2009	1,3	13,1	9,0	5,0	5,4	14,7	8,6	29,1	1,6	<i>87,8</i>
2010	1,6	16,9	11,9	5,5	5,7	19,8	10,7	34,8	2,0	<i>108,9</i>
2011	1,7	20,1	12,1	5,2	5,7	23,1	11,5	34,7	2,5	<i>116,6</i>
2012	1,4	17,7	12,7	4,9	5,7	23,5	10,4	30,5	2,1	<i>108,9</i>
2013	1,5	16,2	12,5	4,7	5,2	22,5	8,8	23,9	2,7	<i>98,0</i>
2014	2,6	17,1	12,9	4,7	5,3	22,5	9,5	23,5	1,8	<i>99,9</i>
2015	2,8	17,1	12,5	4,9	5,5	27,6	11,0	25,5	2,0	<i>108,9</i>

Fonte: Consob. <sup>1</sup> In tale categoria sono ricompresi Borsa Italiana Spa, Mts Spa, Cassa di compensazione e garanzia Spa, Monte Titoli Spa e Organismo Promotori Finanziari. <sup>2</sup> Incluso il contributo di vigilanza per le gestioni individuali svolte dalle Sgr.

## 2 L'assetto organizzativo e funzionale interno

Il 2015 è stato caratterizzato da molteplici iniziative in tema di organizzazione e funzionamento interno dell'Istituto, dirette al miglioramento delle infrastrutture e dei meccanismi operativi e alla semplificazione dei processi organizzativi.

Una delle novità di maggior impatto sull'organizzazione del lavoro è rappresentata dalle modifiche, entrate in vigore a fine 2015, in tema di orario e le modalità di erogazione della prestazione lavorativa da parte del personale dell'Istituto.

La nuova disciplina è volta a realizzare una relazione più efficace tra le esigenze personali e quelle aziendali attraverso un modello organizzativo e operativo flessibile ed efficiente. Il nuovo impianto risulta, infatti, caratterizzato da una marcata flessibilità della prestazione lavorativa, in linea con le nuove tendenze che favoriscono l'introduzione di strumenti di *smartworking*. In tale contesto, è prevista la maggiore responsabilità del dipendente, chiamato a gestire l'accresciuta autonomia e garantire comunque il raggiungimento degli obiettivi fissati e i risultati attesi, nonché la disponibilità per l'amministrazione di leve gestionali innovative per la migliore organizzazione del lavoro.

Le principali novità riguardano l'ampliamento della flessibilità oraria nell'arco della giornata, un incremento del monte ore cumulabili nella '*banca delle ore*' e l'istituzione della '*banca del tempo*', costituita da una dotazione di ore alimentata dai giorni di congedo annuali maturati e non fruiti e dalle ore eccedenti l'orario settimanale di lavoro. Sono previsti inoltre particolari regimi orari: l'*orario concentrato*, che consente di ripartire il normale orario settimanale di lavoro su quattro giorni; l'*orario multiperiodale*, che prevede la possibilità di variare l'orario settimanale di lavoro da un minimo di 21 a un massimo di 48 ore (ferma restando la durata media dell'orario settimanale fissata a 37 ore e 30 minuti); l'*orario personalizzato*, che consente di ripartire la prestazione lavorativa, da rendere su base settimanale, in giornate lavorative della durata minima di cinque ore e massima di nove ore, d'intesa con il responsabile dell'unità organizzativa.

Nell'ambito del *lavoro a distanza*, infine, accanto all'istituto del telelavoro, operativo già da alcuni anni, è stato introdotto il '*lavoro delocalizzato*' che consente di prestare attività lavorativa all'esterno per una giornata (ripartibile in due mezze giornate) a settimana.

Nel corso del 2015, è stato portato a termine il progetto di mappatura dei processi dell'Istituto per future evoluzioni degli assetti organizzativi. La conoscenza di tali processi rappresenta un elemento importante per attuare interventi correttivi e opportuni per migliorare l'efficacia dell'azione dell'Istituto.

Il progetto, avviato nel corso del 2014, ha portato alla predisposizione della 'mappa dei processi di livello 1'. Tale mappa individua per ogni processo operativo taluni elementi identificativi (quali l'obiettivo del processo, gli input, i prodotti finali e i partecipanti al processo) ed è da considerarsi una sorta di '*work in progress*' permanente, in quanto costantemente aggiornata in caso di sopravvenute modifiche normative o assetto interno e di incidenti sulla struttura dei processi lavorativi dell'Istituto. Nel corso del 2016 sarà avviata un'attività di progressiva 'mappatura di livello 2', volta a individuare le fasi in cui ogni processo si articola.

L'analisi dei processi interni rappresenta, altresì, uno strumento di rilievo nell'ambito delle strategie di prevenzione di fenomeni corruttivi, come delineato dalla legge 190/2012, recante 'Disposizioni per la prevenzione e la repressione della corruzione e dell'illegalità nella pubblica amministrazione' (Riquadro 16).

## Riquadro 16

### Il primo Piano triennale di prevenzione della corruzione 2015-2017

A fine aprile 2015 è stato varato il primo Piano triennale per la prevenzione della corruzione, con l'obiettivo di definire un sistema idoneo a consentire l'adeguata attuazione dei principi di cui alla normativa di riferimento (legge 190/2012), integrando in esso le azioni tese a dare pienezza al principio della trasparenza amministrativa (ex d.lgs. 33/2013).

Il Piano, riferito al triennio 2015-2017, illustra il processo di gestione del rischio, descrivendo nel dettaglio le modalità utilizzate per l'analisi e la valutazione della relativa esposizione e delinea gli interventi individuati come prioritari, specificando il programma di adozione delle misure di contenimento del rischio corruttivo.

In sede di prima attuazione dei principi di legge, si è ritenuto di circoscrivere l'analisi dei processi a quelli afferenti alle aree di rischio definite come 'comuni e obbligatorie' dal Piano Nazionale Anticorruzione, ovvero: il reclutamento e le progressioni di carriera del personale; l'affidamento di lavori, servizi e forniture; i provvedimenti ampliativi della sfera giuridica ed economica dei destinatari. Terminata la valutazione, sono risultati a rischio critico molti dei processi afferenti a tali aree.

Al fine di ridurre l'esposizione al rischio, sono state definite una serie di azioni preventive (cosiddette 'misure'), dando priorità a quelle individuate dal legislatore come obbligatorie. Accanto a misure già in vigore ('trasparenza', 'astensione in caso di conflitto di interessi', 'svolgimento di attività successiva alla cessazione del rapporto di lavoro'), per il 2015, sono state pianificate e realizzate altre iniziative riguardanti le seguenti misure: 'codice di comportamento', 'formazione' e 'azioni di sensibilizzazione e rapporto con la società civile'.

In tale contesto, è stata erogata una formazione specifica ai dipendenti individuati come 'referenti' e una generale all'intero personale. La formazione ha riguardato sia principi e regole in tema di anticorruzione sia gli interventi dell'Istituto sotto il profilo organizzativo e procedurale, per contrastare eventuali fenomeni corruttivi.

La rilevazione del sistema dei processi organizzativi rappresenta, infatti, il presupposto per individuare potenziali fenomeni corruttivi e presidiare con più attenzione i processi più a rischio.

Un altro elemento della strategia preventiva della corruzione è rappresentato dall'insieme di azioni finalizzate a rendere più trasparente l'azione della Consob (in linea con quanto previsto dalla disciplina in materia - *Programma triennale per la trasparenza e l'integrità 2015/2017*, uno degli allegati del Piano anticorruzione). In particolare, vengono costantemente aggiornate le informazioni

rilevanti messe a disposizione sul sito internet istituzionale e vengono messe in atto un insieme di iniziative come la 'Giornata della trasparenza', che ha costituito l'occasione per illustrare alle associazioni dei consumatori le attività poste in essere dall'Istituto, le iniziative realizzate e quelle programmate.

Nell'ambito delle azioni volte a ottimizzare il funzionamento interno dell'Istituto, in attuazione delle previsioni di cui all'art. 22 del d.l. 90/2014, è stata stipulata una convenzione con l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato per la gestione in comune di taluni servizi di *back office* (affari generali, gestione del patrimonio, servizi tecnico-logistici e connesse attività contrattuali). Allo stesso modo è stata definita la convenzione-quadro tra le Autorità indipendenti (di cui al comma 1 dell'art. 22 del d.l. 90/2014), finalizzata all'espletamento in comune di eventuali procedure concorsuali per l'assunzione di personale.

### 3 La gestione delle risorse umane

Nel 2015 l'organico dell'Istituto, in mancanza di nuove assunzioni di personale, ha subito un decremento rispetto al 2014 passando da 614 a 606 unità, per effetto della cessazione dal servizio di otto dipendenti (Tav. 64 e Tav. 65).

Nel 2016 è prevista, invece, l'assunzione di candidati che risulteranno vincitori di due procedure concorsuali in fase di svolgimento, destinate a categorie protette, nonché l'espletamento di altri concorsi che porteranno al potenziamento del personale delle strutture di vigilanza.

Il telelavoro ha continuato a rappresentare uno strumento di flessibilità atto a coniugare le esigenze dell'Istituto con quelle dei dipendenti.

Nel corso dell'anno è ulteriormente aumentato il numero delle posizioni adatte a tale modalità lavorativa, passando da 17 nel 2014 a 24 nel 2015 (20 presso la sede di Roma e quattro presso quella di Milano), che sono dislocate presso 12 unità organizzative.

**Tav. 64 Il personale<sup>1</sup>**

	dipendenti di ruolo			totale	dipendenti a tempo determinato	totale
	carriera direttiva	carriera operativa	carriera dei servizi generali			
2009	231	287	13	531	47	578
2010	239	270	21	530	45	575
2011	260	280	22	562	48	610
2012	278	276	21	575	52	627
2013	317	232	17	566	52 <sup>2</sup>	618
2014	349	198	13	560	54 <sup>2</sup>	614
2015	365	180	13	558	48	606

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. <sup>1</sup> Dati al 31 dicembre. <sup>2</sup> Sono compresi 4 dipendenti distaccati da altre amministrazioni ed equiparati a una delle qualifiche funzionali previste dal Regolamento del personale.

Tav. 65 Distribuzione del personale per qualifica e unità organizzativa<sup>1</sup>

unità organizzativa	dirigenti	funzionari	impiegati	altro <sup>2</sup>	<i>totale</i>
Direzione Generale	3	8	10	3	<i>24</i>
Segretario Generale	1	1	2	0	<i>4</i>
Avvocato Generale	1	0	0	0	<i>1</i>
Consulenza Legale	6	24	5	0	<i>35</i>
Uffici non coordinati nell'ambito di Divisioni <sup>3</sup>	9	38	33	3	<i>83</i>
<b>Divisioni</b>					
Informazione emittenti	4	29	12	0	<i>45</i>
Corporate governance	6	25	9	0	<i>40</i>
Mercati	9	46	22	0	<i>77</i>
Intermediari	5	52	22	0	<i>79</i>
Ispettorato	3	36	6	0	<i>45</i>
Studi	4	19	11	0	<i>34</i>
Amministrazione	11	41	42	9	<i>103</i>
Strategie regolamentari	3	8	2	0	<i>13</i>
Tutela del consumatore	5	10	7	1	<i>23</i>
<i>totale</i>	<i>70</i>	<i>337</i>	<i>183</i>	<i>16</i>	<i>606</i>

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Dati al 31 dicembre 2015. I contrattisti sono distribuiti secondo la loro equiparazione. <sup>2</sup> La voce 'altro' comprende il personale della carriera dei servizi generali. <sup>3</sup> Uffici non coordinati nell'ambito delle Divisioni.

Per quanto riguarda la formazione, sono state privilegiate iniziative svolte all'interno dell'Istituto, con l'intervento di docenti esterni e coinvolgendo ampie categorie di dipendenti su tematiche di interesse generale e specifico.

L'attività di formazione è stata erogata ricorrendo frequentemente a modalità di fruizione in video *streaming*. Ciò ha consentito di contenere i costi delle iniziative, pur preservando qualità e continuità della formazione.

## 4 I sistemi informativi

I progetti previsti nel Piano per lo sviluppo informatico d'Istituto sono aggregati secondo criteri di omogeneità e convergenza, in aree di sviluppo applicativo e infrastrutturale e sono orientati verso tre macro obiettivi: la semplificazione e l'automazione dei processi operativi, la razionalizzazione del parco applicativo e infrastrutturale, l'ottimizzazione della spesa sostenuta, da realizzarsi anche grazie alla standardizzazione e al riutilizzo delle componenti e dei servizi tecnici comuni.

L'evoluzione del quadro normativo sia domestico sia europeo ha reso necessari adeguamenti dei sistemi informativi e dei *database* a supporto delle attività istituzionali.



Per quanto riguarda l'area dei sistemi informativi per la vigilanza (comprendente i *software* applicativi relativi alle fasi di teleraccolta, *storage* ed elaborazione delle informazioni di supporto ai processi di vigilanza) è proseguito il consolidamento del processo di gestione dematerializzata dei flussi documentali in ingresso e in uscita, attraverso l'ottimizzazione e la semplificazione degli strumenti dedicati alla raccolta per via telematica delle informazioni ricevute dai soggetti vigilati e utilizzate ai fini di vigilanza dalla Commissione.

In particolare, il Piano prevede estensioni applicative ai dati relativi a: i) emittenti titoli diffusi, dati informativi finanziari e comunicazioni di variazione del capitale – al fine di adeguare i sistemi alle modifiche normative apportate dal d.l. 91/2014, per l'emissione di azioni a voto plurimo e a voto maggiorato e al recepimento della Direttiva *Transparency*; ii) informazioni periodiche di vigilanza degli Intermediari – definite nella delibera Consob 17297 del 28 aprile 2010 – al fine di semplificare e razionalizzare le informazioni oggetto di segnalazione e adeguamento alla normativa europea (AIFMD, MiFID II e PRIIPs); iii) informazioni di vigilanza sui mercati provenienti dalle *trading venue* (mercati regolamentati, MTF, internalizzatori sistematici e OTF) e dai DRSP (Data Reporting Services Provider) con l'obiettivo di adeguare i sistemi alle modifiche normative apportate dalla Direttiva MiFID II.

Per quanto riguarda l'area dei prospetti informativi, sono pianificati interventi di miglioramento dei *software* applicativi inerenti alla gestione della acquisizione, approvazione e valorizzazione dei documenti di offerta dei prodotti *equity, non-equity* (domestici e 'passaportati'), assicurativi e OICR.

In dettaglio, gli interventi consentiranno: l'acquisizione dagli emittenti dei messaggi pubblicitari riferiti alle offerte di prodotti in modalità strutturata, univoca e collegata con le informazioni già presenti nel sistema; il miglioramento dell'operatività dell'utente attraverso l'interazione e l'interoperabilità tra i sistemi dedicati ai prospetti *equity* e *non-equity* e la gestione dematerializzata della fase di deposito e approvazione; il monitoraggio delle caratteristiche strutturali dei prodotti finanziari (complessità e rischiosità), anche in ottica di *product intervention*; la ricezione e la trasmissione dei cosiddetti *Final Terms* da e verso l'ESMA, in applicazione della Normativa *Omnibus II*.

Con riferimento ai *database* e all'elaborazione delle informazioni, i principali interventi di sviluppo previsti nel corso del 2016 riguarderanno, fra l'altro, le aree relative a *transaction reporting, market abuse detection, position limits* e *position reporting*; normativa sui PRIIPs e sui prodotti finanziari assicurativi.

In particolare, si prevedono estensioni applicative per: la vigilanza sul corretto adempimento degli obblighi di *transaction reporting* (monitoraggio e vigilanza sul flusso e sulla qualità delle informazioni, sospensione degli obblighi di trasparenza in relazione alle soglie di liquidità), in applicazione della Direttiva MiFID II e del Regolamento MiFIR; la rilevazione dei *position limits* e *position reporting*;

l'integrazione delle informazioni di *transaction reporting* con quelle sui mercati di Borsa Italiana, al fine di assicurare il monitoraggio delle negoziazioni sul mercato e fuori mercato - in tempo reale e in differita - e incrementare la capacità di individuare e prevenire i casi di potenziale abuso di mercato; il completamento del sistema di acquisizione e gestione delle richieste di esenzione di compensazione e di scambio di garanzie tra società dello stesso gruppo e invio delle stesse all'ESMA, come previsto dalla Direttiva EMIR; la realizzazione di database sulle ricerche e sulle raccomandazioni di investimento, al fine di incrementare l'efficienza del monitoraggio e dell'elaborazione dei relativi dati e informazioni; l'ampliamento del set documentale (KID) e informativo raccolto e reso disponibile per l'attività di vigilanza di trasparenza sull'offerta di prodotti finanziari assicurativi, al fine di applicare la normativa PRIIPs.

Nel corso del 2016 proseguiranno, inoltre, le attività pluriennali per la realizzazione del sistema di *data warehouse* istituzionale che, aggregando le basi dati esistenti, integrerà il patrimonio informativo dell'Istituto, al fine di consentire analisi dei dati più efficienti tramite strumenti di *business intelligence*.

Tale progetto prevede nel 2016 l'ampliamento dell'ambito soggettivo e oggettivo per il trattamento dei dati relativi al bilancio consolidato di emittenti non finanziari, alla distribuzione dei prodotti assicurativi da parte delle società di assicurazione e ai dati relativi a partecipazioni rilevanti, capitale sociale e organi sociali di emittenti quotati.

In relazione ai sistemi informativi 'trasversali', a metà 2015 è stato presentato e rilasciato *online* il nuovo sito Internet dell'Istituto, oggetto di un radicale intervento di ristrutturazione, oltre che di *restyling* grafico. Un forte elemento innovativo è rappresentato dalle modalità di interfaccia, incentrate ora su tre Aree dedicate (informazioni di pubblica utilità, servizi per gli operatori e risparmiatori, iniziative di *investor education*; per ulteriori dettagli sul portale di *investor education* si rimanda al Capitolo VII 'La tutela dell'investitore'). Per il 2016, inoltre, è prevista la realizzazione del sistema per la gestione del nuovo Arbitro finanziario (in attuazione al d.lgs. 130/2015), con la predisposizione di un portale *web* rivolto all'esterno e funzionale all'interazione fra cittadino, intermediario e Organismo, e di un'applicazione interna per la gestione delle istanze presentate e delle attività amministrative (per ulteriori dettagli si veda il Capitolo VII 'La tutela dell'investitore'). Proseguiranno, infine, le attività di semplificazione e digitalizzazione dei flussi documentali interni (DEMACO), con l'estensione a modalità di accesso e di utilizzo anche in mobilità.

Le iniziative sopra illustrate rientrano nel più ampio obiettivo di realizzare un'amministrazione digitale e aperta, che offra servizi efficienti, facilmente fruibili e di qualità, garantisca l'accesso a tali servizi attraverso un'identità digitale unica, renda fruibili le informazioni prodotte e detenute in formato aperto, e dia priorità al riuso di programmi sviluppati da altre amministrazioni ovvero all'acquisizione di programmi a codice sorgente aperto (cosiddetto *open source*).

Con riferimento all'area dei sistemi informativi amministrativi, nel 2016 saranno realizzati progetti relativi alla gestione del contenzioso legale, al nuovo sistema contabile e alla gestione amministrativa del personale.

Per ciò che concerne, infine, l'innovazione tecnologica dei sistemi informativi, sono previsti progetti volti a introdurre elementi di innovazione tecnologica per migliorare le *performance* dei sistemi ICT quali, ad esempio, la gestione centralizzata degli accessi in sicurezza dei soggetti esterni (*single sign-on*) e la creazione di accessi multi-canale alle proprie istanze e l'introduzione di strumenti di integrazione virtuale tra dipendenti, quali redazione congiunta di documenti, *web-conference*, *knowledge sharing*.

Conformemente a quanto stabilito dall'art. 50-*bis* del Codice dell'Amministrazione Digitale, nel corso del 2015 è stata avviata anche la fase realizzativa del progetto finalizzato a dotare l'Istituto di un sito di *disaster recovery*.

Tale progetto, di respiro pluriennale, consentirà di dotare l'Istituto a fine 2016 di soluzioni idonee a gestire eventi critici, adeguando le dotazioni logistiche e tecnologiche dell'Istituto affinché sia assicurata la continuità dei servizi informatici, erogati alle strutture interne e ai soggetti vigilati, anche a seguito di eventi che possano determinarne l'interruzione o il degrado.

Allo scopo di contrastare con miglior efficacia fattispecie di aggressione informatica ricomprese nel filone del cosiddetto *cybercrime*, infine, sono state condotte attività mirate al consolidamento delle dotazioni tecnologiche per la protezione dei dati informatizzati e dei processi dedicati alla protezione del patrimonio informativo.

## 5 Le relazioni con l'esterno, convegni e studi

Nell'ambito dell'attività di relazione dell'Istituto con il pubblico e i risparmiatori, il sito internet si è confermato lo strumento principale dell'attività di comunicazione istituzionale con l'esterno.

Il numero elevato di accessi, in netta crescita rispetto agli anni passati, conferma l'importanza che lo strumento riveste per acquisire dati e informazioni da parte di operatori, studenti, studiosi e risparmiatori (Tav. 66; per dettagli in merito al portale di *investor education* della Consob si rimanda al Capitolo VII 'La tutela dell'investitore').

Numerose sono state, rispetto al passato, le richieste scritte di assistenza nonché le segnalazioni su vicende riguardanti operazioni societarie e di mercato.

Delle oltre 1.800 richieste pervenute in totale alla Consob, da parte del pubblico e dei risparmiatori, circa 900 sono state inviate attraverso il Sistema Integrato per l'Esterno (SIPE) e l'apposito modulo ivi disponibile; a ciò vanno aggiunte

le numerose richieste di dati e informazioni pervenute telefonicamente nel corso dell'anno (Tav. 67).

**Tav. 66 Accessi alle pagine del sito internet**  
(migliaia di accessi)

pagine	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
home page (novità)	1.873	1.819	1.275	1.305	1.178	904	1.601
per i risparmiatori	173	193	199	180	159	220	460
per i soggetti vigilati	309	388	322	340	271	218	380
per i giornalisti	12	12	5	6	4	5	9,5
la Consob	1.454	1.254	1.154	1.160	968	703	705
emittenti	3.679	3.275	3.177	3.119	2.706	1.283	1.883
intermediari e mercati	1.020	1.121	1.090	1.088	988	771	987
decisioni della Consob/bollettino	968	935	977	982	891	476	531
regolamentazione	1.906	2.127	2.065	2.100	1.618	730	1.436
pubblicazioni e comunicati	–	–	191	188	126	55	45
altri siti	209	9	4	4	5	3	9
motore di ricerca unico	209	196	116	112	147	57	31
aiuto e mappa del sito	15	16	9	10	7	4	19
area interattiva	44	97	51	54	36	36	35
versione in lingua inglese	845	290	322	340	343	532	762
autorità trasparente <sup>1</sup>	–	–	–	–	–	168	229

Fonte: Consob. <sup>1</sup> I dati sono disponibili a partire da marzo 2014, data in cui è stata pubblicata la nuova sezione del sito.

**Tav. 67 Richieste di documentazione e informazioni relative all'attività dell'Istituto**

	richiedenti			oggetto della richiesta				
	investitori e operatori istituzionali	risparmiatori, studenti e altri soggetti	totale	delibere, comunicazioni, prospetti	testi integrati di leggi e regolamenti	dati e informazioni	altro	totale
2009	175	2.640	2.715	80	1.100	1.470	65	2.715
2010	308	1.291	1.599	178	264	763	394	1.599
2011	315	1.385	1.700	188	270	792	450	1.700
2012	321	1.394	1.715	183	275	801	456	1.715
2013	340	1.265	1.605	175	260	830	340	1.605
2014	346	1.254	1.600	180	258	810	352	1.600
2015	542	1.260	1.802	194	240	1.008	360	1.802

Fonte: Consob.

Per quanto riguarda l'attività di studio, nel corso dell'anno sono stati pubblicati: due numeri del *Risk outlook*, rapporto di analisi dei fenomeni di natura congiunturale e dei trend che caratterizzano l'evoluzione dei mercati finanziari; il quarto numero del Rapporto sulla *corporate governance* delle società quotate italiane, documento a cadenza annuale basato su segnalazioni statistiche di vigilanza e informazioni pubbliche che contiene dati su assetti proprietari, organi sociali, assemblee e operazioni con parti

correlate degli emittenti quotati italiani; il sesto numero del Bollettino statistico, documento a cadenza semestrale che contiene dati sui settori istituzionali di interesse dell'Istituto basati su segnalazioni statistiche di vigilanza. È stato altresì pubblicato il primo numero del Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane, che fornisce evidenze in merito alle scelte di portafoglio degli investitori *retail* alla luce dei relativi modelli decisionali, livello di conoscenze finanziarie e attitudini comportamentali.

Tali documenti sono stati presentati nel corso di eventi pubblici che hanno coinvolto esponenti delle istituzioni, dell'industria e dell'accademia. Sono stati pubblicati, inoltre, lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di economia, finanza e di diritto.

Tra i lavori pubblicati nel 2015 si ricorda il Quaderno di finanza n. 82 (*Financial disclosure, risk perception and investment choices. Evidence from a consumer testing exercise*), che in applicazione dell'approccio di indagine della finanza comportamentale analizza la relazione tra rappresentazione delle caratteristiche di uno strumento finanziario, percezione del rischio e propensione a investire degli individui.

Nell'ambito della collaborazione con le Università italiane, si ricorda l'organizzazione di convegni e seminari con l'Università Bocconi e con l'Università Cattolica nonché la sottoscrizione, con numerose Università italiane e con la Scuola nazionale dell'amministrazione, di Convenzioni quadro che favoriscano lo sfruttamento delle numerose sinergie tra le due realtà (ad esempio, nel campo della ricerca economico-giuridica, della formazione così come in progetti di educazione finanziaria anche attraverso lo svolgimento presso la Consob di tirocini curriculari da parte di laureandi e dottorandi).

## 6 La cooperazione internazionale

Nel 2015 la Commissione ha proseguito l'attività di scambio di informazioni con le autorità di vigilanza di Stati membri dell'Unione Europea e di paesi terzi.

L'Istituto ha inoltrato complessivamente 170 richieste di cooperazione ad altre autorità estere di vigilanza (a fronte di 145 nel 2014), la maggior parte delle quali concernenti ipotesi di abuso di mercato (65 casi). A sua volta la Consob ha ricevuto richieste di informazioni in relazione a 81 casi (87 nel 2014), riguardanti soprattutto verifiche di requisiti di onorabilità e professionalità (62 casi).

La Consob ha inoltre effettuato 12 segnalazioni di operazioni sospette alle competenti autorità straniere e 51 richieste dirette a *remote members* (rispettivamente 9 e 70 nel 2014). Da parte delle autorità straniere, invece, sono pervenute 59 segnalazioni di operazioni sospette (40 durante lo scorso anno).

**Tav. 68 Scambio di informazioni fra Consob e autorità di vigilanza estere**

Oggetto	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Richieste di informazioni ad autorità estere</b>							
abuso di informazione privilegiata	23	20	27	16	12	21	65
manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	14	23	18	14	11	15	10
sollecitazione e attività di intermediazione abusive	3	10	14	33	42	26	27
trasparenza e informativa societaria	1	8	--	--	2	1	1
partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	2	9	5	1	1	0	1
requisiti di onorabilità e professionalità	--	--	1	1	1	2	3
violazione regole di condotta	3	3	1	1	8	3	3
transaction reporting ex art. 25 MiFID	1	--	--	--	--	0	0
vendite allo scoperto	6	4	--	--	--	2	1
richieste dirette a remote member ex art. 57 MiFID	2	5	24	67	97	70	51
stabilimento di succursale di impresa di investimento comunitaria in Italia	--	--	--	--	--	5	8
<i>totale</i>	<i>55</i>	<i>82</i>	<i>90</i>	<i>133</i>	<i>174</i>	<i>145</i>	<i>170</i>
<b>Segnalazioni ad autorità estere</b>							
operazioni sospette	6	9	5	9	3	9	12
unsolicited assistance	--	--	--	--	--	20	16
<i>totale</i>	<i>6</i>	<i>9</i>	<i>5</i>	<i>9</i>	<i>3</i>	<i>29</i>	<i>28</i>
<b>Richieste di informazioni da autorità estere</b>							
abuso di informazione privilegiata	5	9	11	9	7	17	15
manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	2	4	5	5	1	3	2
sollecitazione e attività di intermediazione abusive	8	6	4	2	1	2	1
trasparenza e informativa societaria	1	2	3	--	--	--	1
partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	1	1	--	--	--	--
requisiti di onorabilità e professionalità	36	41	50	30	38	65	62
violazione regole di condotta	2	5	--	1	--	--	--
transaction reporting ex art. 25 MiFID	--	--	--	--	--	--	--
vendite allo scoperto	--	--	--	--	--	--	--
richieste dirette a remote member ex art. 57 MiFID	--	1	--	1	--	--	--
<i>totale</i>	<i>54</i>	<i>69</i>	<i>74</i>	<i>48</i>	<i>47</i>	<i>87</i>	<i>81</i>
<b>Segnalazioni da autorità estere</b>							
operazioni sospette	5	8	11	22	41	40	59
unsolicited assistance	--	--	--	--	--	8	6
<i>totale</i>	<i>5</i>	<i>8</i>	<i>11</i>	<i>22</i>	<i>41</i>	<i>48</i>	<i>65</i>

Fonte: Consob.

L'Istituto ha altresì prestato e ricevuto assistenza in assenza di una specifica richiesta in tal senso, rispettivamente in 16 e 6 casi.

A livello europeo, la cooperazione e lo scambio di informazioni tra l'ESMA e le autorità nazionali competenti europee è regolato dal *Multilateral Memorandum of Understanding on cooperation arrangements and exchange of information*, attuativo delle Linee-guida ESMA, sottoscritto anche dalla Consob ed entrato in vigore a maggio 2014.

La cooperazione tra le autorità per fini di *enforcement* continua a essere regolata dal protocollo d'intesa multilaterale stipulato in sede IOSCO, di cui la Consob è firmataria (Tav. 68).

## 7 L'attività in ambito ESMA

Nel corso del 2015, come di consueto, l'Istituto ha partecipato ai gruppi di lavoro istituiti dall'ESMA.

Con riguardo all'attività attinente alla disciplina dei mercati, l'Istituto ha presieduto il Comitato permanente sul *post-trading* (Post Trading Standing Committee, PTSC), il gruppo di lavoro in materia di attuazione del Regolamento MAR, i lavori di *'Order Book Data'* e una *Task Force* in materia di *'High Frequency Trading and Microstructural Issues'*. Da dicembre 2015, la Consob ha assunto l'incarico di presiedere il Comitato permanente sull'integrità del mercato (Market Integrity Standing Committee, MISC) e partecipa al Comitato sui mercati secondari (Secondary Markets Standing Committee, SMSC).

Il PTSC è impegnato nell'elaborazione delle *policy* regolamentari e di vigilanza in materia di transazioni in derivati OTC, controparti centrali e *trade repository* ai sensi del Regolamento EMIR (dello European Market Infrastructure Regulation) e vigilanza sui depositari centrali ai sensi del Regolamento CSDR.

In particolare, nel 2015 il Comitato ha: i) fornito chiarimenti tecnici in merito all'applicazione delle disposizioni del Regolamento EMIR e delle relative misure di attuazione tramite pubblicazione di tre aggiornamenti alle Q&A; ii) pubblicato un parere relativo alla bozza di standard tecnici circa gli obblighi di *clearing* relativamente agli *interest rate swaps* ai sensi EMIR; iii) presentato due rapporti finali sugli standard tecnici relativi ai suddetti obblighi per alcune classi di derivati sul credito e derivati OTC su tassi d'interesse sulle valute dei Paesi dello Spazio Economico Europeo (SEE); iv) elaborato una serie di rapporti sulla possibile revisione di alcune disposizioni di EMIR e proposto l'aggiornamento di misure di attuazione già esistenti; v) lanciato una consultazione in materia di *indirect clearing* secondo quanto disposto da EMIR e MiFIR; vi) concluso infine accordi di cooperazione con autorità di paesi terzi.

Il PTSC ha redatto un rapporto finale sulle misure di attuazione del Regolamento UE 909/2014, CSDR, in materia di requisiti dei depositari centrali e un parere tecnico indirizzato alla Commissione Europea sulle sanzioni per mancati regolamenti e sull'importanza sostanziale dei depositari centrali (ai sensi di CSDR), nonché un documento di consultazione sull'operatività del processo di *buy-in*; a tale riguardo, ha pubblicato la lista delle autorità competenti responsabili per l'autorizzazione e la vigilanza dei depositari centrali ai sensi dell'articolo 11(1) del Regolamento.

In relazione alla disciplina delle controparti centrali, il Comitato ha poi formulato gli esiti della *peer review* in materia di collegi delle CCP europee, nonché una *opinion* sulla composizione di tali collegi.

Il gruppo di lavoro in materia di abusi di mercato, all'esito delle necessarie consultazioni pubbliche, ha pubblicato un parere tecnico in relazione alle misure di secondo livello previste dal Regolamento MAR, nonché un rapporto finale relativo alle norme tecniche di regolamentazione e implementazione.

In base al mandato ricevuto dalla Commissione europea (21 ottobre 2013), tale parere ha riguardato le seguenti aree tematiche: gli indicatori di ipotesi di manipolazione di mercato; le soglie minime per l'applicazione di talune esenzioni dall'obbligo di pubblicare informazioni privilegiate nel mercato *commodity*; i criteri per individuare l'autorità competente a ricevere le notifiche in caso di posticipazione della *disclosure* di informazioni privilegiate; le caratteristiche delle operazioni dei manager che ricadono nel regime MAR di trasparenza. In base al mandato del 2 giugno 2014, il parere ha definito, inoltre, le procedure da attuare per incentivare il *reporting* di potenziali violazioni alle autorità (cosiddetto *whistleblowing*).

Gli standard tecnici riguardano gli obblighi di notifica alle autorità competenti dei dettagli degli strumenti finanziari sottoposti a negoziazione e la relativa lista a cura dell'ESMA, i programmi di stabilizzazione e le operazioni di *buy back*, le *accepted market practice*, il *market sounding*, il reporting di transazioni e ordini sospetti, le modalità tecniche per la *disclosure* delle informazioni privilegiate, il formato delle liste di *insider*, la trasparenza delle operazioni dei manager e la produzione di raccomandazioni d'investimento.

Il MISC ha proceduto all'aggiornamento delle Q&A sulla Direttiva *Market Abuse*, al fine di chiarire gli obblighi di *disclosure* a carico degli istituti di credito in materia di informazioni privilegiate concernenti il processo di *assessment* di Secondo Pilastro (ai sensi dell'articolo 97 della Direttiva 2013/36/UE, CRD IV).

Il Comitato ha elaborato una serie di *opinion* positive in merito all'adozione e successivo rinnovo di misure di emergenza, da parte dell'Autorità greca HCMC e ai sensi del Regolamento *Short Selling*, relative al divieto di creazione di nuove posizioni nette corte e l'incremento di posizioni già esistenti, su titoli ammessi alla negoziazione in borsa ad Atene e sul *Multilateral Trading Facility* di EN.A (*Alternative*



*Market of the Athens Exchange*), complementari a altre misure già istituite dalle autorità greche al fine di gestire la crisi del sistema finanziario del paese.

Sono state aggiornate le liste relative alle misure e sanzioni amministrative applicabili negli Stati Membri per violazioni del Regolamento *Short Selling* e in materia di *market makers* e *authorised primary dealers* che operano in regime di esenzione.

Nell'ambito del Comitato dedicato ai mercati secondari (SMSC), sono continuati i lavori per l'elaborazione di misure di implementazione della Direttiva MiFID II e del Regolamento MiFIR e l'elaborazione di norme tecniche vincolanti.

In particolare, sono stati pubblicati i rapporti finali in merito a gran parte degli standard tecnici vincolanti che attuano le disposizioni MiFID II/MiFIR relative alla disciplina dei mercati secondari; tali rapporti sono stati seguiti da un documento di consultazione avente ad oggetto le Linee-guida sull'applicazione delle previsioni degli RTS su *transaction reporting*, dati di riferimento degli strumenti finanziari, obblighi di registrazione degli ordini e sincronizzazione degli orologi.

Il 28 settembre 2015 è stato inoltre pubblicato il rapporto finale in materia di norme tecniche di attuazione e implementazione attinenti alla disciplina dei mercati.

Le suddette norme hanno riguardato: i) i requisiti di trasparenza *pre* e *post*-negoziazione per i prodotti *equity* e *non-equity*, il meccanismo di *double cap*, i criteri per la determinazione dei casi in cui i derivati devono essere soggetti all'obbligo di negoziazione e delle condizioni in base alle quali i derivati hanno un effetto diretto, sostanziale e prevedibile nell'ambito dell'Unione; ii) problematiche microstrutturali, ovvero requisiti organizzativi per le società che effettuano negoziazione algoritmica, accordi di *market making*; *order to transaction ratio*, *co-location* e strutture commissionali, *tick size* e mercati materiali in termini di liquidità; iii) per la pubblicazione dei dati, i requisiti per i fornitori di servizi di reportistica dei dati, l'accesso alle sedi di negoziazione e alle CCP, l'accesso con riferimento ai *benchmark* e la disaggregazione dei dati; iv) i requisiti applicabili alle sedi di negoziazione circa l'ammissione di strumenti alla negoziazione, la sospensione delle negoziazioni e il funzionamento di MTF e OTF; v) per i derivati su merci, i criteri per stabilire quando un'attività è accessoria all'attività principale, la metodologia per il calcolo e l'applicazione di limiti di posizione; vi) per la comunicazione dei dati di mercato, gli obblighi di *reporting* e trasmissione di dati di riferimento degli strumenti finanziari ai sensi di MiFIR.

Sono stati portati a termine, l'11 dicembre 2015, anche gli standard tecnici di implementazione relativi alle seguenti aree: gli accordi di cooperazione in materia di sedi di negoziazione la cui operatività è di importanza sostanziale in uno Stato membro ospitante; la sospensione e la rimozione degli strumenti finanziari dalla contrattazione da una sede di negoziazione; l'autorizzazione dei *Data Reporting Services Providers* (DRSPs); la reportistica delle posizioni; i report settimanali sulle

posizioni aggregate. Il documento di consultazione sulle Linee-guida è stato invece pubblicato il 23 dicembre 2015.

In particolare, il documento integra gli RTS, fornendo una serie di chiarimenti sull'applicazione dei relativi requisiti, al fine di assicurare l'implementazione uniforme delle nuove regole MiFIR. Tale documento è diviso in tre sezioni; la Sezione 1 specifica gli scenari individuali applicabili a una determinata attività di *transaction reporting*, e ciascuno scenario è accompagnato da precisi formati tecnici e schemi da utilizzare per la rappresentazione degli specifici valori; la Sezione 2 individua invece gli scenari applicabili alle singole attività di registrazione; la Sezione 3 fornisce chiarimenti sull'applicazione dei requisiti in materia di sincronizzazione degli orologi.

L'attività internazionale è stata intensa anche con riferimento alle aree relative alla disciplina dei prodotti di investimento e degli intermediari. In particolare l'Istituto ha partecipato ai lavori dell'Investor Protection & Intermediaries Standing Committee (IPISC), ha contribuito alle task forces istituite per elaborare misure di implementazione ai sensi di MiFID II/MiFIR e ha partecipato ai lavori del Comitato sul risparmio gestito (Investment Management Standing Committee – IMSC) e degli altri comitati permanenti dell'ESMA.

Con riferimento ai lavori di implementazione di MiFIDII/MiFIR, l'IPISC ha finalizzato le norme tecniche di regolamentazione e implementazione relative alle misure di secondo livello previste dalla Direttiva MiFID II e dal Regolamento MiFIR.

In particolare, nel corso dell'anno l'IPISC ha concluso i lavori relativi ai *technical standards* concernenti autorizzazione, *passporting*, registrazione di imprese di paesi terzi e cooperazione tra autorità competenti (il cui rapporto finale è stato pubblicato in data 29 giugno 2015) e le norme tecniche in materia di *best execution*, pubblicate congiuntamente alle altre disposizioni concernenti la disciplina dei mercati (nell'ambito del citato rapporto finale).

Le disposizioni elaborate dal Comitato attengono in particolare a: contenuto, formato e periodicità dei dati relativi alla qualità di esecuzione che le sedi di negoziazione, gli internalizzatori sistematici e le sedi di esecuzione sono tenuti a pubblicare; contenuto e formato delle informazioni che le imprese di investimento, che eseguono ordini dei clienti, sono tenute a fornire in relazione alle prime cinque sedi di esecuzione nell'anno precedente e sulla qualità dell'esecuzione.

Gli ITS (*Implementing Technical Standards*), infine, riguardano la notifica delle sanzioni, cooperazione e scambio di informazioni tra autorità competenti e consultazione *pre*-autorizzazione, anch'essi pubblicati congiuntamente alle disposizioni di implementazione della disciplina dei mercati (11 dicembre 2015).

In attuazione del quadro normativo istituito da MiFID II, il suddetto Comitato ha pubblicato, in aggiunta, tre documenti di Linee-guida.

Il primo gruppo di Linee-guida si riferisce alla valutazione dei requisiti di *knowledge and competence* applicabili alle persone fisiche che prestano consulenza in materia di investimenti o forniscono informazioni alla clientela su strumenti finanziari, servizi d'investimento o attività accessorie per conto dell'impresa d'investimento. Nello specifico, tali linee forniscono indicazione su: i) i criteri da seguire nell'ambito della citata valutazione, distinguendo tra personale che presta consulenza in materia d'investimenti e dipendenti che forniscono informazioni al cliente; ii) i requisiti organizzativi per la valutazione, il mantenimento e l'aggiornamento dei requisiti da parte del personale; iii) la pubblicazione di informazioni da parte delle autorità competenti. Vengono inoltre forniti esempi esplicativi su taluni aspetti delle *guidelines*.

Sono state altresì pubblicate le Linee-guida relative alle pratiche di *cross-selling* che includono principi sui seguenti aspetti: i) miglioramento della *disclosure* laddove diversi prodotti sono venduti congiuntamente; ii) istituzione di specifici e rafforzati requisiti d'informativa per le imprese d'investimento nei confronti degli investitori; iii) risoluzione dei conflitti d'interesse derivanti dai modelli di remunerazione; iv) miglioramento della comprensione, da parte del cliente, dell'eventualità di un acquisto disgiunto dei prodotti offerti.

Gli Orientamenti in materia di strumenti obbligazionari complessi e depositi strutturati, infine, si propongono di fornire indicazioni utili per valutare: i) alcune forme di debito cartolarizzato, obbligazioni e strumenti del mercato monetario che includono una struttura di difficile comprensione per il cliente in relazione al rischio; ii) depositi strutturati che incorporano una struttura poco evidente per il cliente per il rischio di rendimento o i costi di recesso dal prodotto prima della scadenza.

Ai fini dell'elaborazione delle misure di implementazione del Regolamento PRIIPs, la Consob ha collaborato ai lavori dell'ESMA, con la cooperazione dell'EIOPA e dell'EBA, a seguito dei quali è stato pubblicato un *Consultation Paper* sui *Key Information Documents* (KID) per i prodotti di investimento al dettaglio preassemblati.

In materia di risparmio gestito, l'IMSC ha pubblicato numerosi aggiornamenti delle Q&A elaborate nell'ambito di applicazione della Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD), sugli Orientamenti riguardanti gli ETF (*Exchange-Traded Fund*) e sul *Key Investor Information Document* (KIID) per gli UCITS.

Il suddetto Comitato ha lanciato una consultazione su possibili Orientamenti relativi alle *policy* in materia di remunerazione, ai sensi delle Direttive UCITS V e AIFMD, fornendo indicazioni su tematiche quali proporzionalità, *governance*, requisiti di allineamento del rischio e *disclosure*.

L'IMSC è stato altresì impegnato nell'elaborazione di possibili norme tecniche di implementazione e attuazione del Regolamento sui Fondi d'investimento a lungo termine (ELITIF), della Direttiva UCITS V e dei Regolamenti EuVECA ed EuSEF.

In particolare, è stato pubblicato un *consultation paper* per raccogliere le opinioni degli *stakeholders* in relazione agli RTS per l'individuazione delle circostanze in cui l'utilizzo degli strumenti derivati viene effettuato per sole finalità di *hedging*, dei casi in cui la durata di un ELTIF è considerata sufficiente, dei criteri da utilizzare per il programma dettagliato per la liquidazione ordinata delle attività del fondo, nonché dei costi di *disclosure* e gli strumenti messi a disposizione degli investitori al dettaglio.

Sono stati conclusi i lavori relativi alle norme tecniche di implementazione in materia di procedure e formati per l'invio all'ESMA delle informazioni relative a sanzioni e misure ai sensi della Direttiva UCITS V.

È stato, altresì, portato a termine il parere tecnico dell'ESMA alla Commissione Europea sugli atti delegati ai sensi dei Regolamenti EuSEF e EuVECA.

Tale parere affronta i seguenti aspetti regolamentari: le tipologie di beni e servizi e dei relativi metodi di produzione e supporto finanziario che comportano un obiettivo sociale; i conflitti d'interesse di gestori di fondi EuSEF e EuVECA; i metodi di misurazione dell'impatto sociale; le informazioni che i gestori di EuSEF devono fornire agli investitori.

È stata pubblicata l'*opinion* ESMA indirizzata alle Istituzioni europee che fornisce una valutazione preliminare sul funzionamento del passaporto europeo ai sensi dell'AIFMD e dei regimi nazionali di *private placement* e un parere sull'applicazione del passaporto europeo AIFMD ai gestori di fondi alternativi europei e non europei.

Il Comitato IMSC ha prodotto anche un'*opinion* relativa all'impatto dell'EMIR per i fondi UCITS, che suggerisce una modifica della direttiva sugli obblighi di *clearing* per talune tipologie di operazioni in derivati OTC, previsto dal Regolamento EMIR.

In materia di problematiche attinenti al prospetto e derivanti dalla Direttiva *Omnibus* II, il Corporate Finance Standing Committee (CFSC) ha terminato i lavori relativi all'elaborazione di misure tecniche di attuazione e implementazione di procedure di approvazione e pubblicazione dei prospetti.

Nel corso del 2015, la Consob ha continuato a prendere parte ai comitati permanenti, gruppi di lavoro e *Task force* impegnati in tema di profili contabili e informazioni finanziarie. Il CRSC sull'informazione finanziaria e il sottocomitato per l'*enforcement*, EECs (*European Enforcers Coordination Sessions*) hanno proseguito i lavori tesi a monitorare gli sviluppi in materia di applicazione e interpretazione dei principi contabili internazionali e a promuovere un efficace coordinamento delle attività di vigilanza e di *enforcement* dell'informativa finanziaria a livello europeo contribuendo, a tale riguardo, ai lavori in sede IASB e IFRS.

L'EECS ha proseguito durante l'anno a sviluppare il coordinamento delle autorità di vigilanza sulla corretta applicazione dei principi contabili internazionali e

pubblicazione degli estratti delle decisioni assunte dagli *enforcer* nazionali dell'EEA (*European Economic Area*) e all'inserimento nel database elettronico dell'ESMA.

Nel mese di marzo è stato pubblicato un documento che sintetizza l'attività di *enforcement* compiuta nel 2014 dalle autorità di vigilanza nazionali europee e il coordinamento dell'attività di controllo (*Activities of accounting enforcers and their findings within the EU*) svolto in sede ESMA, attraverso il EECS; tale documento riconosce il ruolo che le *Guidelines on enforcement of financial information*, divenute efficaci a dicembre 2014, avranno su tali aspetti a partire dal 2015.

**Il CRSC a giugno 2015 ha pubblicato le Linee-guida per le misure alternative di *performance* degli emittenti.**

L'obiettivo delle Linee-guida è incoraggiare gli emittenti europei a pubblicare informazioni trasparenti, eque e comparabili sulla propria *performance* finanziaria, al fine di fornire un quadro comprensibile del proprio andamento. In particolare, tali linee stabiliscono i principi che gli emittenti devono seguire nella presentazione delle misure alternative della *performance* in documenti che si qualificano come informazioni regolamentate.

In materia di attuazione della Direttiva *Transparency* (modificata dalla Direttiva 2013/50/UE), il Comitato ha lanciato una consultazione in relazione alla proposta di RTS (*Regulatory Technical Standards*) per lo sviluppo di un formato elettronico unico europeo (*European Single Electronic Format - ESEF*) in materia di bilanci annuali e ha pubblicato un rapporto finale sulle modalità tecniche di accesso all'European Electronic Access Point (EEAP), in materia di RTS.

Nel 2015 l'Istituto ha contribuito attivamente ai lavori del *Review Panel*, dal mese di dicembre rinominato *Supervisory Convergence Standing Committee (SCSC)*, gruppo dedicato alla promozione della convergenza delle pratiche di vigilanza tramite l'implementazione della legislazione comunitaria e l'individuazione delle aree che necessitano di ulteriore armonizzazione.

In particolare, la Consob ha coordinato la *peer review di follow up* relativa all'applicazione degli orientamenti CESR sulla definizione comune di fondi comuni monetari europei, il cui rapporto finale è stato pubblicato nel mese di febbraio 2016.

In materia di agenzie di rating del credito, nel corso del 2015, è proseguito il processo di predisposizione della normativa di attuazione del Regolamento UE 1060/2009 del Parlamento e del Consiglio Europeo. L'ESMA ha trasmesso alla Commissione Europea un rapporto, il *Technical advice*, pubblicato il 30 settembre 2015, attraverso il quale attribuisce al Regolamento europeo gli effetti positivi sul mercato riguardo a struttura di *governance*, meccanismi di controllo interno, grado di visibilità e trasparenza dell'operatività delle agenzie di rating.

Tale rapporto tratta degli esiti dell'adozione del suddetto Regolamento sulla: i) struttura del mercato delle agenzie di rating; ii) riduzione e prevenzione dei conflitti di interesse nell'emissione dei giudizi di rating; iii) promozione del grado di

concorrenza del settore; iv) evoluzione del mercato dei rating relativi agli strumenti finanziari strutturati e a quelli emessi in relazione a processi di ri-cartolarizzazione.

Tuttavia, permangono delle difficoltà nello stabilire se alcuni mutamenti registrati nel mercato possano ricondursi alle disposizioni regolamentari in essere oppure agli effetti della recente crisi finanziaria. Al fine di avere un quadro più completo degli effetti del Regolamento europeo sul mercato di riferimento, l'ESMA considera opportuna, nel medio periodo (nei prossimi 3-5 anni), una nuova analisi.

È stato stipulato, al termine del 2015, un *Memorandum of Understanding* tra ESMA e Banca centrale europea in materia di scambio di informazioni e cooperazione per agevolare lo svolgimento dei rispettivi mandati.

Il quadro proposto dal MoU include: i) un accordo di cooperazione tra BCE, banche centrali nazionali rilevanti, ESMA e le autorità competenti per la vigilanza sui depositari centrali che partecipano al T2S (TARGET 2-*Securities*) da sottoporre a stipula tra le varie parti; ii) un modello di MoU da utilizzare come base per la stesura di specifici accordi bilaterali di cooperazione e scambio di informazioni tra le autorità nazionali responsabili per i mercati finanziari e la BCE.

## 8 L'attività in ambito IOSCO e altri organismi internazionali

Nel 2015 è proseguita la partecipazione dell'Istituto ai gruppi di lavoro permanenti della IOSCO in tema di profili contabili, revisione e trasparenza (Committee 1), mercati secondari (Committee 2), intermediari (Committee 3), cooperazione internazionale e adesione allo IOSCO MMoU (Committee 4 e Screening Group), organismi di investimento collettivo (Committee 5) e tutela degli investitori al dettaglio (Committee 8).

I gruppi permanenti del Committee 1 operano nelle aree Accounting, Enforcement, Disclosure e Auditing, incluso il gruppo che gestisce il database elettronico IOSCO contenente le decisioni assunte in materia di *enforcement*, al fine di facilitare la comunicazione e lo scambio di informazioni dei paesi membri della IOSCO.

In particolare, il Committee 1 ha proseguito i lavori di attuazione del Memorandum of Understanding (MoU) tra la IOSCO e l'IFRS Foundation (Statement of Protocols for Cooperation on International Financial Reporting Standards) e ha pubblicato uno statement che fornisce indicazioni sulle aspettative della IOSCO in materia di qualità elevata delle informazioni che devono essere contenute nel rapporto di trasparenza delle società di revisione e di una apposita guida sull'argomento.

In collaborazione con il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento della Bank for International Settlements (BIS), infine, il Committee 1 ha pubblicato

un documento di consultazione che propone orientamenti in materia di *cyber resilience* per le infrastrutture di mercato.

In relazione ai lavori del Comitato sui mercati secondari, Committee 2, si segnala il rapporto che analizza a livello generale l'impatto delle riforme in materia di trasparenza *post*-negoziazione nel mercato dei *credit default swap* e il lancio di una consultazione riguardo i possibili meccanismi che le sedi di negoziazione possono implementare per gestire i rischi del trading elettronico e eventuali piani di *business continuity*.

Nel 2015, riguardo agli intermediari del mercato mobiliare, il Committee 3 ha pubblicato uno studio comparativo e di analisi degli standard prudenziali applicabili al settore finanziario.

Sono state lanciate a riguardo due consultazioni per raccogliere *feedback* in relazione alle prassi alternative all'utilizzo di rating per valutare il merito del credito presso intermediari di grandi dimensioni e alle procedure di *Business Continuity e Recovery Planning* sugli intermediari e per i mercati.

La Consob ha contribuito ai lavori per la mappatura degli approcci regolamentari adottati dai membri IOSCO in relazione al fenomeno del *crowdfunding*, a seguito della quale è stato pubblicato uno specifico *statement* intento a richiamare l'attenzione delle autorità competenti e dei *policy makers* su alcune misure attuate da varie giurisdizioni per limitare rischi specifici.

In materia di cooperazione internazionale, l'Istituto ha partecipato altresì alle attività dello *Screening Group* che valuta la capacità delle autorità di vigilanza di rispettare gli standard di cooperazione IOSCO e di sottoscrivere lo IOSCO *Memorandum of Understanding*.

La IOSCO continua a monitorare le iniziative intraprese dalle autorità di vigilanza non ancora aderenti al fine di divenire piene firmatarie dell'accordo e ha proceduto alla valutazione delle nuove *application* presentate dalle autorità di vigilanza. La Consob, all'interno del Committee 4, collabora a un gruppo di lavoro per la proposta di modifiche al vigente MMoU onde rafforzare ulteriormente gli strumenti di cooperazione internazionale.

Si segnala, in ambito di gestione collettiva del risparmio, la pubblicazione degli standard in merito alle modalità di custodia e deposito dei beni dei fondi comuni d'investimento, con cui si aggiornano i principi riguardanti il ruolo e le responsabilità del depositario e la segregazione degli *asset* a tutela degli investitori. È stato in aggiunta pubblicato un documento che elabora *good practices* in materia di riduzione dell'affidamento nei giudizi delle agenzie di rating.

L'Istituto ha partecipato, altresì, ai lavori dell'Assessment Committee, istituito nel febbraio 2012, con il compito di favorire la più ampia convergenza delle discipline nazionali ai principi internazionali della IOSCO.

Nel corso del 2015, il Comitato ha pubblicato gli esiti delle *review* in materia di implementazione dei requisiti di tempestività e frequenza della *disclosure* agli investitori, ai sensi dei principi IOSCO 16 e 26, di regolamentazione degli intermediari che operano nel mercato dei derivati e di raccomandazioni in materia di allineamento degli incentivi nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazione.

La Consob ha contribuito ai lavori della *task force* in materia di regolamentazione transfrontaliera, istituita nel luglio 2013, allo scopo di fornire assistenza alle autorità di vigilanza e ai *policy maker*.

Il gruppo ha svolto il lavoro relativo agli approcci seguiti dalle varie giurisdizioni nella regolamentazione delle attività di natura transazionale che afferiscono ai vari settori dei mercati finanziari. Il rapporto finale contiene un *toolkit* di tre tipologie di opzioni regolamentari transnazionali, casi di studio a supporto, una descrizione dei processi utilizzati per valutare la comparabilità dei regimi regolamentari esteri e considerazioni sull'applicazione del *toolkit*.

L'Istituto ha contribuito all'attività del *Joint Forum*, conclusasi nel 2015, e partecipa a taluni lavori in seno al *Financial Stability Board* (FSB).

Il Joint Forum, composto da rappresentanti delle autorità di vigilanza del settore bancario, finanziario e assicurativo, ha pubblicato nel 2015 il suo ultimo rapporto sugli sviluppi nella gestione del rischio di credito nell'ambito dei vari settori, fornendo una panoramica sulle prassi esistenti e elaborando alcune raccomandazioni.

Nell'ambito del FSB, la Consob ha partecipato alle attività del gruppo di lavoro 3 avente ad oggetto il fenomeno dello *shadow banking*. A riguardo il FSB ha lanciato una seconda consultazione, congiuntamente alla IOSCO, in materia di possibili metodologie di identificazione dei soggetti non-bancari e non-assicurativi di rilevanza sistemica a livello globale; il *Financial Stability Board* ha svolto un lavoro di approfondimento in merito ai rischi sistemici e le possibili vulnerabilità attinenti al settore della gestione collettiva, a cui la Consob ha attivamente contribuito. L'Istituto è stato coinvolto altresì nelle attività, relative alla prima *peer review*, sull'implementazione dei principi del FSB del 2013, volti all'istituzione di un quadro di *policy* funzionale al rafforzamento del controllo e della regolamentazione dei soggetti rientranti nello *shadow banking*.

Nel 2015 è continuata la cooperazione tra autorità di vigilanza in materia di revisione legale nell'ambito dell'EGAOB (*European Group of Auditors' Oversight Bodies*) e dell'IFIAR (*International Forum of Independent Audit Regulators*), sede di confronto sulle tematiche relative ai controlli di qualità, alla cooperazione e ai principi di revisione e indipendenza.

L'Istituto ha contribuito alle iniziative dell'*International Cooperation Working Group* volte a favorire la cooperazione transnazionale in materia di vigilanza ed *enforcement* della disciplina in materia di revisione contabile, e ha partecipato ai lavori dell'EAIG (*European Audit Inspection Group*) che ha il compito di promuovere la cooperazione e lo scambio di informazioni nello svolgimento di ispezioni da parte delle autorità europee competenti.



# Note metodologiche



# Note metodologiche

## Avvertenze

Nelle tavole sono adoperati i seguenti segni convenzionali:

- rilevazione quantitativa nulla;
- fenomeno non esistente;
- ... fenomeno esistente ma dati non noti;
- .. i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato.

Fonte dei dati: se la fonte non è espressamente citata, i dati riportati nelle tavole si intendono acquisiti dalla Consob nell'ambito dell'esercizio delle attività istituzionali di vigilanza.

## Tavv. 14-16

Per gli anni 2005-2009, i dati sono stati riclassificati al fine di distinguere tra le contestazioni di illeciti amministrativi da parte dell'Istituto e le segnalazioni di ipotesi di reato all'Autorità Giudiziaria. Eventuali incongruenze rispetto ai dati riportati nelle Relazioni per gli anni precedenti sono ascrivibili a tale riclassificazione.

## Fig. 84

Le tipologie di giudizio che possono essere rilasciate dalla società di revisione sono le seguenti:

- 1) **Giudizio con rilievi.** Il revisore esprime un giudizio con rilievi qualora accerti: significative mancanze di conformità alle norme che disciplinano il bilancio; significativi disaccordi con gli amministratori rispetto ai criteri contabili; errori nella loro applicazione o inadeguatezza dell'informazione; significative limitazioni al procedimento di revisione per impedimenti tecnici o restrizioni imposte dagli amministratori; presenza di una situazione di incertezza significativa non adeguatamente descritta in bilancio o laddove le azioni poste in essere dagli amministratori appaiano non condivisibili.
- 2) **Giudizio negativo.** Il revisore esprime un giudizio negativo qualora gli effetti dei rilievi concernenti significative mancanze di conformità alle norme che disciplinano il bilancio, ovvero significativi disaccordi con gli amministratori rispetto ai criteri contabili, errori nella loro applicazione o inadeguatezza dell'informazione, sono così rilevanti da compromettere l'attendibilità e la capacità informativa del bilancio considerato nel suo insieme.

- 3) Impossibilità a esprimere un giudizio per gravi limitazioni. Il revisore si dichiara impossibilitato a esprimere un giudizio qualora i possibili effetti delle limitazioni alle procedure di revisione sono così rilevanti da far mancare gli elementi indispensabili per un giudizio.
- 4) Impossibilità a esprimere un giudizio per incertezze. In presenza di più situazioni di incertezza o di un'incertezza che pone in discussione l'attendibilità complessiva del bilancio o la continuità aziendale, il revisore dichiara l'impossibilità di esprimere un giudizio quando ritiene che le azioni intraprese dagli amministratori si basino su presupposti fortemente opinabili.

### Figg. 92-97, Tav. 48

I dati si riferiscono ai seguenti gruppi bancari italiani: Intesa SanPaolo, Unicredit, Mps, Bnl, Mediobanca, Ubi, Banco Popolare e Banca Popolare di Milano. Si tratta di un campione che rappresenta circa i 2/3 dell'intero sistema bancario italiano in termini di totale attivo. Per gli anni precedenti al 2009 sono comprese le principali banche successivamente confluite nei gruppi bancari considerati attraverso operazioni di fusione e acquisizione, con l'eccezione di Hvb che è inclusa nei dati solo a partire dalla data di consolidamento nel bilancio Unicredit (1° novembre 2005).

### Fig. 93

Il margine di interesse include il saldo delle operazioni in derivati di copertura su tassi di interesse, i dividendi su partecipazioni e gli utili o perdite delle partecipazioni valutate al patrimonio netto. Le commissioni nette da intermediazione mobiliare comprendono le commissioni nette per servizi di investimento e gestioni collettive (inclusa la negoziazione di valute, la consulenza, la custodia e l'amministrazione titoli, i servizi di banca depositaria e il collocamento di prodotti finanziari e assicurativi). Le commissioni nette da servizi bancari comprendono le commissioni nette per garanzie rilasciate e derivati su crediti, per servizi di incasso e pagamento, e le commissioni nette su conti correnti, carte di credito e Bancomat. La voce 'altre commissioni nette' comprende le commissioni nette per servizi di *servicing* per operazioni di cartolarizzazione, di factoring e per servizi di esattorie e ricevitorie.

I ricavi da gestione del risparmio comprendono le commissioni nette derivanti dalle gestioni individuali e collettive e le commissioni da banca depositaria. I ricavi da collocamento comprendono le commissioni nette da collocamento titoli e altri prodotti finanziari e assicurativi (inclusa l'offerta fuori sede). I ricavi da negoziazione in conto terzi comprendono le commissioni nette da negoziazione titoli e valute e le commissioni nette da raccolta ordini. Gli altri ricavi comprendono essenzialmente le commissioni nette da consulenza e da custodia e amministrazione titoli.

### Figg. 41-50

La *Multifinanziaria Retail Market* è un'indagine campionaria realizzata dalla società GfK Eurisko Srl somministrando un questionario a un campione di circa 2.500 nuclei familiari con decisore finanziario di età compresa fra 18 e 74 anni (sono esclusi dall'indagine i dipendenti di banche e assicurazioni e i consulenti finanziari); il decisore finanziario è la persona che guadagna di più nella famiglia (se nessuno la-

vora è l'uomo più anziano; se non ci sono uomini è la donna più anziana). Le statistiche riportate nelle figure sono stime riferite all'intera popolazione inferite dai dati campionari applicando pesi determinati dalla stessa GfK Eurisko Srl.

#### Fig. 42

Il questionario GfK Eurisko riporta dati sulla ricchezza finanziaria e sulle quote investite nelle diverse categorie di attività finanziarie; la ricchezza finanziaria include depositi e altre forme di liquidità, titoli di Stato, azioni, obbligazioni, polizze vita, fondi pensione, risparmio gestito e prodotti postali. Poiché i dati vengono forniti per intervalli, a ciascuna famiglia è stato attribuito un valore puntuale della ricchezza finanziaria e delle quote investite calcolando la media semplice degli estremi dell'intervallo (l'unica eccezione è rappresentata dall'ultimo intervallo di ricchezza finanziaria che, essendo aperto, è stato approssimato con l'estremo inferiore dell'intervallo stesso).

Per calcolare le quote investite nelle singole attività finanziarie ponderate per la ricchezza si è moltiplicato il valore puntuale della quota investita in ogni attività finanziaria per il valore puntuale della ricchezza finanziaria di ogni famiglia, ottenendo così un'approssimazione del valore monetario dell'investimento di ciascuna famiglia nelle varie categorie di attività finanziarie. Il valore medio dell'investimento in termini monetari nelle varie categorie di attività finanziarie, stimato per l'intera popolazione, viene calcolato come media ponderata dell'ammontare monetario investito da ciascuna famiglia con un vettore di pesi forniti dalla stessa GfK Eurisko. Sommando i valori medi monetari dell'investimento nelle varie categorie di strumenti finanziari si ottiene la composizione media del portafoglio, sempre in termini monetari, stimata per l'intera popolazione e da questa si calcola il peso percentuale delle varie attività finanziarie.

#### Fig. 46

L'Osservatorio Consob su *'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane'* è un'indagine campionaria realizzata dalla società GfK Eurisko Srl somministrando un questionario a un campione di circa 1.013 nuclei familiari con decisore finanziario di età compresa fra 18 e 74 anni (sono esclusi dall'indagine i dipendenti di banche e assicurazioni e i consulenti finanziari); il decisore finanziario è la persona che guadagna di più nella famiglia (se nessuno lavora è l'uomo più anziano; se non ci sono uomini è la donna più anziana). Le statistiche riportate nelle figure sono stime riferite all'intera popolazione inferite dai dati campionari applicando pesi determinati dalla stessa GfK Eurisko Srl.

#### Figg. 44-50

Per 'consulenza a valore aggiunto' si intende un servizio di consulenza basato su un'ampia gamma di strumenti finanziari con valutazione periodica dell'adeguatezza degli strumenti finanziari; per 'consulenza ristretta' si intende un servizio di consulenza basato su una gamma ristretta di strumenti finanziari/tipicamente quelli del gruppo bancario di appartenenza.

Il gruppo 'consulenza MiFID' include le famiglie che vengono contattate dal proprio consulente di fiducia per gli investimenti e ricevono proposte di investimento personalizzate e riferite a uno specifico strumento finanziario; il gruppo 'consulenza generica' include le famiglie che hanno un consulente di fiducia, dal quale vengono contattate senza ricevere proposte di investimento relative a specifici strumenti finanziari; il gruppo 'consulenza passiva' include le famiglie che dichiarano di avere un consulente di fiducia per gli investimenti dal quale, tuttavia, non sono state contattate negli ultimi 12 mesi.

#### Tav. 64

La carriera direttiva superiore comprende le qualifiche di direttore generale, vice direttore generale, funzionario generale, condirettore centrale, direttore principale, direttore e condirettore. La carriera direttiva inferiore comprende le qualifiche di primo funzionario, funzionario di 1<sup>a</sup>, funzionario di 2<sup>a</sup>. La carriera operativa comprende le qualifiche di coadiutore principale, coadiutore, assistente superiore, assistente e vice assistente. La carriera dei servizi generali comprende le qualifiche di primo capo operatore, operatore capo, primo operatore, operatore.

# Indice generale

## A Le questioni in corso e le linee di indirizzo

### I L'evoluzione del contesto economico

- 1 La congiuntura economica 5
- 2 L'innovazione tecnologica e i mercati finanziari 9

### II L'evoluzione del quadro normativo e regolamentare

- 1 Gli sviluppi in ambito europeo 12
  - 1.1 Le principali aree di intervento 14
  - 1.2 La Capital Markets Union: gli sviluppi in corso 16
- 2 Il recepimento della normativa europea 17
- 3 L'attività regolamentare 19

### III Le attività svolte e le linee di indirizzo per il 2016

- 1 I mercati 21
- 2 Gli emittenti 24
  - 2.1 L'informativa finanziaria 24
  - 2.2 Le operazioni con parti correlate 26
  - 2.3 Il governo societario e gli organi di controllo interno 26
  - 2.4 Le società di revisione 28
- 3 Gli intermediari 30
- 4 I prodotti *non-equity* 32
- 5 Il rafforzamento del mercato dei capitali domestico 33
- 6 L'abusivismo e la gestione degli esposti 34
- 7 Gli interventi sanzionatori 35
  - 7.1 Le modifiche al procedimento sanzionatorio 35
  - 7.2 I provvedimenti sanzionatori 36
- 8 Le attività in materia di educazione finanziaria, gli studi e i convegni 37
  - 8.1 Educazione finanziaria 37
  - 8.2 Analisi, studi e convegni 39
- 9 L'assetto organizzativo e funzionale interno 40
  - 9.1 Il miglioramento delle infrastrutture informatiche 42
- 10 La gestione e la programmazione finanziaria 43

## B L'attività della Consob

### I La vigilanza sui mercati

1	Le piattaforme di negoziazione	49
2	I mercati regolamentati	51
3	La vigilanza sulle piattaforme di negoziazione	59
3.1	La vigilanza regolamentare	59
3.2	La vigilanza su ammissione, sospensione, esclusione e revoca di strumenti finanziari	62
3.3	La vigilanza sulle piattaforme 'ibride'	63
4	La vigilanza sulle negoziazioni e sull'integrità informativa dei mercati	64
4.1	La vigilanza su trasparenza e ordinato svolgimento delle negoziazioni	64
4.2	La vigilanza sull'integrità informativa dei mercati	65
4.3	La vigilanza su <i>buy back</i> e <i>internal dealing</i>	67
5	La vigilanza sul <i>post-trading</i> e sui derivati OTC	68
6	La vigilanza sulle vendite allo scoperto	70
7	La vigilanza sulla diffusione degli studi societari e sui giudizi di rating	72
8	La vigilanza sugli abusi di mercato	74
8.1	La prevenzione	74
8.2	La repressione	78
8.3	La rappresentanza in giudizio	82

### II La vigilanza su emittenti e società di revisione

1	Gli assetti proprietari delle società quotate	84
2	Le assemblee e gli organi societari	85
3	L'informativa sugli assetti proprietari	93
4	Le offerte al pubblico di acquisto e scambio	96
5	La vigilanza sulle operazioni con parti correlate	101
6	La vigilanza sul governo societario e sugli organi di controllo interno	103
7	La vigilanza sulle società di revisione	106



<b>III</b>	<b>La vigilanza sull'offerta al pubblico e sull'informativa societaria</b>	
1	La vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di strumenti azionari	110
2	La vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di strumenti <i>non-equity</i>	117
3	L'informazione societaria	124
	3.1 L'informazione contabile	125
	3.2 La vigilanza sul settore bancario	127
<b>IV</b>	<b>La vigilanza sugli intermediari</b>	
1	Le banche italiane	130
2	Le assicurazioni italiane	138
3	I soggetti autorizzati alla prestazione di servizi di investimento	141
4	La vigilanza su banche e Sim	144
5	Il risparmio gestito in Italia	146
6	La vigilanza sulle società di gestione del risparmio	150
7	La vigilanza sui promotori finanziari	153
8	La vigilanza sui portali di <i>equity crowdfunding</i>	156
<b>V</b>	<b>L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori</b>	
1	Gli accertamenti ispettivi	157
2	La vigilanza per la prevenzione del riciclaggio e il contrasto del terrorismo	158
3	Gli accertamenti e i provvedimenti per abusivismo	159
	3.1 Gli accertamenti sulle ipotesi di abusivismo	159
	3.2 I provvedimenti per abusivismo	162
4	I provvedimenti sanzionatori	163
	4.1 I provvedimenti in materia di abusi di mercato	164
	4.2 I provvedimenti relativi a intermediari e promotori finanziari	168
	4.3 I provvedimenti relativi agli emittenti	170

<b>VI</b>	<b>L'attività regolamentare</b>	
1	Il recepimento della normativa europea e altri interventi relativi alla normativa primaria	172
1.1	Il contributo alla definizione dei decreti delegati	176
1.2	I decreti di recepimento approvati nel corso dell'anno	177
2	L'attività regolamentare	182
<b>VII</b>	<b>La tutela dell'investitore</b>	
1	Le scelte di investimento delle famiglie italiane	187
2	L'attività di educazione finanziaria	196
3	La gestione degli esposti	197
4	L'attività della Camera di conciliazione e arbitrato	199
<b>VIII</b>	<b>I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob</b>	
1	Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza	203
2	La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto	209
<b>IX</b>	<b>Le attività di supporto e la cooperazione internazionale</b>	
1	La gestione finanziaria	213
2	L'assetto organizzativo e funzionale interno	214
3	La gestione delle risorse umane	217
4	I sistemi informativi	218
5	Le relazioni con l'esterno, convegni e studi	221
6	La cooperazione internazionale	223
7	L'attività in ambito ESMA	225
8	L'attività in ambito IOSCO e altri organismi internazionali	232
	<b>Note metodologiche</b>	235