

Piano strategico 2013-2015



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Piano strategico 2013-2015

I. Premessa	5
II. Le aree di rischio e gli obiettivi strategici 2013-2015	8
1. Informazione finanziaria: <i>earning manipulation</i> e <i>mispricing</i> sui titoli	8
2. Conflitto di interessi tra azionisti di controllo e azionisti di minoranza	10
3. Conflitto di interessi fra intermediari e clienti	12
4. Esigenze di <i>funding</i> degli emittenti bancari	14
5. Frammentazione degli scambi	16
6. <i>High frequency trading</i>	18
7. Evoluzione delle aree di rischio e elementi di continuità con il Piano 2010-2012	20
III. Le opportunità di miglioramento e le azioni di medio-lungo termine	22
1. Rafforzare il mercato azionario domestico	22
2. Rafforzare l'interazione con le Associazioni di categoria dei risparmiatori	25

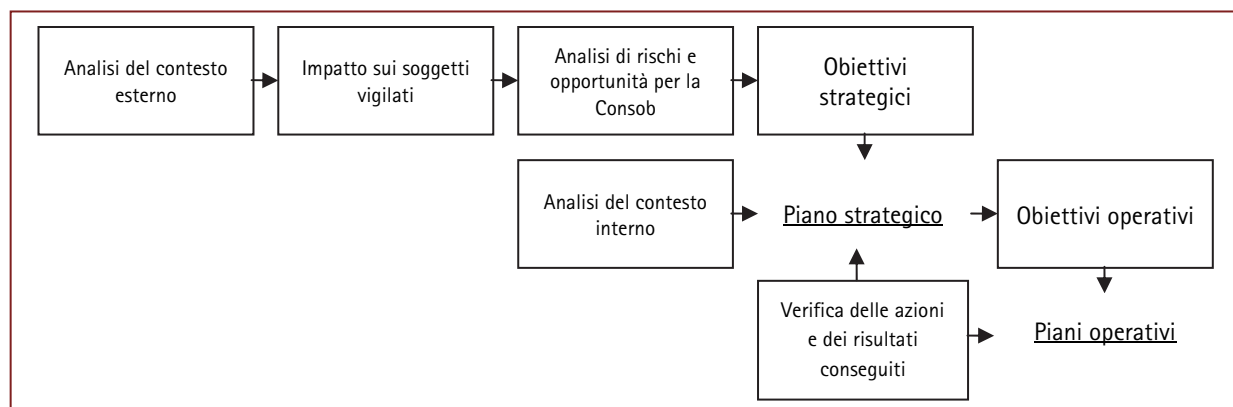
Il Piano Strategico 2013-2015 è il secondo documento formale di pianificazione redatto dalla Consob dopo quello riferito al periodo 2010-2012. Esso si basa sullo stesso modello logico che prende avvio dalla valutazione dei rischi legata alle previsioni sull'evoluzione dello scenario economico-finanziario e del contesto istituzionale di riferimento (si veda Fig. 1).

Il fine ultimo della pianificazione strategica è, infatti, quello di individuare le linee di azione prioritarie per consentire, in sede di pianificazione operativa, di allocare risorse umane e finanziarie secondo criteri di efficacia ed efficienza. Tali priorità devono essere individuate in funzione della loro idoneità a fronteggiare i rischi, classificabili in due macro-categorie: quelli riconducibili a cambiamenti del sistema economico e finanziario (*market risk*) e quelli riconducibili a cambiamenti del quadro normativo (*regulatory risk*). Il rischio può essere

definito, in termini molto generali, come uno scenario indesiderato che presenta una realistica probabilità di accadimento e una sfavorevole conseguenza in termini di impatto negativo sulla missione perseguita dall'organizzazione. La valutazione del rischio è dunque legata a previsioni sull'evoluzione del contesto di riferimento e richiede un esame delle reazioni a tali cambiamenti da parte dei soggetti vigilati e dei risparmiatori e dell'impatto che tali reazioni hanno sulla possibilità per l'Istituto di realizzare i propri fini istituzionali.

Il Piano strategico 2013-2015 si basa anche sugli elementi informativi scaturiti dalla chiusura del precedente ciclo di pianificazione 2010-2012. Tali elementi hanno riguardato in primo luogo la verifica della permanenza delle aree di rischio precedentemente individuate o la loro differente connotazione. Infatti, dall'analisi congiunta delle azioni realizzate per mitigare i rischi

Fig. 1 Il modello logico della pianificazione



Riquadro 1

Regolamento in materia di Agenzie di *rating* (CRAIII)

Il Regolamento CRAIII prevede l'introduzione di un calendario annuale dei *rating* sui debiti sovrani, sulla base del quale le agenzie di *rating* devono prevedere e pubblicare alla fine dell'anno precedente le date in cui, salvo eccezioni, saranno pubblicati i *rating* sul debito sovrano. Lo stesso Regolamento prevede inoltre una serie di ambiti di vigilanza per le Autorità settoriali nazionali, per le rispettive aree di competenza, sia sull'utilizzo dei *rating*, sia su alcuni obblighi di trasparenza introdotti, con riferimento agli strumenti di finanza strutturata.

In termini di impatto sull'azione di vigilanza della Consob, si possono delineare due principali aree di intervento:

- l'esigenza di rafforzamento del monitoraggio della formazione dei prezzi sui mercati e della vigilanza su possibili abusi di mercato in concomitanza delle date di diffusione dei *rating* sul debito sovrano previste dal calendario annuo, nelle quali appare plausibile aspettarsi la diffusione di *rumors* in merito ai suddetti *rating* e conseguenti andamenti anomali dei mercati;
- la necessità di definire i criteri e l'approccio di vigilanza sia in merito all'utilizzo dei *rating* da parte di intermediari soggetti ai controlli Consob – nell'ambito dei servizi di investimento e dell'attività di *asset management* – sia in merito al rispetto degli obblighi di trasparenza stabiliti dal Regolamento CRAIII in capo agli emittenti, all'*originator* e al promotore di operazioni di emissione di strumenti di finanza strutturata.

individuati nel Piano strategico 2010-2012 e degli attuali fattori di contesto esterno, è stata esaminata l'evoluzione delle aree di rischio nei due trienni e si è rivisitata la matrice di priorità dei rischi sulla base della quale sono stati individuati gli obiettivi strategici dell'Istituto (cfr. sez. Il par. 7).

Gli obiettivi strategici sono definiti anche tenendo in considerazione i vincoli derivanti dagli obiettivi di riduzione della spesa e di contenimento degli oneri gravanti sui soggetti vigilati nel prossimo triennio. Ciò implica, da un lato, il congelamento del completamento della Pianta organica nel triennio 2013-2015 e la sostanziale conferma dell'attuale organico e, dall'altro, il contenimento della spesa nell'ambito della gestione del personale, dei sistemi informativi, della logistica e degli acquisti di beni e servizi.

Inoltre, con riferimento all'evoluzione del quadro normativo, in particolare con l'entrata in vigore di alcuni Regolamenti comunitari (CRAIII in materia di Agenzie di *rating*, EMIR, *Short Selling* e *Market Abuse Regulation*), è rilevante tenere nella dovuta considerazione alcune nuove aree di intervento di vigilanza per l'Istituto, seppure in un contesto di risorse limitato (per approfondimenti in merito si veda Riquadro 1 e 2).

Il documento è strutturato in due capitoli. Nel primo, per ogni area di rischio, dopo aver evidenziato le connessioni con i rischi e gli obiettivi del Piano Strategico 2010-12, vengono descritti gli obiettivi strategici per il triennio 2013-15. Nel secondo capitolo, vengono rappresentate due ulteriori aree di intervento strategico legate alla necessità di potenziare il mercato dei capitali domestici e la tutela dei risparmiatori.

Riquadro 2

Entrata in vigore dei Regolamenti comunitari EMIR, *Short Selling* e *Market Abuse Regulation*

I regolamenti comunitari EMIR, *Short Selling* e *Market Abuse Regulation* estendono la loro efficacia a categorie di soggetti (tipicamente le controparti non finanziarie per il regolamento EMIR e singoli investitori per lo *Short Selling*) che in precedenza non erano sottoposti a vigilanza e che potrebbero non essere a conoscenza della nuova disciplina. L'obiettivo dell'iniziativa regolamentare rischia di non essere colto in presenza di un inadempimento da parte di questi soggetti, anche a causa della loro scarsa familiarità con la nuova normativa. Tale rischio è amplificato dalla difficoltà per la Consob di individuare e identificare i soggetti ai quali le nuove regole comunitarie estendono i propri effetti.

Il Regolamento EMIR prevede un obbligo di *reporting* dei contratti derivati OTC finalizzato a consentire l'esercizio dell'attività di vigilanza da parte delle autorità ma la numerosità delle fonti e le modalità di ricezione dei dati rende oneroso lo svolgimento della vigilanza da parte della Consob e ne potrebbe diminuire l'efficacia.

L'attività istituzionale della Consob dovrà pertanto estendersi in modo da sottoporre a vigilanza nuove categorie di soggetti e verificare nuovi adempimenti e requisiti di soggetti già vigilati a seguito dell'entrata in vigore dei regolamenti comunitari (EMIR, *Short Selling* e *Market Abuse Regulation*). In particolare:

- individuare le più rilevanti *trading venue* e controparti non finanziarie sottoposte alla disciplina prevista dai regolamenti EMIR e *Market Abuse Regulation*, al fine di concentrare l'attività di vigilanza sui soggetti più significativi;
- sensibilizzare i destinatari della disciplina introdotta da EMIR e *Market Abuse Regulation* e delle associazioni di categoria che li rappresentano con l'individuazione di modalità e strumenti per la massima conoscenza, tra le controparti non finanziarie, delle regole introdotte dai Regolamenti e degli obblighi che ne conseguono;
- organizzare e rendere efficiente la raccolta e l'impiego dei dati a fini di vigilanza, individuando preventivamente i mercati delle merci e i *trade repositories* che verranno utilizzati, attivando adeguati canali per l'accesso ai dati dagli stessi custoditi e definendo un ambiente telematico e informatico interno alla Consob adeguato alla loro gestione.

II Le aree di rischio e gli obiettivi strategici 2013-2015

1 Informazione finanziaria: *earning manipulation* e *mispricing* sui titoli

Nel Piano strategico 2010-12 si evidenziavano alcuni rischi legati alla situazione di società che iniziavano a manifestare segnali di tensioni finanziarie o che già versavano in uno stato di crisi conclamato. Con riferimento all'impatto di tale rischio sulla missione dell'Istituto, si evidenziava come *"la gestione del trade-off tra l'esigenza di riservatezza dell'emittente e quella di trasparenza del mercato impegna l'Istituto in delicate valutazioni discrezionali, il cui esito potrebbe alternativamente comportare l'applicazione di obblighi di disclosure penalizzanti per la società (che, in alcuni casi, si potrebbero rivelare a posteriori di limitata utilità per il mercato), ovvero la tutela della riservatezza dell'emittente a costo di un'eccessiva riduzione dell'informazione disponibile al pubblico"*.

A fronte di questa area di rischio era stato formulato l'obiettivo di **"rafforzare la vigilanza sull'informazione finanziaria mantenendo un**

adeguato bilanciamento tra gli interessi del mercato e quelli delle società".

In linea con il suddetto obiettivo, nel corso del triennio 2010-12 sono state realizzate numerose azioni documentate in dettaglio nelle Relazioni annuali.

Tuttavia, a fronte del permanere di un quadro congiunturale negativo, è indispensabile che l'Istituto continui a focalizzare l'attività di vigilanza sulla verifica dell'integrità dell'informativa finanziaria resa dagli emittenti connotati da incertezze sulla continuità aziendale, il cui numero è cresciuto ed è verosimilmente destinato ad aumentare.

In considerazione di quanto sopra esposto, tenendo conto del perdurare dello scenario congiunturale negativo, permane ancora un livello di rischiosità in quest'area che rende necessario mantenere un presidio strategico per il prossimo triennio.

AREA DI RISCHIO N. 1

*Aumento del numero di emittenti connotati da incertezza sulla continuità aziendale e conseguente possibilità di *earning manipulation* e *mispricing* dei relativi titoli.*

All'acuirsi delle tensioni economico-finanziarie corrisponde un maggiore rischio di *earning manipulation* e quindi potenziale *mispricing* dei titoli. Pertanto, diventa prioritario garantire la trasparenza e la correttezza dell'informazione finanziaria.

In questi casi è infatti possibile che si verifichino disallineamenti, in termini di contenuto e di tempistica, fra l'andamento di mercato del titolo e l'informativa a disposizione degli investitori.

Per affrontare tale criticità la Consob potenzierà la vigilanza sulla informativa finanziaria, acquisendo informazioni mirate dagli emittenti, richiedendo comunicazioni al pubblico

e *profit warning* e potenziando l'analisi delle informazioni di tipo 'derivato' (raccomandazioni degli analisti e giudizi di *rating*).

OBIETTIVO STRATEGICO N. 1.1

Potenziare la vigilanza sulle informazioni economico-finanziarie relative a emittenti di strumenti finanziari negoziati nei mercati italiani o diffusi al pubblico, rese disponibili per via diretta o derivata (*studi*, giudizi di *rating*, *blog*, *forum*), al fine di individuare tempestivamente i potenziali casi di non corretta rappresentazione della situazione economico-finanziaria degli emittenti stessi e di assicurare la trasparenza e l'integrità dei mercati e contrastare fenomeni di manipolazione informativa.

OBIETTIVO STRATEGICO N. 1.2

Rafforzare i presidi di vigilanza sugli emittenti a maggior rischio sistemico, quali quelli a più elevata capitalizzazione o appartenenti al settore finanziario, da attuare attraverso un'analisi sistematica ed approfondita su tutti i soggetti. Per quanto riguarda gli emittenti di media/piccola capitalizzazione, applicare un approccio di vigilanza "a campione" individuando quelli che presentano segnali di criticità tramite appositi modelli *risk-based*.

Come di consueto l'Istituto si avvarrà degli elementi informativi acquisiti dai revisori e, anche in quest'ottica, ne verificherà la credibilità e l'affidabilità attraverso controlli di qualità sulle società di revisione che svolgono incarichi su 'Enti di Interesse Pubblico' (EIP), così come definiti dal d.lgs. 39/2010.

Il nuovo sistema di vigilanza sulle società di revisione - introdotto dal d.lgs. 39/2010 - si fonda sulla coesistenza di due autorità (il MEF per i revisori di soggetti non EIP e la Consob per i

revisori di EIP). La Consob dovrà vigilare, pertanto, su un insieme "variabile" di soggetti, nell'ambito di quelli iscritti al Registro unico del MEF, individuati in funzione degli incarichi su EIP. Ciò richiede un'intensa collaborazione in materia di regolamentazione, vigilanza e disegno dei flussi informativi da e verso i soggetti vigilati e tra le due Autorità.

Per mitigare il rischio sopra esposto, l'Istituto intende perseguire il seguente obiettivo strategico:

OBIETTIVO STRATEGICO N. 1.3

Focalizzare i controlli sulle società di revisione di medio/grandi dimensioni impegnate in misura rilevante sull'*audit* delle società quotate (mediante interventi diretti di vigilanza preventiva) e valutare i criteri per l'attuazione dell'esercizio della delega ex art. 22 c. 4 del decreto 39/2010 per lo svolgimento dei controlli di qualità sui revisori legali di piccole dimensioni (non focalizzati sulla revisione delle società quotate).

2 Conflitto di interessi tra azionisti di controllo e azionisti di minoranza

Nel Piano strategico 2010-12 si evidenziavano alcuni rischi legati alla qualità della *governance* delle aziende quotate. Con riferimento all'impatto sui fini istituzionali della Consob, tale rischio era stato così formulato: *"L'elevata concentrazione degli assetti proprietari e la presenza di azionisti di controllo in grado di condizionare profondamente le scelte strategiche e la gestione delle imprese nonché la scarsa efficacia dei meccanismi di controllo interno hanno come conseguenza una generale bassa qualità della governance e la scarsa partecipazione alla vita societaria degli azionisti di minoranza."*

Per mitigare questa area di rischio era stato individuato l'obiettivo di **monitorare le operazioni con parti correlate e i meccanismi di governo societario**.

Per perseguire il suddetto obiettivo, nel corso del triennio 2010-12, l'Istituto ha attuato alcune rilevanti iniziative a valle dell'approvazione del Regolamento n. 17221, volto ad assicurare la trasparenza e la correttezza procedurale e sostanziale delle operazioni con parti correlate realizzate direttamente o tramite società controllate. In particolare, è stata svolta un'intensa attività di vigilanza sulle operazioni

con parti correlate - alcune delle quali hanno portato al riassetto del controllo di grandi gruppi quotati - finalizzata a verificare la corretta applicazione del Regolamento sopra citato.

Il tema delle operazioni con parti correlate è legato anche ad operazioni di OPA, poiché molte offerte svoltesi negli ultimi anni sono state promosse da soggetti che già detenevano una partecipazione superiore al 30%. Si è trattato, pertanto, di offerte «interne» che, se pur non qualificabili in senso tecnico come operazioni con parti correlate, sollevano analoghe esigenze di tutela delle minoranze, dati i legami che esistono tra offerente e società *target*. In questi casi, il parere degli amministratori indipendenti (vedi Reg. Emittenti art. 39-bis) si è rivelato uno strumento importante di arricchimento informativo offerto ai destinatari dell'offerta.

Nonostante l'intensa attività di vigilanza, puntualmente documentata nelle Relazioni annuali, l'evoluzione negativa del quadro congiunturale induce a ritenere che il rischio di operazioni con parti correlate di natura espropriativa rimanga significativo poiché la riduzione della redditività aumenta la probabilità di conflitti di interessi tra azionisti di controllo e di minoranza.

AREA DI RISCHIO N. 2

La bassa redditività incrementa il rischio di conflitti di interessi tra azionisti di controllo e azionisti di minoranza.

Per il periodo 2013-2015 l'obiettivo principale è pertanto rappresentato dallo sviluppo di un modello di valutazione della qualità degli assetti di *governance*, basato su un duplice approccio. Da un lato, è prevista la valutazione sistematica di tutte le società del

FTSE Mib; dall'altro, per le società non appartenenti al FTSE Mib, si prevede la predisposizione e la sperimentazione di un modello di analisi che consenta di identificare i soggetti su cui focalizzare la vigilanza sulla base di un principio *risk-based*.

Inoltre, è necessario evitare che la vigilanza sulle operazioni con parti correlate non sia sbilanciata verso le operazioni rilevanti "emerse" rispetto al monitoraggio della corretta applicazione delle esenzioni relative alle operazioni ordinarie, per non aumentare gli incentivi a evitare l'emersione delle operazioni stesse. Inoltre, per scongiurare il rischio che le attività

di vigilanza a tutela degli azionisti di minoranza siano tardive ed inefficaci, è necessario che queste non siano focalizzate unicamente sugli eventi ma pongano in essere misure "preventive" sui fattori strutturali che possano incidere sulla sostanza quali, ad esempio, l'effettuazione di valutazioni sulla effettiva qualità dell'indipendenza degli amministratori.

OBIETTIVO STRATEGICO N. 2.1

Focalizzare su tutte le società del FTSE Mib l'analisi sistematica delle situazioni di conflitto di interessi e, per le società non appartenenti al FTSE Mib, indirizzare l'attività di vigilanza sulla *corporate governance* sui soggetti che presentano un maggiore rischio di espropriazione delle minoranze, individuate secondo uno specifico modello di analisi *risk-based*.

3 Conflitto di interessi fra intermediari e clienti

Nell'ambito del Piano strategico 2010-12 erano stati individuati alcuni rischi legati alle strategie di offerta adottate dagli intermediari poco coerenti con i dettami della MiFID. Tale rischio, in relazione all'impatto sui fini istituzionali dell'Istituto, era stato così descritto: *"L'assetto e i modelli di business dell'industria dell'intermediazione mobiliare, fortemente orientati alla "vendita del prodotto" più che alla "fornitura di un servizio", rendono più complessa l'adesione sostanziale al principio di servire al meglio gli interessi dei clienti e amplificano i conflitti di interessi di cui gli operatori bancari, spesso anche emittenti, sono portatori. Questo assetto dell'industria è alla base della scarsa diffusione e del basso livello qualitativo dei servizi di consulenza agli investitori retail, che a loro volta creano condizioni di contesto che accrescono il rischio di comportamenti non conformi o di adesione meramente formalistica alla MiFID. Il proseguimento dell'azione di vigilanza sulle modalità di recepimento della MiFID da parte dell'industria offre alla Consob l'opportunità di contribuire a ri-orientare le scelte degli operatori verso una logica ispirata all'obiettivo di servire al meglio gli interessi dei clienti."*

A fronte di questa area di rischio era stato individuato l'obiettivo di vigilare sulla coerenza con l'impostazione della MiFID delle strategie di offerta di servizi di investimento da parte degli intermediari e promuovere l'innalzamento della qualità e lo sviluppo di una maggiore competizione nei servizi di consulenza.

In linea con questo obiettivo, nel corso del triennio conclusosi nel 2012, sono state realizzate numerose azioni di vigilanza tese a verificare l'effettiva transizione verso un modello di *business* fondato su scelte strategiche, meccanismi di selezione dei prodotti e di incentivazione delle reti distributive coerenti con l'obiettivo di servire al meglio gli interessi del cliente ed è stata monitorata la qualità dei servizi di investimento offerti alla clientela *retail*, attraverso l'esame delle concrete modalità di realizzazione dei *test* di appropriatezza e di adeguatezza soprattutto in occasione del collocamento dei prodotti finanziari più complessi. Tali azioni hanno riguardato intermediari rappresentanti circa l'80% del mercato.

Le risultanze degli accertamenti hanno tuttavia evidenziato la sussistenza di pratiche di mera distribuzione dei prodotti finanziari, senza il supporto di una reale assistenza al cliente. Le maggiori deficienze comportamentali sono state rilevate nella raccolta e nella gestione delle informazioni necessarie per definire i profili degli investitori e nelle procedure di verifica dell'adeguatezza dei prodotti raccomandati.

Nonostante le azioni di mitigazione intraprese, alla luce dell'evoluzione negativa del contesto esterno e del relativo impatto sui soggetti vigilati, permane un livello di rischiosità in quest'area legata al fatto che la forte riduzione dei livelli di redditività aumenta la probabilità di conflitti di interessi con i clienti.

AREA DI RISCHIO N. 3

La contrazione della redditività e della liquidità degli intermediari aumenta il rischio di conflitti di interessi con i clienti.

Con riferimento agli intermediari, il ridotto contributo del margine di interesse al conto economico e la necessità di sviluppare fonti di reddito alternative, soprattutto di tipo commissionale, e l'aumento della ricerca di fonti di raccolta di tipo *retail*, quali emissioni di obbligazioni e prodotti strutturati, rendono possibile un innalzamento – in sede di distribuzione – del conflitto di interessi fra

intermediari (focalizzati su stringenti obiettivi di redditività e liquidità) e clienti (che mirano all'ottimizzazione degli investimenti) ed aumenta il rischio di divaricazione degli obiettivi della stabilità degli intermediari e di tutela della correttezza e della trasparenza.

Per mitigare tale rischio una delle priorità nell'azione di vigilanza sarà:

OBIETTIVO STRATEGICO N. 3.1

Vigilare sull'attività di distribuzione degli intermediari con focalizzazione sul collocamento, anche tramite l'offerta fuori sede, di prodotti connotati da profili di complessità e da accentuati conflitti di interesse.

A causa dei deflussi dai fondi comuni di investimento registrati nel 2012 e di una presenza sempre più intensa dei *player* europei con un'offerta di fondi variegata, le politiche commerciali delle SGR potrebbero orientarsi all'offerta di fondi che siano appetibili per le reti

di vendita anziché volti al soddisfacimento dei bisogni della clientela *target*.

Al fine di contenere i possibili effetti negativi legati a tale rischio la priorità nella vigilanza sul settore del risparmio gestito sarà:

OBIETTIVO STRATEGICO N. 3.2

Vigilare sulla coerenza con le previsioni del TUF e del Regolamento Intermediari delle politiche commerciali delle SGR partendo dalla fase di definizione della gamma di prodotti.

La necessità di gestire il rischio di liquidabilità degli *asset* detenuti in portafoglio dai fondi immobiliari, in vista di una ravvicinata scadenza di una quota non trascurabile di fondi immobiliari e in presenza di una congiuntura negativa del mercato degli immobili, pone il rischio di possibili penalizzazioni per gli inve-

stitori e di applicazione di procedure non conformi a canoni di correttezza comportamentale.

In relazione al rischio sopra esposto, la priorità d'azione per il periodo 2013-2015 è rappresentata da:

OBIETTIVO STRATEGICO N. 3.3

Vigilare sulle SGR che gestiscono fondi immobiliari di prossima scadenza con particolare riguardo all'obbligo di definire e aggiornare un piano previsionale patrimoniale coerente con la durata di ciascun fondo e con le condizioni di mercato.

4 Esigenze di *funding* degli emittenti bancari

Uno dei rischi evidenziati nel Piano strategico 2010-12 era quello legato all'inadeguata comprensione/*disclosure* delle caratteristiche dei prodotti *non equity*. Tale rischio era stato così formulato *"Le disomogeneità nei regimi di disclosure applicabili in base alla vigente disciplina comunitaria, le diversità delle prassi di vigilanza nell'approvazione dei prospetti e l'assenza di un'informativa di sintesi armonizzata sulle caratteristiche e il profilo di rischio-rendimento creano spazi per arbitraggi regolamentari e possono impedire agli investitori al dettaglio di pervenire a un fondato giudizio sulla convenienza dell'investimento in prodotti non rappresentativi di capitale di rischio. Ulteriori elementi che concorrono a creare spazi per arbitraggi regolamentari sono rappresentati dalle diversità nelle regole di condotta applicabili in fase di collocamento (MiFID per fondi e strumenti finanziari, altre direttive per le polizze)"*.

In relazione a questa area di rischio era stato indicato l'obiettivo di ridefinire la disciplina e implementare i modelli di vigilanza sui prodotti e strumenti finanziari non rappresentativi di capitale di rischio (prodotti *non equity*).

Nel periodo 2010-2012 i rischi di natura regolamentare sottesi a tale obiettivo sono sostanzialmente venuti meno con la definitiva revisione delle direttive europee in materia di prospetti informativi e fondi comuni di investimento che ha portato ad una forte armonizzazione del quadro regolamentare e delle prassi di vigilanza. Pertanto, il rischio legato alla disomogeneità nei regimi di *disclosure* a livello europeo si è notevolmente attenuato.

Per il periodo 2013-2015, in relazione al tema dell'offerta di prodotti *non-equity* ai risparmiatori *retail*, il rischio fondamentale è legato alla possibilità che le maggiori esigenze di *funding* di emittenti bancari possano portare ad un abbassamento degli *standard* di trasparenza. Infatti, le accresciute difficoltà di *funding* sul mercato "istituzionale" e l'irrigidimento delle norme regolamentari di vigilanza prudenziale hanno determinato esigenze di ricostituzione di idonei coefficienti di liquidità e di patrimonializzazione. Tali esigenze di ri-patrimonializzazione e di ristrutturazione del passivo si sono accompagnate ad una crescente difficoltà delle fondazioni bancarie o dei principali azionisti nel sostenere le ricapitalizzazioni con indebolimento del loro ruolo negli assetti di controllo.

AREA DI RISCHIO N. 4

Le esigenze di funding degli emittenti bancari aumentano i rischi di una non adeguata trasparenza dell'informativa ai risparmiatori tale da pregiudicare il buon funzionamento dei mercati e la stabilità del sistema finanziario.

Pertanto, la necessità di garantire la trasparenza e di evitare che si inneschino meccanismi che comportino difficoltà nella realizzazione delle operazioni di *funding* bancario rendono più complessa la definizione del quadro

informativo da fornire nei prospetti relativo alla situazione finanziaria degli emittenti bancari.

Per contenere i possibili effetti legati a tale rischio, la priorità per il 2013-2015 è volta a:

OBIETTIVO STRATEGICO N. 4.1

Garantire la correttezza della *disclosure* fornita nei documenti di offerta sui prodotti e sulla situazione degli emittenti, con particolare attenzione al rischio di credito, nonché segnalare le offerte più critiche ai fini della vigilanza in chiave MiFID tramite l'implementazione e sviluppo dei modelli di vigilanza sui prodotti *non equity* sulla base della mappatura dei prodotti e delle elaborazioni sulle risultanze tratte dal protocollo di intesa con Banca d'Italia.

In merito alla proposta di "*Product intervention*", formulata nell'ambito dei lavori di revisione della MiFID, viene riconosciuta la possibilità per le autorità di vigilanza nazionali di proibire la diffusione di strumenti finanziari che possano pregiudicare la protezione degli investitori, l'ordinato funzionamento del mercato o la stabilità, in tutto o in parte, del sistema finanziario di uno o più paesi dell'Unione Europea. Tuttavia, nell'ambito dei lavori dell'ESMA, sarà necessario definire un *framework* e dei criteri comuni per guidare le azioni di *enforcement* nei confronti del *manufacturer e/o*

del distributore di strumenti finanziari e, inoltre, approfondire alcune questioni aperte, tra cui, le principali sono:

- quale definizione adottare di prodotti strutturati;
- come garantire una metodologia omogenea di mappatura, tra i differenti Stati membri, delle diverse classi di prodotti e quale livello di granularità applicare;
- quali sono i parametri chiave e le metodologie per valutare la complessità e la rischiosità dei prodotti.

5 Frammentazione degli scambi

Nell'ambito del Piano strategico 2010-12 si evidenziavano alcuni rischi legati alla qualità delle informazioni sulle transazioni disponibili al pubblico in conseguenza all'aumento della frammentazione degli scambi di strumenti finanziari. Con riferimento all'impatto sulla missione dell'Istituto, tale rischio era stato così formulato: *"L'aumento della frammentazione degli scambi porta a un abbassamento della qualità delle informazioni sulle transazioni disponibili al pubblico. Ciò, a sua volta, ostacola eventuali iniziative di consolidamento delle informazioni e rende più complessa e onerosa la vigilanza sull'adempimento degli obblighi di trasparenza previsti dalla MiFID. Le difformità nel regime di trasparenza post-trade per gli strumenti non azionari e nell'applicazione delle disposizioni comunitarie in materia di trasparenza pre-trade per quelli azionari, riconducibili ai margini di discrezionalità concessi dalla MiFID nonché ad approcci di vigilanza eterogenei, determinano rischi di arbitraggi regolamentari e possono causare un abbas-*

samento generalizzato dei livelli di trasparenza (cosiddetta race to the bottom)".

A fronte di questa area di rischio era stato formulato l'obiettivo di **rafforzare la qualità delle informazioni sugli scambi e il livello di trasparenza delle negoziazioni sui mercati secondari di strumenti finanziari.**

In linea con il suddetto obiettivo, nel corso del triennio 2010-12, sono state realizzate numerose azioni di *enforcement* per garantire la qualità dell'informativa *post-trade* e di quella trasmessa alla Consob in osservanza degli obblighi di *transaction reporting* (con particolare riferimento al monitoraggio della tempestività e della correttezza delle segnalazioni pervenute all'Istituto), documentate in dettaglio nelle Relazioni Annuali.

Nonostante gli interventi realizzati, alla luce del quadro di riferimento e al relativo impatto sui soggetti vigilati, permane un livello di rischiosità in quest'area che fa sì che quest'ultima sia tuttora attuale.

AREA DI RISCHIO N. 5

La crescita della frammentazione degli scambi aumenta il rischio di mancato rispetto degli obblighi di trasparenza e di best execution.

A fronte di un ulteriore incremento della frammentazione degli scambi e della presenza di *trading venue* con ridotti incentivi allo svolgimento di ruolo "istituzionale" e guidate da scelte strategiche più aggressive e *profit-oriented*, l'accesso alle informazioni di *trading* è diventato più difficoltoso e costoso per intermediari ed investitori e di conseguenza è aumentata la difficoltà della vigilanza sul rispetto del principio di *best execution*.

Il possibile spostamento del *listing* di potenziali quotande nonché di quotate su altre borse europee e l'aumento degli incentivi per gli operatori a migrare su *trading venues* meno trasparenti e con un approccio spiccatamente *profit-oriented*, accrescono il rischio di un progressivo peggioramento della qualità dell'informativa sia di *transaction reporting* che di trasparenza *post-trade* a causa della molteplicità di *trading venues* e altri soggetti

obbligati i quali forniscono dati disaggregati e talvolta incompleti, disomogenei o poco attendibili.

Al fine di fronteggiare tale rischio, a livello europeo l'Istituto collaborerà al processo di attuazione della direttiva comunitaria MiFID II, formulando idonee proposte di modifiche alla disciplina nonché di implementazione concreta

della stessa per realizzare una migliore armonizzazione (anche sotto il profilo della vigilanza delle autorità EU) dell'informativa *pre* e *post-trade* e minimizzare i rischi di arbitraggio regolamentare legati all'utilizzo delle deroghe alla trasparenza.

Per mitigare i rischi sopra esposti, la priorità dell'azione di vigilanza sarà:

OBIETTIVO STRATEGICO N. 5.1

Potenziare la vigilanza sui flussi informativi alla Consob (*transaction reporting*) e al pubblico (trasparenza) attraverso lo sviluppo di un monitoraggio maggiormente informatizzato del corretto adempimento degli obblighi e rafforzare la vigilanza sul rispetto della disciplina di *best execution* da parte degli intermediari negozianti approfondendo, in particolare, l'esame dei meccanismi automatici di selezione delle piattaforme di negoziazione (c.d. *smart order routing*).

6 *High frequency trading*

Nell'ambito del Piano strategico 2010-12 si evidenziavano alcuni rischi legati all'aumento delle asimmetrie informative e delle possibilità di abusi di mercato. Con riferimento all'impatto sulla missione dell'Istituto tale rischio era stato così formulato: *"La significatività del fenomeno dei rumours, che segnala debolezze nella gestione delle informazioni privilegiate da parte delle società quotate, aumenta la probabilità di condotte illecite e rende più complesso assicurare l'ordinato svolgimento delle negoziazioni. Le carenze riscontrate nell'applicazione delle norme in materia di segnalazione di operazioni sospette inducono effetti negativi sull'uso delle risorse della Consob e determinano il rischio che l'enforcement della disciplina degli abusi di mercato risulti poco efficace"*.

A fronte di questa area di rischio era stato individuato l'obiettivo di rendere più efficace

l'attività di *enforcement* della disciplina sugli abusi di mercato.

In linea con il suddetto obiettivo, nel corso del triennio 2010-12, sono state realizzate numerose azioni di vigilanza in materia di procedure per la gestione e la diffusione delle informazioni privilegiate e di rispetto da parte degli intermediari degli adempimenti in tema di operazioni sospette. Inoltre, sono stati definiti dei criteri di priorità nell'analisi e nella valutazione dei casi di sospetto di abuso di mercato e stipulati accordi di collaborazione con la Magistratura.

Per il periodo 2013-15 si ritiene che, in relazione al tema degli abusi di mercato, l'area di rischio centrale sia legata al forte sviluppo di nuove modalità operative sui mercati, quali il *trading* automatizzato e il *trading* ad alta frequenza (*high frequency trading*).

AREA DI RISCHIO N. 6

Il forte sviluppo dell'high frequency trading e del trading automatizzato aumenta i rischi di non ordinato svolgimento delle negoziazioni e la possibilità di nuove forme di abusi di mercato.

L'incremento della frammentazione degli scambi, accompagnato dall'acuirsi della concorrenza fra *trading venue*, è legato anche allo sviluppo dell'*high frequency trading*. Tali fenomeni, da un lato, rendono difficile l'identificazione dei possibili fenomeni di abuso di mercato e, dall'altro, generano il rischio di svolgimento non ordinato delle negoziazioni, in particolare a causa della possibile inadeguatezza degli strumenti per la gestione *ex ante* ed *ex post* di strategie *low latency* da parte di *trading venues* e partecipanti al mercato.

A tal proposito la Consob intende proporre, nell'ambito della disciplina comunitaria, regole che impongano alle *trading venue* di disporre di *software* per la ricostruzione *ex post* del *book* di negoziazione, così da poter effettuare in modo adeguato la *detection* dei fenomeni di abuso e da consentire alle autorità competenti una rapida azione di *enforcement*.

A livello domestico, la priorità dell'azione di vigilanza sarà rappresentata dal perseguimento del seguente obiettivo strategico:

OBIETTIVO STRATEGICO N. 6.1

Potenziare le iniziative di vigilanza volte ad innalzare la qualità dei requisiti organizzativi e dei sistemi di controllo di *trading venue* e imprese d'investimento che operano in ambiente altamente automatizzato (*trading* algoritmico e HFT), verificando e monitorando nel tempo il rispetto di adeguati livelli di *compliance* con gli orientamenti ESMA.

7 Evoluzione delle aree di rischio ed elementi di continuità con il Piano 2010-2012

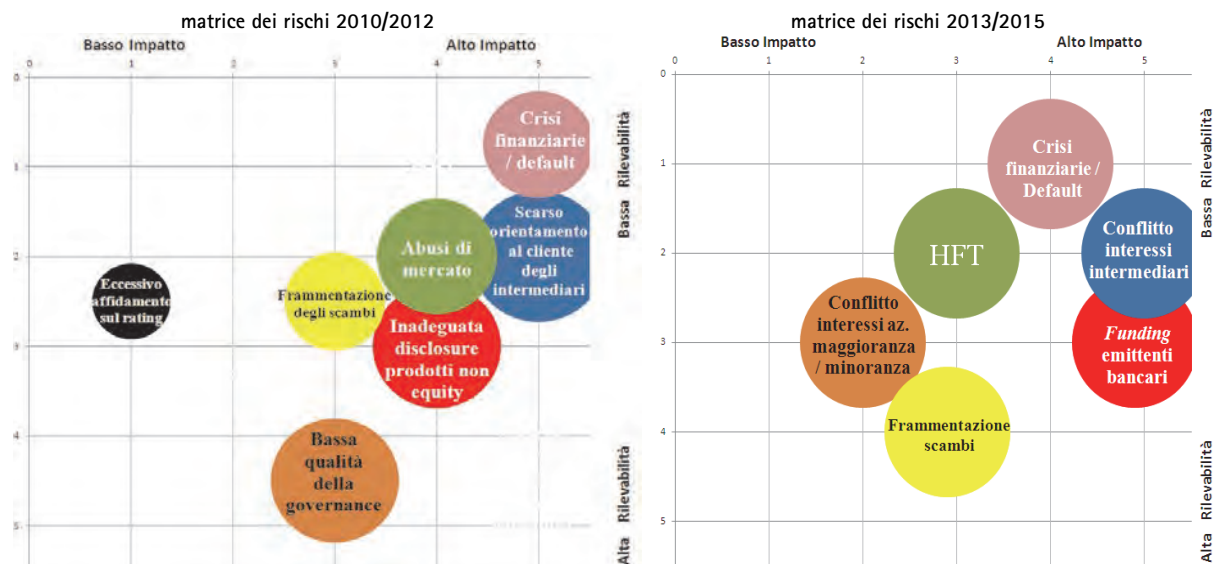
Le aree di rischio descritte nei paragrafi precedenti, alla base degli obiettivi per il triennio 2013-2015, mostrano elementi di persistenza con quelle identificate nel Piano Strategico 2010-2012. Nella figura 2 è rappresentata l'evoluzione della matrice dei rischi dal periodo 2010-2012 al triennio 2013-2015.

Le aree di rischio sono ordinate secondo tre dimensioni: impatto sulla missione dell'Istituto,

rilevabilità e probabilità; il colore delle sfere inoltre consente di comprendere quali aree hanno relazioni di continuità nei due trienni considerati⁽¹⁾.

Si evidenzia che la porzione in alto a destra del grafico, caratterizzata da alto impatto e bassa rilevabilità, individua le aree di rischio per le quali il livello di priorità delle azioni correttive è più elevato.

Fig. 2 – Matrici dei rischi 2010/2012 e 2013/2015



La dimensione delle sfere indica la probabilità dell'evento.

Il colore delle sfere rappresenta l'evoluzione di aree di rischio che presentano elementi di continuità da un triennio all'altro.

(1) I rischi sono stati qualificati in termini di rilevanza del potenziale impatto sulla missione dell'Istituto, prendendo in considerazione tre parametri: la probabilità che l'evento che definisce il rischio si materializzi (P), il grado di rilevanza dell'evento rischioso, cioè la possibilità di conoscere e rilevare per tempo la materializzazione dell'evento (R) e l'impatto o la gravità dell'evento rispetto alla missione dell'Istituto (G). La quantificazione di tali parametri si basa su di un punteggio che va da 1 a 5 e che misura in senso crescente la probabilità e l'impatto (1 basso impatto o bassa probabilità e 5 alto impatto o alta probabilità) e in senso decrescente la rilevabilità (5 elevata possibilità di rilevare il fattore di rischio e 1 impossibilità di rilevare il fattore di rischio). Rispetto

all'esposizione del Piano relativo al triennio precedente, si è preferito passare da una rappresentazione che aveva sugli assi cartesiani probabilità e rilevabilità e in cui la dimensione della sfera indicava l'impatto, ad una che invece mostra sugli assi impatto e rilevabilità e in cui la dimensione della sfera indica la probabilità. Questo cambiamento nella disposizione delle variabili non altera l'omogeneità dei dati e consente invece di apprezzare meglio l'area critica del quadrante in alto a destra connotato da bassa rilevabilità ed alto impatto. La probabilità dei rischi rappresentati è infatti sempre elevata per il triennio del Piano attuale, in quanto si è scelto di rappresentare solo i rischi i cui effetti possono ragionevolmente verificarsi nel periodo.

Dal confronto tra le due matrici, si evidenzia una sostanziale continuità delle aree di rischio nei due trienni analizzati. Tuttavia si rileva che, da un lato, il peggioramento del quadro congiunturale ha incrementato e amplificato il

livello di rischiosità di alcune aree e, dall'altro lato, l'emergere di nuove prassi di mercato, quali, ad esempio, l'*high frequency trading*, ha caratterizzato le diverse aree di rischio individuate con delle nuove e specifiche connotazioni.

III Le opportunità di miglioramento e le azioni di medio-lungo termine

1 Rafforzare il mercato azionario domestico

La dimensione dei mercati mobiliari italiani, e di quello azionario in particolare, mostra una carenza strutturale rispetto a tutte le principali economie europee. Alla fine del 2012, il numero di emittenti quotati sul Mercato telematico azionario era pari a 255 società italiane in ulteriore contrazione rispetto alle 263 di fine 2011.

Le ragioni dello scarso sviluppo della Borsa nel nostro Paese sono molteplici. Anzitutto, l'elevata frammentazione del sistema produttivo italiano, costituito in prevalenza da imprese di piccole e medie dimensioni, penalizza l'accesso ai mercati finanziari e individua nel credito bancario la principale fonte di finanziamento. Nell'attuale fase congiunturale tale circostanza ha acuito la fragilità finanziaria delle piccole e medie imprese, esposte alla contrazione del credito bancario conseguente all'accentuarsi della crisi del debito sovrano e alla necessità

delle banche di adeguarsi a più elevati *standard* di patrimonializzazione. In secondo luogo le piccole medie imprese non sono sempre in grado di affrontare i costi fissi legati alla quotazione e al contempo sono restie ad accettare la maggiore trasparenza e contendibilità degli assetti proprietari richieste dall'ingresso sul mercato azionario.

Infine, permane poco sviluppato il ruolo degli investitori specializzati nell'investimento in capitale di rischio per le piccole e medie imprese (*private equity* e *venture capital*), specie in quelle più giovani e innovative operanti nei settori tecnologicamente più avanzati.

Pertanto l'esigenza delle imprese di trovare fonti alternative di *funding*, offre l'opportunità all'Istituto di svolgere, nell'ambito delle proprie competenze, un'azione di rafforzamento del mercato azionario domestico.

OBIETTIVO STRATEGICO N. 7.1

Assicurare un'adeguata crescita e articolazione del mercato dei capitali in modo da favorire lo sviluppo di fonti finanziarie alternative al debito bancario per le imprese, in particolare per quelle di piccole e medie dimensioni, e più ampie possibilità di diversificazione di portafoglio per gli investitori.

Per conseguire tale obiettivo la Consob ha avviato un tavolo con Borsa Italiana e le principali Associazioni di categoria dei soggetti vigilati con l'obiettivo di:

- favorire la semplificazione del processo di ammissione a quotazione al fine di incentivare le società alla quotazione, nel rispetto di un adeguato bilanciamento fra gli interessi del mercato e quelli delle società;
- contribuire alla diffusione della cultura finanziaria del mercato dei capitali, sia dal lato della domanda che dal lato dell'offerta, attraverso una costante attività di *education*; in particolare, la Consob sosterrà la formazione delle imprese attraverso strumenti che possono definirsi "didattici" che, da una parte, facilitino la comprensione degli adempimenti amministrativi connessi

alla fase di ammissione alle negoziazioni, alla fase *post IPO* e alla permanenza nel listino e, dall'altra, aiutino a individuare la corretta modalità di redazione del prospetto, attraverso la diffusione di linee guida e *Frequently Asked Questions* operative, nonché l'istituzione del responsabile di riferimento in grado di fornire ogni necessario supporto alle richieste di informazioni e di chiarimento;

- assicurare la trasparenza e il corretto funzionamento del mercato secondario relativo alle *small cap*. In particolare, si intende favorire la realizzazione di condizioni utili per migliorare la negoziabilità dei titoli sul mercato secondario tramite lo sviluppo delle analisi finanziarie e ricerche nonché delle attività di sostegno alla liquidità con Borsa Italiana e gli intermediari.

2 Rafforzare l'interazione con le Associazioni di categoria dei risparmiatori

La qualità delle informazioni possedute e il loro tempestivo aggiornamento sono variabili critiche per l'efficacia delle azioni di vigilanza. In questa prospettiva, è auspicabile incrementare il contributo informativo che il pubblico dei risparmiatori può fornire alla Consob, anche tramite il valore segnaletico degli esposti, per migliorare la fruibilità del patrimonio informativo ai fini della vigilanza.

Inoltre, si ritiene fondamentale investire in

educazione finanziaria per innalzare il livello dell'interazione con i risparmiatori. Tutti gli sforzi effettuabili in tale direzione rappresentano il modo più naturale per rafforzare le reali capacità di discernimento dei risparmiatori, pur sapendo che i risultati sono ottenibili solo nel lungo periodo.

In quest'ottica e in relazione alla *mission* della Consob di garantire la tutela degli investitori, si inquadra il seguente obiettivo strategico.

OBIETTIVO STRATEGICO N. 7.2

Creare una relazione stabile tra l'Istituto e le Associazioni dei consumatori attraverso modalità di interazione che garantiscano un flusso costante e biunivoco tra i soggetti coinvolti.

Per conseguire tale obiettivo è stato costituito un tavolo di consultazione permanente con le Associazioni dei consumatori che si riunisce con cadenza regolare. In tale ambito, sono state delineate le tre seguenti linee progettuali:

- innalzare il livello di autotutela dei risparmiatori attraverso una campagna di sensibilizzazione sui loro diritti, tramite l'identificazione di un percorso di apprendimento e dei relativi punti qualificanti finalizzati alla redazione della "Carta degli Investitori". È anche l'occasione per la Consob di delineare con chiarezza il ruolo dell'Autorità di vigilanza e i poteri che essa esercita, anche al fine di evitare il rischio che un affidamento eccessivo degli investitori li induca a non valutare con la dovuta attenzione i rischi assunti;
- trattare gli esposti in considerazione dell'interesse generale del mercato nel suo insieme, attribuendo ad essi un valore segnaletico da utilizzare nell'attività di vigilanza. A tal fine, la Consob intende predisporre una procedura di trattazione degli esposti improntata a una maggiore razionalità ed efficacia avvalendosi della collaborazione delle Associazioni dei Consumatori. Gli obiettivi specifici e i benefici che si intendono conseguire sono:
 - rendere più agevole ed efficace l'invio degli esposti da parte dei risparmiatori,
 - accrescere il numero e la qualità degli esposti ricevuti dalla Consob, anche attraverso una loro standardizzazione con conseguente riduzione delle segnalazioni incomplete, non intelligibili o su cui la Consob non è competente,
 - valorizzare l'importanza dell'esposto come strumento di vigilanza,
 - rafforzare il rapporto di collaborazione con le Associazioni dei Consumatori;
- assicurare una rapida ed efficace soluzione alle vertenze originate dagli investitori *retail*, con riflessi positivi anche sulla fiducia nel sistema finanziario. A tal riguardo, la Consob intende proporre al legislatore primario la modifica l'articolo 32-ter del TUF introducendo meccanismi di soluzione stragiudiziale delle controversie a partecipazione obbligatoria (e non più volontaria) degli intermediari, sul modello dell'Arbitrato Bancario Finanziario.