

# Relazione per l'anno 2016

Roma, 31 marzo 2017



---

# 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 2016

|          |  |     |
|----------|--|-----|
| <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            | 11  |
| III      | Le attività svolte e le linee di indirizzo per il 2017       | 21  |
| <br>     |  |     |
| <b>B</b> | <b>L'attività della Consob</b>                               |     |
| I        | La vigilanza sui mercati                                     | 49  |
| II       | La vigilanza su emittenti e società di revisione             | 89  |
| III      | La vigilanza su offerta al pubblico e informativa societaria | 121 |
| IV       | La vigilanza sugli intermediari                              | 145 |
| V        | L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori          | 171 |
| VI       | L'attività regolamentare                                     | 183 |
| VII      | La tutela dell'investitore                                   | 195 |
| VIII     | I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob       | 213 |
| IX       | Le attività di supporto e la cooperazione internazionale     | 225 |
| <br>     |  |     |
|          | Note metodologiche   | 251 |
| <br>     |  |     |
|          | Indice generale  | 259 |

## Indice dei riquadri

|    |   |     |
|----|---|-----|
| 1  | Gli aumenti di capitale iperdiluitivi   | 71  |
| 2  | Le misure attuative del Regolamento MAR   | 82  |
| 3  | L'offerta pubblica di acquisto su Ansaldo STS   | 103 |
| 4  | Le offerte concorrenti  | 105 |
| 5  | La pubblicazione dell'elenco dei revisori di piccole e medie dimensioni   | 115 |
| 6  | I prospetti di offerta e ammissione a quotazione delle azioni di Veneto Banca e di Banca Popolare di Vicenza                                  | 124 |
| 7  | La ricapitalizzazione di Banca Monte Paschi di Siena  | 126 |
| 8  | L'aumento di capitale di Saipem   | 129 |
| 9  | Rappresentazione in bilancio degli effetti delle fusioni per incorporazione di società operative non quotate in società non operative quotate | 140 |
| 10 | La ricchezza delle famiglie nei principali paesi dell'area euro   | 196 |
| 11 | L'operatività in <i>contract for difference</i> , <i>rolling spot forex</i> e opzioni binarie   | 207 |

# Relazione al Ministro dell'Economia e delle Finanze

La relazione che segue, riferita all'anno 2016, 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





# L'evoluzione del contesto economico

## 1 L'andamento dei mercati finanziari

Nel corso del 2016 il mercato azionario italiano ha registrato un andamento complessivamente negativo, con il Ftse Mib in calo di oltre il 10 per cento rispetto alla fine dell'anno precedente. Si tratta della peggior performance tra i principali listini azionari europei, che hanno visto una crescita in Germania, Francia e Regno Unito (rispettivamente del 7, 5 e 14 per cento) e una flessione moderata in Spagna (-2 per cento circa).

Rispetto ai livelli registrati alla fine del 2007, l'indice Ftse Mib ha perso oltre il 50 per cento a fronte di cali più contenuti in Francia e Spagna (rispettivamente, -14 e -38 per cento) e dell'incremento rilevato in Germania e Regno Unito (rispettivamente, più del 40 per cento e 11 per cento).

Nel primo trimestre del 2017 l'indice Ftse Mib ha evidenziato una crescita di circa cinque punti percentuali rispetto all'inizio dell'anno, in ragione della dinamica favorevole di marzo che ha più che compensato il calo osservato nei primi due mesi. L'andamento del mercato italiano è risultato in linea con quello delle Borse di Germania, Francia e Regno Unito, ma inferiore alla performance del mercato spagnolo (in crescita del dieci per cento circa).

Negli Stati Uniti e nelle principali economie emergenti i corsi azionari hanno sperimentato significativi rialzi. Nel 2016 infatti l'indice S&P 500 è cresciuto del 9,5 per cento, mentre l'indice brasiliano ha registrato la migliore performance tra i cosiddetti BRICs con un incremento del 40 per cento circa.

La dinamica del mercato azionario italiano, la cui capitalizzazione a fine 2016 si è portata al 32 per cento circa del Pil dal 35 dell'anno precedente, riflette uno scenario economico ancora incerto in ambito sia domestico sia europeo, sebbene i segnali di un ritorno alla crescita si stiano progressivamente consolidando.

A livello domestico, gli squilibri di finanza pubblica e l'elevato stock di debito pubblico restano una criticità, specie alla luce di una ripresa finora modesta. Il settore bancario italiano, inoltre, continua a essere percepito come uno dei più vulnerabili nel contesto europeo, principalmente a causa del peso rilevante delle sofferenze e nonostante i progressi conseguiti negli ultimi anni sul fronte dell'adeguatezza patrimoniale da alcune grandi banche. Rimane inoltre contenuta l'esposizione ai rischi connessi all'operatività in derivati, a differenza di quanto

accade per i principali *competitors* europei. Per le imprese non finanziarie permangono segnali di fragilità sia nelle prospettive reddituali sia nella struttura finanziaria.

Con riferimento all'attività sul mercato primario, nel 2016 il numero di società che hanno scelto di quotarsi sul mercato italiano si è ridotto, attestandosi a 14 (tre sul Mercato Telematico Azionario di Borsa e 11 sull'AIM Italia) a fronte di 27 emittenti nell'anno precedente (otto sull'MTA, 18 sull'AIM Italia e uno sul Mercato degli Investment Vehicles). Il relativo controvalore si è portato da 5,5 a 1,4 miliardi di euro.

Nell'ultimo biennio, il maggior contributo in termini di controvalore delle Ipo sull'MTA è riferibile alla vendita di partecipazioni detenute dal Ministero dell'Economia e Finanze (MEF). In particolare, nel 2015 la sola offerta di azioni di Poste Italiane ha contribuito per circa due terzi al controvalore complessivo, mentre nel 2016 l'operazione relativa a Enav ha rappresentato quasi il 70 per cento del totale.

Per quanto riguarda il mercato del controllo societario, le offerte pubbliche di acquisto promosse nel 2016 e aventi ad oggetto azioni quotate sono state 14, in sensibile aumento rispetto alle sei operazioni nell'anno precedente.

Sono inoltre aumentate le operazioni straordinarie di fusione e acquisizione, prevalentemente nell'ambito del settore bancario, interessato da un processo di aggregazione volto ad accrescere la solidità degli intermediari.

Sul fronte obbligazionario, i rendimenti dei titoli non governativi hanno registrato un lieve rialzo a partire dagli ultimi mesi del 2016, dopo aver toccato i minimi dell'ultimo quinquennio a fine settembre. Grazie al protrarsi delle misure non convenzionali di politica monetaria, i rendimenti dei titoli governativi hanno continuato a ridursi, smorzando le turbolenze di breve periodo innescate dalla scelta del Regno Unito di lasciare l'Unione Europea. A partire dagli ultimi mesi dello scorso anno, tuttavia, il differenziale dei rendimenti dei titoli di Stato italiani rispetto a quelli tedeschi ha registrato un'inversione di tendenza, collocandosi attorno ai 180 punti base verso la fine del mese di marzo (quasi il doppio del livello di inizio 2016).

Con riguardo all'attività sul mercato primario, nel 2016 le emissioni di titoli di debito da parte di società non finanziarie e banche italiane hanno esibito una significativa contrazione, a fronte di una debole ripresa del comparto delle *asset backed securities*.

In particolare, le emissioni nette di obbligazioni da parte di società non finanziarie si sono attestate a 3,3 miliardi di euro, poco più di un terzo dei 9,2 miliardi nel 2015; risulta invariata e inferiore al 40 per cento la quota di emissioni lorde di titoli con rating di tipo speculativo. Anche le emissioni obbligazionarie di banche italiane si sono ridotte, portandosi a circa 52 miliardi di euro da 73 miliardi nell'anno precedente. Il calo si attesta al 20 per cento circa per le emissioni sul

mercato domestico e a quasi il 60 per cento per i collocamenti sul mercato internazionale.

Le prospettive dei mercati finanziari per l'anno in corso sono connotate da numerose fonti di incertezza, anche di natura geo-politica.

La decisione del Regno Unito di uscire dall'Unione Europea è tra gli eventi la cui portata potrà essere pienamente apprezzata solo nel medio-lungo periodo. Ad oggi, l'impatto sui mercati finanziari sembra essere stato solo temporaneo poiché, dopo un repentino deterioramento dei corsi azionari dell'Eurozona, i principali indicatori (volatilità, volume degli scambi e livelli di liquidità) sono gradualmente ritornati ai valori di inizio anno. L'uscita del Regno Unito dall'Unione Europea merita tuttavia particolare attenzione. Il processo, i cui tempi e modalità risultano ancora indefiniti, può presentare rischi ma anche opportunità per il mercato italiano. L'eventuale riduzione degli scambi con il Regno Unito potrebbe incidere negativamente sulla crescita del prodotto italiano, basata in misura significativa sulle esportazioni. Il mercato finanziario domestico potrebbe tuttavia trarre beneficio dalla decisione dei maggiori operatori finanziari di trasferire le proprie sedi in uno dei paesi membri della Ue, al fine di conservare l'accesso al mercato europeo.

Al proposito, sono già state avviate iniziative volte a rilanciare Milano come piazza finanziaria europea. In particolare, è stata annunciata l'istituzione di una *task force* presso il MEF, a cui parteciperà la Consob, per lo studio di misure tese ad aumentare l'attrattività della piazza milanese.

Gli effetti della politica economica annunciata dalla nuova amministrazione USA rappresentano un'ulteriore fonte di incertezza in grado di condizionare l'andamento dei mercati finanziari.

Nelle settimane successive all'elezione del nuovo Presidente degli Stati Uniti, i principali indici statunitensi hanno mostrato performance molto positive. Lo S&P500 è infatti cresciuto di circa 6 punti percentuali negli ultimi due mesi dell'anno sulla scia delle attese di prossime misure di detassazione del reddito di impresa e di un possibile snellimento della regolamentazione in ambito finanziario. Nei primi mesi del 2017 questa tendenza si è ulteriormente consolidata, nonostante i timori di una possibile evoluzione della politica economica statunitense in senso protezionistico. Le conseguenti ripercussioni sul commercio mondiale costituiscono un rischio significativo per l'economia globale e, a livello europeo, per paesi come Germania e Italia, che hanno negli USA uno dei principali partner commerciali.

Nel corso del 2017, infine, i mercati finanziari potrebbero iniziare a scontare le prossime decisioni di politica monetaria della Banca centrale europea (BCE). Come già ricordato, l'assetto fortemente espansivo della politica monetaria nell'area euro ha dispiegato importanti effetti sui mercati secondari dei titoli di debito e in particolare su quello delle obbligazioni pubbliche. Il prevalere di tassi negativi anche su scadenze medio-lunghe ha consentito ai paesi dell'Eurozona di rifinanziare il debito a costi molto inferiori rispetto al passato. Le misure non convenzionali di politica monetaria

sono tuttavia destinate a ridursi progressivamente a partire dal prossimo anno, a fronte della recente dinamica positiva dei prezzi, che sta riportando il tasso di inflazione verso il livello obiettivo della BCE. Tale circostanza potrebbe creare tensioni per i paesi dell'area euro con maggiori squilibri nei conti pubblici e con sistemi bancari ancora vulnerabili.

## 2 L'innovazione tecnologica e i mercati finanziari

L'innovazione tecnologica e la cosiddetta digitalizzazione dei mercati e dei servizi finanziari stanno progressivamente modificando la struttura dell'intermediazione finanziaria e il rapporto tra intermediario e cliente in termini di prestazione, distribuzione e fruizione del servizio.

La digitalizzazione finanziaria sta portando all'ingresso di nuovi operatori non regolati e non vigilati (ad esempio, società tecnologiche già consolidate o *start-up* e operatori *e-commerce*) e allo sviluppo di nuove attività (ad esempio, gestione dei *marketplace* digitali). Il fenomeno va analizzato e compreso per assicurare sia un appropriato livello di *consumer/investor protection* sia la possibilità di ingresso e parità di trattamento ai nuovi soggetti nel mercato.

Regolatori e autorità di vigilanza stanno dunque analizzando i cambiamenti in atto, al fine di verificare se e in quale misura essi possano essere forieri di rischi e criticità per la tutela degli investitori e l'integrità dei mercati.

La IOSCO è stata una delle prime organizzazioni internazionali a indirizzare significativi sforzi di analisi al fenomeno 'FinTech'.

Il 'Committee on Emerging Risk' ha istituito al suo interno un gruppo di lavoro sul tema dell'innovazione tecnologica con l'obiettivo di monitorare tutti i cambiamenti tecnologici in corso e stimare il loro possibile impatto sulla struttura industriale del mercato dei servizi finanziari e/o sulla funzione di produzione degli intermediari.

Nel novembre 2016 la Commissione europea ha costituito un apposito gruppo di lavoro (Financial Technology Task Force - FTF), coordinato congiuntamente da DG FISMA e DG CONNECT, al fine di approfondire il tema 'FinTech' da diverse angolature e formulare, ove ritenuto necessario, raccomandazioni di *policy* e proposte di misure nel corso del 2017.

Tra i temi oggetto di osservazione, l'automazione della consulenza finanziaria (cosiddetto *robo-advice*) ha già stimolato il dibattito di diverse istituzioni sovranazionali e ha visto alcune giurisdizioni attivarsi per orientarne lo sviluppo nell'interesse degli investitori.

Da un lato, la diffusione del *robo-advice* potrebbe aumentare la fruibilità dei servizi di consulenza da parte di una platea di investitori sempre più ampia per via

dei costi contenuti. Dall'altro, tuttavia, la prestazione di consulenza automatizzata potrebbe risultare inadeguata per talune classi di investitori, non garantire la piena consapevolezza della tipologia di servizio offerto oppure presentare criticità sotto il profilo della tutela della *privacy* dei clienti.

A livello europeo, il Joint Committee delle European Supervisory Authorities (cosiddette ESAs, ossia la European Banking Authority EBA, la European Securities and Markets Authority ESMA e la European Insurance and Occupational Pensions Authority EIOPA) ha pubblicato dapprima un Discussion Paper e, in seguito, un Report che descrivono le principali caratteristiche del servizio di consulenza automatizzata e forniscono una valutazione preliminare dei benefici e dei rischi, al fine di delineare eventuali necessità di interventi regolamentari e di vigilanza da parte delle autorità competenti.

Anche il Committee on the Regulation of Market Intermediaries dell'International Organization of Securities Commissions (IOSCO) ha pubblicato due Report (uno nel 2014 e uno nel 2016) sull'utilizzo dei *social media* da parte degli intermediari finanziari e sulla diffusione di strumenti per la consulenza automatizzata, nonché sui connessi profili di *policy*.

Ad oggi nessuna delle autorità di vigilanza partecipanti alla *survey* IOSCO ha vietato l'utilizzo di strumenti automatizzati né ha previsto norme o modifiche regolamentari specificatamente riferite a tali servizi. Alcune autorità hanno pubblicato, tuttavia, linee-guida per la corretta implementazione delle norme generali da parte dei *robo-advisors*. Numerose autorità, infine, hanno istituito al proprio interno delle unità organizzative espressamente dedicate a monitorare e promuovere l'attività delle FinTech operanti nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento.

La IOSCO individua, inoltre, tre aree di potenziale intervento. In primo luogo, ipotizza la definizione di *best practices* per gli intermediari che offrono consulenza attraverso strumenti automatizzati (ad esempio, in tema di adeguatezza). In secondo luogo, evidenzia la possibilità di elaborare principi guida per la progettazione degli strumenti automatici. Non esclude, infine, l'individuazione di *best practices* per le autorità di regolamentazione, anche nell'ambito della condivisione tra le autorità competenti delle esperienze in tema di regolamentazione, vigilanza e mappatura dei potenziali rischi derivanti dalla diffusione di strumenti automatizzati.

Un'ulteriore area di interesse è rappresentata dall'applicazione nei mercati finanziari della Distributed Ledger Technology (DLT, che utilizza la struttura *blockchain*), in particolare nell'ambito del *post-trading*. Il tema ha catturato l'attenzione di varie istituzioni internazionali a causa delle evidenti implicazioni sull'attività di vigilanza sulle infrastrutture di mercato e relativi rischi.

L'ESMA, tra le altre, ha pubblicato un Final Report sul DLT nel febbraio del 2017, a seguito di una consultazione pubblica volta a comprendere quali siano i possibili benefici e rischi derivanti dall'utilizzo di tale tecnologia nei mercati delle

*securities* nell'ambito dell'attuale quadro regolamentare dell'Unione Europea. Nella consapevolezza dei potenziali vantaggi dell'utilizzo del DLT nell'area del *post-trading* in termini di riduzione dei costi e di efficienze organizzative e gestionali per gli operatori, l'ESMA ritiene tuttavia importante monitorare con attenzione l'evoluzione del fenomeno, nell'ambito delle proprie competenze di vigilanza, al fine di garantire a investitori e mercati un adeguato livello di protezione.

# L'evoluzione del quadro normativo e regolamentare II

## 1 Gli sviluppi in ambito europeo

Nel corso del 2016 sono proseguiti i processi di revisione del quadro normativo di riferimento avviati in risposta alla crisi finanziaria. Le novità legislative principali hanno riguardato l'integrità dei mercati secondari, la tutela degli azionisti nonché il rafforzamento dei presidi di trasparenza.

Le istituzioni europee hanno inoltre compiuto progressi nell'attuazione del Piano di azione per la realizzazione di un mercato unico dei capitali (Capital Markets Union - CMU), annunciato nel 2015, e nel miglioramento della vigilanza sul sistema bancario ombra, coerentemente con gli impegni assunti dagli Stati membri in seno al G-20.

### 1.1 Le misure in materia di mercati e infrastrutture

Le norme a tutela dell'integrità dei mercati secondari sono state significativamente rafforzate con il Regolamento UE 2016/1011, che introduce una disciplina armonizzata riguardo a produzione e utilizzo degli indici finanziari di riferimento (*benchmark*). Obiettivo dell'iniziativa legislativa è far fronte alle vulnerabilità emerse in occasione dei gravi casi di manipolazione degli indici di riferimento per la determinazione dei tassi di interesse, quali il Libor, l'Euribor e gli indici di riferimento per le valute. Le disposizioni si applicheranno a partire dal 1° gennaio 2018, ad eccezione del regime relativo ai cosiddetti *benchmark* critici, in vigore dal 30 giugno 2016.

Il Regolamento definisce in particolare obblighi specifici per gli amministratori di *benchmark*, con la previsione di requisiti di autorizzazione e *governance*, e per gli operatori che contribuiscono a fornire dati di input per il calcolo dei *benchmark* o che ne fanno uso nell'ambito di strumenti finanziari, contratti finanziari e fondi di investimento. Il Regolamento prevede inoltre misure per favorire la trasparenza, l'oggettività, l'integrità e l'accuratezza dei *benchmark*.

Con riguardo alla categoria dei *benchmark* critici (ossia largamente diffusi) sono previste misure più stringenti, che tengono conto del rilievo sistemico degli stessi. L'elenco dei *benchmark* critici è stato pubblicato dalla Commissione europea con il Regolamento di esecuzione UE 2016/1368 dell'11 agosto 2016. La restante

normativa di secondo livello è in corso di definizione (si veda il Capitolo IX 'Le attività di supporto e la cooperazione internazionale', Parte B).

Un'ulteriore significativa novità è rappresentata dall'applicazione, a decorrere dal 3 luglio 2016, del nuovo regolamento sugli abusi di mercato (Regolamento UE 596/2014, Regolamento MAR), che sostituisce la precedente Direttiva MAD I con disposizioni direttamente applicabili in tutti gli Stati membri.

Il Regolamento, integrato da numerosi atti normativi secondari adottati dalla Commissione europea nel corso dell'anno, anch'essi direttamente applicabili, ha significativamente rafforzato il grado di armonizzazione della disciplina degli abusi di mercato, innovando ed estendendo quella precedentemente delineata in MAD I a ulteriori strumenti finanziari e nuove piattaforme di negoziazione, per tenere conto degli sviluppi dei mercati. Rientrano nell'ambito di applicazione anche le operazioni sui mercati delle merci che possono avere effetti sui mercati finanziari, quelle sulle quote di emissione di gas a effetto serra, nonché le condotte manipolative relative agli indici finanziari (*benchmark*). Il Regolamento MAR si affianca alla Direttiva 2014/57/UE (MAD II) concernente il sistema sanzionatorio penale applicabile alle ipotesi di abusi di mercato più gravi e commessi intenzionalmente.

\* \* \* \* \*

I regolamenti europei in materia di mercati e infrastrutture di mercato contengono una disciplina molto complessa che, per poter essere concretamente applicata, necessita di numerose disposizioni di estremo dettaglio.

Nel corso del 2016, in particolare, sono state emanate diverse norme attuative del Regolamento EMIR in materia di derivati OTC, controparti centrali e repertori di dati ed è altresì divenuto applicabile (in attuazione di EMIR) l'obbligo di *clearing* introdotto dal Regolamento delegato della Commissione 2015/2205 per talune classi di *interest rate derivatives* particolarmente significative in termini di volumi negoziati a livello globale (*basis swap*, *fixed-to-float interest rate swap*, *forward rate agreement*, *overnight index swap* denominati nelle quattro principali valute mondiali).

Analogamente a EMIR anche il Regolamento UE 909/2014 sui depositari centrali (Regolamento CSDR - Central Securities Depository Regulation) necessita di una specifica disciplina di dettaglio. Il Regolamento, entrato in vigore il 17 settembre 2014, prevede l'adozione da parte della Commissione europea di atti delegati ai sensi dell'art. 290 del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (TFUE).

Il 28 novembre 2016 la Commissione europea ha pubblicato una proposta legislativa in tema di *recovery* e *resolution* delle controparti centrali, in considerazione della crescente rilevanza sistemica di tali soggetti. La proposta, basata sugli standard internazionali in materia, prevede fra l'altro

l'introduzione di misure volte a prevenire il *default* (in particolare, con la predisposizione di appositi *recovery plan* da parte delle controparti centrali) nonché misure di *early intervention* da parte delle autorità. La proposta introduce altresì specifici poteri e strumenti di risoluzione da mettere in atto da parte delle autorità laddove la crisi di una controparte centrale possa minare la stabilità finanziaria complessiva.

## 1.2 Le misure a tutela degli azionisti

Nel 2016 si è altresì concluso il negoziato relativo alla revisione delle Direttive 2013/34/UE e 2007/36/UE sui diritti degli azionisti, con l'obiettivo di rafforzare gli investimenti di lungo termine in società quotate dell'UE. L'accordo politico prevede nuove regole in materia di: politiche di remunerazione degli amministratori (che dovranno essere maggiormente allineate alla performance nel tempo della società e votate dagli azionisti), trasparenza e approvazione delle operazioni tra parti correlate, identificazione degli azionisti ed esercizio del diritto di voto. Si rafforzano, inoltre, i presidi di trasparenza per gli investitori istituzionali, i gestori e i *proxy advisor*. La nuova disciplina si applicherà alle società costituite in uno Stato membro con azioni quotate in mercati regolamentati dell'UE.

Il dibattito regime di trasparenza sui profitti e i pagamenti di natura fiscale effettuati ai governi da parte delle imprese di grandi dimensioni, inserito dal Parlamento europeo nella revisione delle direttive sui diritti degli azionisti, è stato stralciato dal dossier in parola e trattato mediante una misura legislativa *ad hoc* pubblicata dalla Commissione europea nell'aprile 2016 nel contesto della revisione delle direttive contabili. L'iniziativa è finalizzata a dare visibilità, a beneficio dei cittadini, alle strategie fiscali adottate dai grandi gruppi multinazionali (anche non europei) e al contributo apportato al *welfare* di ciascun paese dell'Unione.

## 1.3 Le misure a tutela degli investitori

Nel 2016 è stata concordata la proroga del termine di applicazione di fondamentali iniziative legislative adottate successivamente alle crisi finanziarie per il potenziamento della tutela degli investitori.

In particolare, è stata prorogata di un anno l'applicazione del pacchetto costituito dalla Direttiva MiFID II e dal Regolamento MiFIR, in ragione delle difficoltà a raggiungere un accordo politico tra le varie istituzioni europee coinvolte nell'emanazione delle misure secondarie. Con tale rinvio i presidi a tutela dei risparmiatori previsti nella nuova disciplina, quali l'introduzione di controlli più stringenti nella fase di progettazione dei prodotti di investimento (*product governance*) e di poteri d'intervento (*product intervention*) a favore delle autorità di vigilanza, saranno applicati solo a partire dal 3 gennaio 2018.

Analogo slittamento al 2018 ha riguardato il Regolamento europeo sui prodotti finanziari *pre-assemblati* (PRIIPs) offerti da banche e assicurazioni ai risparmiatori *retail*, che impone l'obbligo del cosiddetto Key Information Document (KID), con l'obiettivo di favorire una maggiore trasparenza e comparabilità dei prodotti di investimento al dettaglio.

Nel 2016 la Commissione europea ha comunque adottato numerose disposizioni di attuazione di MiFID II-MiFIR a seguito delle proposte e degli *advice* formulati dall'ESMA a partire dal 2013.

Il pacchetto MiFID II-MiFIR demanda al livello 2 l'elaborazione di un'ampia serie di norme tecniche e di dettaglio, in materia sia di mercati sia di prestazione di servizi e attività di investimento, allo scopo di attuare le disposizioni ivi contenute e specificare alcune previsioni di carattere generale. In particolare, le misure in parola includono atti delegati della Commissione europea, adottati sulla base della consulenza tecnica (*technical advice*) prestata dall'ESMA, e norme tecniche di regolamentazione e di implementazione dell'ESMA. La Commissione europea ha provveduto a emanare la normativa secondaria per lo più nella forma di regolamenti delegati, con disposizioni dunque di immediata applicazione negli Stati membri, in linea con l'obiettivo di istituire un *single rule book* sul mercato unico. L'unica eccezione è rappresentata dalla direttiva delegata in materia di *product governance*, *inducement* e salvaguardia dei beni dei clienti; su questi temi la Commissione ha ritenuto di accordare un maggior grado di flessibilità ai legislatori nazionali, garantendo un migliore adattamento della norma europea alle specificità locali.

#### 1.4 La vigilanza sul settore bancario ombra

La crisi finanziaria del 2007-2008 ha fatto emergere la necessità di rafforzare la trasparenza e la corretta diversificazione e gestione dei rischi (soprattutto di liquidità) dei fondi comuni di investimento del mercato monetario, oggetto in alcuni paesi membri di una 'corsa ai rimborsi' che ha acuito le turbolenze e innescato problemi di stabilità sistemica. Il Regolamento relativo ai fondi monetari, che ha visto concludersi il trilogio istituzionale nel corso del 2016, rafforzerà la trasparenza del settore e introdurrà una più stringente disciplina prudenziale sulla composizione e la valorizzazione del portafoglio, in particolare nel caso in cui detti fondi offrano un valore patrimoniale netto costante (cosiddetti CNAV) e siano dunque più esposti al rischio di liquidità poiché strutturalmente più instabili. È stata altresì introdotta una nuova categoria di fondi monetari, cosiddetti *low volatility net asset value* (LVNAV), che dovrebbe fornire un'alternativa ai CNAV.

Sempre in materia di *shadow banking*, sono in corso di definizione le misure di secondo livello previste nel Regolamento UE 2015/2365 (Regolamento SFTR) sulla trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli concernenti il riutilizzo degli strumenti finanziari (si veda il Capitolo IX 'Le attività di supporto e la cooperazione internazionale', Parte B).

Il Regolamento risponde alla necessità di accrescere la trasparenza dei mercati di finanziamento tramite titoli, la cui opacità ha ostacolato, prima e dopo la crisi finanziaria, la possibilità di una corretta valutazione di rischi, sostanzialmente analoghi a quelli bancari, e del livello di interconnessione nel sistema finanziario.

Sono già in vigore, invece, gli obblighi di *record keeping* e in materia di prospetti dei fondi d'investimento di nuova costituzione (dal 12 gennaio 2016), nonché le disposizioni in tema di riutilizzo degli strumenti finanziari (dal 13 luglio 2016).

## 1.5 La Capital Markets Union

Nel corso del 2016 sono stati compiuti diversi progressi nell'attuazione del Piano d'azione del progetto europeo della CMU. Il progetto, come noto, tende a favorire un ruolo più ampio dei mercati finanziari per consentire una maggiore articolazione delle fonti di finanziamento delle imprese (tradizionalmente dipendenti dal sistema bancario) a sostegno della crescita economica e della stabilità del sistema finanziario nel suo complesso.

In questa ottica, semplificazioni normative e rimozione di barriere legali ed economiche dovrebbero stimolare anche una maggiore integrazione finanziaria a livello europeo, invertendo il processo di frammentazione innescato dalla crisi del 2007.

Il raggiungimento di un accordo politico sul Regolamento Prospetto ha rappresentato il principale traguardo del Piano d'azione. Il Regolamento sostituirà la Direttiva 2003/71/CE e le relative misure di attuazione, introducendo disposizioni di diretta applicazione negli Stati membri. L'accordo, oltre a razionalizzare le regole previste per gli emittenti quotati, definisce una disciplina speciale a supporto della raccolta di capitali da parte delle PMI, che saranno legittimate a pubblicare prospetti di contenuto più snello e secondo una procedura agevolata (il cosiddetto EU Growth Prospectus).

Sono proseguiti, inoltre, i negoziati per la revisione dei Regolamenti UE 354 e 346 del 17 aprile 2013 concernenti la disciplina dei fondi d'investimento per il *venture capital* (Regolamento EuVECA) e per l'imprenditoria sociale (Regolamento EuSEF), al fine di favorire la canalizzazione di risorse economiche nella promozione delle PMI innovative o a connotazione sociale.

Tra le principali novità in discussione rientrano la possibilità per i grandi gestori di fondi di avvalersi delle denominazioni EuVECA ed EuSEF, l'ampliamento della gamma di attività in cui i fondi possono investire e la riduzione degli oneri associati alla commercializzazione degli stessi.

La proposta di regolamento sulle cartolarizzazioni 'semplici, trasparenti e standardizzate', pubblicata unitamente al Piano di azione sulla

CMU, si è connotata per un negoziato particolarmente lento e complesso, stante lo scetticismo espresso dal Parlamento europeo in merito all'obiettivo di rilanciare un settore ritenuto la causa principale della crisi del 2007-2008. A dicembre la commissione competente del Parlamento ha votato una serie di emendamenti alla proposta della Commissione europea sulla base dei quali prenderà avvio il trilogico istituzionale.

Inoltre, come preannunciato nel Piano di azione, il 27 luglio 2016 la Commissione europea ha pubblicato un documento di consultazione in merito all'opportunità di presentare una proposta legislativa in materia di prodotti pensionistici privati, ossia sottoscritti su base volontaria e dunque diversi dalle pensioni pubbliche o obbligatorie. La proposta potrebbe essere presentata nel corso del 2017.

Si è altresì conclusa la consultazione in merito alle possibili misure da intraprendere al fine di favorire gli investimenti transfrontalieri nei fondi comuni di investimento e si è in attesa di eventuali ulteriori azioni da parte della Commissione europea.

Il progetto per l'istituzione di un mercato unico di capitali sarà soggetto a revisione nel corso del 2017, al fine di valutare l'opportunità di riconsiderare o integrare le iniziative sinora pianificate alla luce degli sviluppi del mercato. Nella comunicazione del 23 novembre 2016, successiva alla conclusione della *call for evidence* sull'impatto cumulativo delle disposizioni sui servizi finanziari svolta a fine 2015, la Commissione europea ha anche espresso l'esigenza di migliorare la qualità della regolamentazione, stante la stratificazione e il moltiplicarsi delle iniziative legislative successive alle crisi, che hanno reso il quadro normativo estremamente complesso e di difficile fruizione. Nel settore dei valori mobiliari la Commissione propone di far maggior uso del principio di proporzionalità al fine di calibrare la disciplina in vigore rispetto a tipologia, dimensioni e impatto operativo dei partecipanti al mercato.

In particolare, nella menzionata Comunicazione la Commissione ha reso noto di voler valutare una revisione dei requisiti prudenziali applicabili alle imprese di investimento, in modo da assoggettare ai medesimi obblighi previsti per le banche solo le istituzioni aventi un impatto sistemico. Inoltre, la Commissione sta valutando interventi di semplificazione relativi al Regolamento EMIR, alle politiche di remunerazione applicabili alle gestioni collettive e alle agenzie di rating di dimensioni minori.

Verrà altresì perseguita una maggiore armonizzazione in materia di procedure di insolvenza e di ristrutturazioni aziendali, poiché le attuali divergenze nazionali in materia sono foriere di rischi giuridici e di frammentazione del mercato unico.

Al riguardo la Commissione ha presentato proposte legislative nel novembre 2016, tra cui la già citata proposta di Regolamento per il risanamento e la liquidazione delle controparti centrali (CCP).

Nel corso del 2017, infine, la Commissione intende pubblicare un Piano d'azione sulla prestazione dei servizi finanziari agli investitori *retail*, al fine di programmare iniziative dirette a favorire l'investimento transfrontaliero, pur garantendo un'adeguata tutela degli investitori.

Non si prevedono invece nell'immediato iniziative a livello europeo nel settore della raccolta di capitali di rischio tramite portali *online* (*equity crowdfunding*), poiché le analisi svolte hanno evidenziato dimensioni relativamente ridotte e uno sviluppo ancora locale del fenomeno.

Infine, sono in corso di valutazione da parte della Commissione europea iniziative volte a rafforzare il quadro istituzionale europeo per quanto concerne la vigilanza macro-prudenziale, anche alla luce della creazione dell'Unione bancaria.

\* \* \* \* \*

Nel corso del 2016, la Consob ha continuato a porre in essere iniziative volte 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.

In linea con tale obiettivo si pone il settore della raccolta di capitali di rischio tramite portali *online* (*equity crowdfunding*), regolamentata e vigilata dalla Consob ed estesa anche alle PMI innovative.

L'Italia è stata tra i primi paesi a dotarsi di una legislazione in materia. Nel mese di agosto 2016 la Consob e il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e Esperti Contabili (CNDCEC) hanno pubblicato un Position Paper sull'*equity crowdfunding*, contenente un'analisi sintetica della normativa e degli aspetti operativi. Il Position Paper è il frutto del gruppo di lavoro sulla finanza innovativa, istituito nel mese di marzo 2015, con l'obiettivo di avviare un'attività di studio e di *education* nel settore degli strumenti di finanza innovativa (*equity crowdfunding*, *minibond*, cambiali finanziarie).

Per quanto riguarda le novità introdotte dalla legge 232/2016 (legge di bilancio 2017), gli incentivi fiscali finalizzati a indirizzare il risparmio verso gli investimenti produttivi vanno nella direzione già auspicata dalla Consob. In particolare l'agevolazione fiscale prevista dalla citata legge riguarda i piani individuali di risparmio a lungo termine (PIR) e consiste nell'esenzione da tassazione dei redditi, qualificabili come redditi di capitale o come redditi diversi di natura finanziaria, derivanti dagli investimenti effettuati nel PIR al di fuori dell'esercizio di impresa da parte di persone fisiche. Per beneficiare dell'agevolazione sono previsti specifici vincoli relativi alla composizione del patrimonio del PIR e al periodo di detenzione degli strumenti finanziari detenuti nel piano stesso. Tali vincoli sono tesi a incentivare l'investimento a lungo termine in strumenti finanziari emessi da imprese

residenti o aventi stabile organizzazione in Italia, in particolare di piccola e media dimensione.

## 2 Il recepimento della normativa europea e l'attività regolamentare

Nel corso del 2016 la Consob ha partecipato, come di consueto, all'intenso processo di adeguamento dell'ordinamento nazionale alla normativa europea. Come già ricordato, le direttive esistenti hanno subito importanti revisioni e aggiornamenti (per maggiori dettagli si veda il Capitolo VI 'L'attività regolamentare', Parte B) e il perimetro regolamentare è stato altresì ampliato in maniera significativa, attraverso l'adozione di una nuova struttura del sistema europeo dei controlli di tipo prudenziale (CRD IV) e l'emanazione di provvedimenti normativi volti a disciplinare ulteriori aree critiche del mercato finanziario (CSDR, PRIIPs, IDD).

In tale ambito la Consob ha costantemente fornito al Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) il proprio supporto tecnico per la stesura dei decreti legislativi di attuazione delle deleghe legislative, contenute nella legge 114/2015 (Legge di delegazione europea 2014 o LDE 2014).

In particolare, sono proseguiti i lavori per il recepimento della MiFID II. È stato inoltre concluso il processo di recepimento a livello primario della Direttiva UCITS V (2014/91/UE) che ha modificato talune disposizioni della Direttiva UCITS IV riguardanti le funzioni di depositario, le politiche di remunerazione dei gestori di fondi UCITS e il regime sanzionatorio. Il 2016 ha visto la Consob impegnata anche nella conclusione dei lavori di recepimento della Direttiva 2014/56/UE concernente la revisione legale dei conti e dei conti consolidati, a seguito delle modifiche alla disciplina nazionale di riferimento apportate dal d. lgs. 135/2016.

È stato, infine, portato a compimento il processo di adeguamento della disciplina nazionale alle regole conseguenti alla revisione della Direttiva Transparency (2013/50/UE). In particolare, tra le altre cose, il d.lgs. 25/2016 ha innalzato al 3 per cento la soglia minima richiesta ai sensi dell'art. 120 del Tuf per l'applicazione degli obblighi di notifica delle partecipazioni rilevanti.

Con riferimento agli abusi di mercato, le disposizioni regolamentari nazionali sono state adattate alle disposizioni del Regolamento MAR (596/2014), direttamente applicabili dal 3 luglio 2016. Nei primi mesi del 2017 sono state emanate due comunicazioni rivolte agli investitori recanti guide operative aventi ad oggetto, rispettivamente, la gestione delle informazioni privilegiate e le raccomandazioni di investimento con l'obiettivo di offrire agli operatori una serie di indicazioni utili per l'attuazione della disciplina MAR in ambito nazionale.

La Consob è stata inoltre impegnata nei lavori di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del Regolamento UE 909/2014 (CSDR) e, sempre in tema di *post-trading*, è proseguito il processo di armonizzazione della normativa

domestica al Regolamento EMIR, in ottemperanza a quanto disposto nell'art. 12 della Legge di delegazione europea 2014.

Si sono conclusi anche i lavori di armonizzazione della normativa primaria al Regolamento PRIIPs che disciplina, con riferimento ai prodotti di investimento e assicurativi preassemblati, il formato e il contenuto del documento contenente le informazioni chiave (KID) nonché le relative modalità di trasmissione agli investitori al dettaglio.

Particolare attenzione merita anche il recepimento nel Tuf delle modifiche alla disciplina europea in tema di armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti (Direttiva 2004/109/CE) introdotte dalla Direttiva 2013/50/UE. In particolare i commi 5 e 5-*bis* dell'art. 154-*ter* del Tuf, introdotti dal d.lgs. 25/2016 prevedono che la Consob possa disporre, nei confronti di emittenti aventi l'Italia come Stato membro d'origine, inclusi gli enti finanziari, l'obbligo di pubblicazione di informazioni periodiche finanziarie aggiuntive con una frequenza maggiore rispetto alle relazioni finanziarie annuali e semestrali al ricorrere di determinate condizioni. A tale riguardo, la Consob non ha esercitato il potere di imporre agli emittenti quotati la pubblicazione della relazione finanziaria trimestrale, ma ha dettato criteri generali da seguire nei casi in cui gli stessi scelgano autonomamente di pubblicarla.

\* \* \* \* \*

In considerazione dell'elevata complessità e della trasversalità delle direttive e dei regolamenti europei in materia di poteri e sanzioni, la Commissione ha effettuato una ricognizione complessiva di tali fonti al fine di assicurare coerenza e organicità delle norme nazionali di recepimento. In tale contesto, un esame comparativo per i medesimi fini è stato condotto anche in relazione all'istituto del *whistleblowing* per i suoi caratteri di novità, trasversalità e progressiva espansione nell'ordinamento. Il *whistleblowing*, introdotto dalla Direttiva CRD IV nel settore finanziario, è stato infatti successivamente previsto in molti degli atti normativi europei sopra citati così da ampliare notevolmente e in modo trasversale la portata dell'istituto nell'ordinamento finanziario. L'istituto del *whistleblowing* riveste particolare importanza ai fini dell'attività di vigilanza in quanto amplia il novero delle informazioni alle quali le Autorità possono attingere per l'esercizio delle proprie funzioni.

Le disposizioni europee impongono sia ai soggetti abilitati (*whistleblowing* interno) sia alle autorità di vigilanza (*whistleblowing* esterno) l'adozione di canali specifici e autonomi per la ricezione delle segnalazioni di irregolarità nonché la predisposizione di idonee cautele e presidi volti a garantire la tutela della riservatezza dei soggetti coinvolti (segnalante e segnalato) e la tutela del dipendente segnalante contro eventuali ritorsioni o discriminazioni.

Nel 2016 è stato realizzato un importante intervento sul piano della qualità della regolamentazione rappresentato dall'approvazione, con la delibera 19654 del 6 luglio 2016, del nuovo Regolamento concernente i procedimenti per l'adozione di atti di regolazione generale, in attuazione dell'art. 23 della legge 262/2005, per il quale la Consob già nel 2007 e nel 2010 aveva avviato pubbliche consultazioni. Le disposizioni regolamentari approvate, oltre a fornire una concreta attuazione dei principi sanciti dalla legge 262/2005, intendono recepire le migliori prassi in ambito di produzione normativa affermatesi a livello internazionale ed europeo. Inoltre, le nuove norme tengono conto del fatto che la vigilanza regolamentare è sempre più parte di un sistema multilivello, nel quale alle autorità nazionali è riconosciuto un ruolo rilevante nel supporto alle delegazioni istituzionali che partecipano alla fase ascendente della legislazione, nonché ai processi decisionali dell'Unione Europea. In tale prospettiva, infatti, assume una importanza via via maggiore la capacità di sostenere le proprie posizioni sulla base di evidenze empiriche relative al contesto di mercato, all'effettiva conformazione dei problemi da risolvere, ai costi e ai benefici connessi al quadro regolatorio vigente e in via di definizione.

Nel corso del 2016, infine, è stata pubblicata una raccomandazione in merito alla rappresentazione, nell'ambito del prospetto, di specifiche avvertenze per l'investitore, avente la precipua finalità di dare risalto in via immediata, chiara, sintetica e comprensibile ai più significativi e rilevanti profili di criticità dell'emittente e dell'investimento proposto (si veda il successivo Capitolo VI 'L'attività regolamentare', Parte B).

# Le attività svolte e le linee III di indirizzo per il 2017

Nel corso del 2016, a seguito del reintegro del Collegio con la nomina di due nuovi Commissari, l'attività della Consob ha beneficiato di un apporto di professionalità e competenze diversificate nell'ambito di un confronto dialettico proficuo e costruttivo. La Commissione ha pertanto fronteggiato, con rinnovata intensità, la difficile congiuntura e, in particolare, le delicate vicende che hanno interessato importanti emittenti bancari, illustrate diffusamente nei capitoli successivi.

L'attività svolta riflette, come di consueto, gli obiettivi definiti nell'ambito della pianificazione strategica e operativa rispetto alle aree di vigilanza, alle iniziative di educazione finanziaria nonché ai profili attinenti all'organizzazione e alle infrastrutture informatiche.

Nel seguito si esporranno le principali attività poste in essere nel 2016, i provvedimenti sanzionatori adottati e la gestione finanziaria dell'Istituto nonché gli obiettivi operativi per il 2017, definiti in linea con il Piano strategico approvato dalla Commissione per il triennio 2016-2018.

## 1 I mercati

Nel corso del 2016 sono state condotte le consuete verifiche sulla correttezza delle informazioni trasmesse in osservanza degli obblighi di *transaction reporting*, con particolare riferimento al monitoraggio della tempestività e della correttezza delle segnalazioni pervenute all'Istituto, nonché dell'adempimento degli obblighi di trasparenza *pre* e *post*-negoiazione. Tali verifiche hanno fatto emergere alcune irregolarità, a fronte delle quali sono stati attivati gli opportuni presidi di vigilanza.

Un elemento di novità in materia di sistemi di diffusione e stoccaggio delle informazioni regolamentate si rinviene nel Regolamento Delegato UE 2016/1437. Il Regolamento detta norme tecniche di regolamentazione relativamente ad accesso e classificazione delle diverse tipologie di informazioni, individuando in un portale accessibile dal sito web dell'ESMA il punto di accesso elettronico europeo. Tale novità renderà più agevole la ricerca delle informazioni regolamentate diffuse in tutti gli Stati membri. I meccanismi di stoccaggio autorizzati dalla Consob dovranno quindi adeguarsi alle nuove disposizioni, registrando tutte le informazioni regola-

mentate ricevute secondo le classi e sottoclassi previste dal Regolamento Delegato, in luogo dei codici attualmente dettati dal Regolamento Consob in materia di mercati.

Nell'ambito dell'ordinaria attività di vigilanza sull'adeguatezza dei requisiti dei sistemi di diffusione e stoccaggio delle informazioni regolamentate è stato avviato un approfondimento su un gestore iscritto nell'elenco pubblicato dalla Consob, in funzione anche dell'apparente sua non operatività, al fine di valutarne la permanenza dei requisiti.

Con riferimento alle infrastrutture di mercato, la principale novità in ambito domestico è rappresentata dall'avvio da parte di Monte Titoli Spa dell'iter necessario a potenziare i servizi di assistenza fiscale offerti ai propri partecipanti esteri. La Consob, assieme a Banca d'Italia, ha analizzato i nuovi servizi, i rischi che essi possono comportare in capo a Monte Titoli e le misure di mitigazione all'uopo previste dal depositario centrale italiano. L'iter di approvazione dovrebbe concludersi nella prima metà del 2017.

Nell'anno in corso, inoltre, l'Istituto avvierà il procedimento di nuova autorizzazione della società Monte Titoli Spa ai sensi del Regolamento UE 909/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, relativo al miglioramento dell'attività di regolamento dei titoli nell'Unione Europea e all'attività dei depositari centrali (Regolamento CSDR).

La Consob, infatti, è stata designata quale autorità competente a rilasciare la predetta autorizzazione, d'intesa con la Banca d'Italia, ai sensi dell'articolo 79-*undecies*, del Tuf, introdotto dal d.lgs. 176/2016. Il Regolamento CSDR prevede che i soggetti che svolgono le attività di depositario centrale presentino istanza di autorizzazione ai sensi del medesimo Regolamento entro sei mesi a decorrere dall'entrata in vigore di un insieme di norme tecniche, la cui pubblicazione in Gazzetta Ufficiale è ormai prossima.

In ambito internazionale, nel corso del 2016 è continuata la migrazione dei depositari centrali dei paesi europei alla piattaforma di regolamento paneuropea Target 2 Securities (T2S), gestita dalla Banca centrale europea. La migrazione di Monte Titoli è già avvenuta nell'agosto 2015.

Nel corso del 2016 si è ulteriormente intensificata l'attività di vigilanza sulle controparti di contratti derivati. L'accesso da parte della Consob ai *trade repository* registrati presso l'ESMA ha consentito di monitorare il grado di correttezza e completezza delle segnalazioni effettuate.

In tale ambito, è stata svolta 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 questi soggetti la Consob ha richiesto dati sui contratti trasmessi e informazioni sui presidi adottati dagli stessi per monitorare la correttezza della reportistica e assicurare la riconciliazione dei dati segnalati con quelli comunicati dalle rispettive controparti.

Nell'anno trascorso l'Istituto ha effettuato, come di consueto, una costante attività di monitoraggio sul corretto andamento delle negoziazioni di mercato verificando la regolarità sia dell'operatività conclusa nelle sedi di negoziazione italiane, anche avvalendosi dei propri sistemi di individuazione di anomalie negli andamenti di mercato (*alert*), sia di quella posta in essere su strumenti finanziari italiani negoziati su mercati esteri, sulla base dei flussi di dati di vigilanza ricevuti dalle competenti autorità estere. Sono state oggetto di monitoraggio anche le negoziazioni poste in essere in occasione di eventi di particolare rilievo per le società emittenti (tra cui operazioni straordinarie, accordi industriali, aumenti di capitale, *buyback*).

Al fine di rendere l'azione di vigilanza maggiormente efficiente, tempestiva e proporzionata all'effettiva gravità della condotta sospetta segnalata, l'Istituto ha implementato un sistema di valutazione preliminare delle segnalazioni ricevute (*triage*), funzionale a declinare la tempistica dell'avvio degli approfondimenti, il relativo grado di dettaglio e gli eventuali interventi di vigilanza da effettuare.

La nuova disciplina in tema di abusi di mercato (Regolamento MAR), applicabile dal 3 luglio 2016, ha ampliato la platea di soggetti obbligati alla comunicazione di operatività sospetta all'Istituto; ha inoltre incrementato il numero di condotte rilevanti ed esteso gli obblighi di comunicazione anche a operatività anomala posta in essere nei mercati delle merci (sia a pronti sia a termine). In considerazione di tali estensioni applicative, particolare attenzione è stata dedicata a sensibilizzare sul tema delle segnalazioni delle operazioni sospette sia i soggetti vigilati di minore dimensione, tipicamente meno attivi sui mercati finanziari, sia i soggetti esterni al perimetro di vigilanza dell'Istituto ma professionalmente attivi sui mercati finanziari (società di assicurazione, *buy side firms*, *proprietary traders*, società commerciali di grandi dimensione con rilevanti esigenze di tesoreria/investimento della liquidità, emittenti operanti nel settore energetico).

Al fine di ripristinare condizioni di parità e correttezza informativa e salvaguardare l'integrità del mercato, nonché prevenire o reprimere casi di abuso di mercato, nel corso del 2016 la Consob ha proseguito il monitoraggio sulle informazioni economico-finanziarie relative agli emittenti quotati italiani, incluse le cosiddette informazioni di tipo 'derivato' (ossia ricerche prodotte da analisti e giudizi di rating).

Le attività di monitoraggio saranno intensificate nel corso del 2017, tenendo conto, con specifico riguardo alle raccomandazioni di investimento, anche delle novità introdotte dal Regolamento MAR. Particolare attenzione sarà posta sia all'attività di produzione e diffusione delle ricerche da parte dei cosiddetti 'esperti' (nuova tipologia di soggetti introdotta dalle disposizioni attuative di MAR) sia al rispetto delle ulteriori disposizioni, anch'esse in parte innovative, in materia di *fair presentation* e indicazione dei conflitti di interessi.

## 2 Gli emittenti

### 2.1 L'informativa finanziaria

Nel corso del 2016 la vigilanza sull'informativa finanziaria si è avvalsa, come di consueto, del meccanismo della vigilanza campionaria, ai sensi dell'art. 89-*quater* del Regolamento Emittenti. Il campione è stato definito tenendo conto sia delle dinamiche congiunturali sia delle iniziative avviate dall'ESMA in materia di *enforcement*, volte a garantire un approccio uniforme all'attività di vigilanza da parte delle autorità nazionali.

Alla luce dello scenario di perdurante crisi economica, anche nel 2016 la Commissione ha ritenuto opportuno riservarsi un margine di flessibilità nell'individuazione del campione di vigilanza, definendo lo stesso in due momenti temporali successivi, pur nel rispetto del vincolo di determinazione annuale dell'insieme degli emittenti quotati da sottoporre a controllo.

Con particolare riferimento alle indicazioni dell'ESMA, il 10 luglio 2014 l'Autorità europea ha approvato il documento Guidelines on Enforcement of Financial Information, che stabilisce, tra l'altro, principi comuni per la selezione delle società da includere nel campione di vigilanza e prevede 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. Le priorità di vigilanza identificate dall'ESMA per il 2015 sono state riprese nella comunicazione Consob 7780 del 28 gennaio 2016. Nel dettaglio, la Comunicazione fa riferimento ai seguenti temi: i) impatto delle condizioni di mercato sull'informativa resa in bilancio, anche per quanto concerne gli eventuali effetti derivanti dalla volatilità e dalla persistente contrazione del livello dei prezzi delle materie prime; ii) applicazione dei principi contabili relativi alla preparazione e alla presentazione del rendiconto finanziario; iii) determinazione e *disclosure* del *fair value* di attività e passività non finanziarie iscritte in bilancio; iv) eventuali impatti conseguenti l'applicazione di nuovi principi contabili di cui è prevista a breve l'entrata in vigore, in particolare, per quanto concerne l'IFRS 9, in materia di strumenti finanziari, e l'IFRS 15, in materia di rilevazione dei ricavi, applicabili a partire dal 1° gennaio 2018.

Il 28 ottobre 2016 l'ESMA ha pubblicato le priorità di vigilanza per il 2016 che sono state riprese nella comunicazione Consob 0031948 del 10 marzo 2017. In particolare, gli aspetti che nell'attuale contesto dovranno formare oggetto di specifica attenzione da parte delle società quotate e delle autorità di vigilanza riguardano: la presentazione del risultato economico, la distinzione tra strumenti finanziari rappresentativi di capitale e passività finanziarie e la *disclosure* degli impatti derivanti dall'applicazione di nuovi principi contabili, con particolare riferimento agli IFRS 9 e 15 (rispettivamente, 'Financial Instruments' e 'Revenue from Contracts with Customers' che, come detto, troveranno applicazione dal 1° gennaio 2018) e all'IFRS 16 ('Leases', principio non ancora omologato che potrebbe avere efficacia a partire dal 1° gennaio 2019). Gli emittenti potenzialmente interessati agli effetti dell'uscita del Regno Unito dall'Unione Europea (Brexit) sono stati inoltre

incoraggiati a determinare e a fornire *disclosure* dei rischi e dei prevedibili impatti che tale processo potrà avere sulla loro attività.

In linea con gli obiettivi individuati nel piano strategico 2016-2018, l'attività di monitoraggio sulle società incluse nel campione di vigilanza si è focalizzata sui principali emittenti finanziari sottoposti a vigilanza prudenziale, nonché sui settori media e infrastrutture per le telecomunicazioni, connotati da esigenze di consolidamento finalizzate a realizzare sinergie di costo e a rafforzare il proprio posizionamento competitivo in ambito europeo. La vigilanza si è altresì concentrata su talune aree di bilancio segnate da maggiori criticità, tenuto conto delle peculiarità dei settori analizzati.

Con specifico riferimento al settore bancario, il monitoraggio è stato particolarmente intenso anche in ragione delle rilevanti operazioni di rafforzamento patrimoniale realizzate da alcuni emittenti bancari nell'ambito della vigilanza europea e ad esito degli *stress test* condotti come di consueto dall'EBA (per maggiori dettagli si veda il Capitolo III 'La vigilanza su offerta al pubblico e informativa societaria', Parte B). La vigilanza svolta è riconducibile a molteplici profili, tra cui la prosecuzione delle iniziative di standardizzazione delle informazioni da pubblicare in occasione delle operazioni di offerta già attivate nel corso del 2015.

Nello specifico, sono state affrontate le seguenti tematiche: i) verifiche sulla correttezza contabile, con particolare riguardo alle poste di bilancio richiamate dalle European Common Enforcement Priorities (ECEP) 2015; ii) esame degli esiti dei processi di Supervisory Review and Evaluation Process (SREP) 2016, con particolare riguardo alla trasparenza della *disclosure* al mercato e dei profili di rischio con potenziali impatti sui bilanci; iii) esame dell'informativa resa al mercato in merito ai piani previsionali e ai piani di rafforzamento patrimoniale e a eventuali operazioni straordinarie in corso di svolgimento, deliberati o programmati; iv) approfondimenti mirati sulle operazioni di cartolarizzazione o cessione di *non-performing loans* (NPLs), al fine di verificare la corretta applicazione dei criteri di *derecognition* contabile ai sensi dello IAS 39 e dell'IFRS 10, nonché sullo stato di implementazione dell'IFRS 9.

## 2.2 La *corporate governance* e il controllo societario

Nell'ambito dell'attività di vigilanza volta a mitigare i rischi di conflitti di interessi, la Consob ha condotto le consuete verifiche circa l'applicazione della disciplina sulle operazioni con parti correlate.

In ottica preventiva, la Commissione ha svolto nel 2016 un esame delle valutazioni, effettuate dagli emittenti, sulla mappatura di soggetti/entità quali parti correlate in società interessate da costituzione, modifica o scioglimento di accordi parasociali idonei a incidere sugli assetti di *governance*. In tale contesto, è stata richiamata l'attenzione su una valutazione sostanzialistica dei rapporti intercorrenti tra azionisti e società, tenuto conto degli strumenti interpretativi forniti dalla Consob sia nelle

comunicazioni di carattere generale sia nell'interlocuzione con le società per il trattamento di fattispecie concrete.

Inoltre, con riferimento a un campione di società selezionate per dimensione e/o interessate nel recente passato da operazioni di quotazione o aumenti di capitale, è stata analizzata l'informativa in merito al sistema di controlli interni e alla composizione del *board* resa nelle relazioni sul governo societario e gli assetti proprietari. Anche nell'ambito di quest'ultima attività, sono state esaminate le valutazioni svolte dalle società sulla sussistenza del requisito di indipendenza in capo agli amministratori, in particolare in presenza di relazioni per le quali è richiesta la verifica della (non) significatività. Il controllo svolto ha messo in luce alcune aree suscettibili di miglioramento.

Le aree di miglioramento riguardano sia i processi interni di valutazione delle suddette relazioni, valutazione che compete all'organo collegiale e non ai singoli amministratori interessati, sia la trasparenza sulle valutazioni compiute che, in applicazione dell'autodisciplina, è estesa anche ai criteri qualitativi e/o quantitativi impiegati a tal fine. Più in generale, l'informativa contenuta nelle relazioni sul governo societario e gli assetti proprietari è persa in alcuni casi migliorabile con riferimento a qualità e livello di definizione delle informazioni fornite sia in caso di adesione alle raccomandazioni del Codice di autodisciplina sia in caso di scostamento dalle stesse.

La vigilanza sull'applicazione della disciplina in materia di operazioni con parti correlate è stata svolta mediante l'acquisizione di informazioni dalle società e dai loro organi di controllo, al fine di esaminare e verificare il concreto svolgimento dei compiti che la regolamentazione attribuisce a tali soggetti. In alcuni casi, la Consob ha formulato specifiche richieste informative volte all'integrazione della documentazione preassembleare o di documenti informativi per operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate, nell'intento di garantire una completa informazione dei soci su aspetti sostanziali e procedurali connessi alla remunerazione degli amministratori esecutivi e alle operazioni con i soci di controllo.

In generale, su tutte le aree di vigilanza del governo societario la Consob ha intrattenuto un costante dialogo con gli organi di controllo, volto a verificare l'adempimento su base continuativa dei doveri di vigilanza. La recente esperienza mostra un aumento delle segnalazioni di irregolarità riscontrate da parte dei sindaci. Si è assistito altresì a un più frequente invio di aggiornamenti in merito a iniziative e verifiche intraprese dalla società o dallo stesso organo di controllo sui profili di maggior rilievo per il buon funzionamento del sistema di governo societario. Sono altresì aumentati i casi in cui l'organo di controllo ha richiesto supplementi di valutazione da parte dell'organo amministrativo rispetto a operazioni o situazioni ritenute non adeguatamente trattate. Più in generale, si segnala un maggiore attivismo dei sindaci anche su impulso di denunce di fatti censurabili presentate dai soci ai sensi dell'art. 2408 c.c..

L'attività di *enforcement* svolta dall'Istituto ha determinato l'avvio di procedimenti sanzionatori a carico degli emittenti per inadempimenti degli obblighi informativi connessi a operazioni con parti correlate. Inoltre, sono stati riscontrati casi di inadempimento dei doveri di vigilanza da parte degli organi di controllo, in prevalenza connessi a violazioni poste in essere dagli amministratori nell'approvazione di operazioni con parti correlate o nelle quali sono portatori di interessi per conto proprio o di terzi (per maggiori dettagli, si veda il paragrafo 6).

In coerenza con l'attività svolta nell'anno appena concluso, anche per il 2017 la vigilanza preventiva si focalizzerà sul monitoraggio della struttura e del funzionamento del sistema di governo societario degli emittenti e dei possibili conflitti di interessi, al fine di ridurre il rischio di fenomeni espropriativi. In tali ambiti, è intenzione della Commissione proseguire nell'approfondimento dell'informativa resa in materia di governo societario e remunerazioni nonché nel monitoraggio delle procedure adottate per il compimento delle operazioni con parti correlate ai sensi del Regolamento Consob, verificandone l'aggiornamento e l'efficacia in caso di mutamenti degli assetti proprietari e di controllo dell'emittente.

Nell'ambito del settore bancario, un provvedimento che potrà dare impulso al mutamento della compagine di controllo è il d.l. 3/2015 recante 'Misure urgenti per il settore bancario e per gli investimenti' (convertito con modificazione dalla legge 33/2015), per effetto del quale nel 2016 le banche popolari si sono trasformate in società per azioni. In tal modo è venuta meno per le banche interessate dalla riforma la peculiare disciplina del voto capitaro prevista in ragione dello scopo mutualistico ed è stato adottato il principio del cosiddetto *one share-one vote*. Le trasformazioni potranno stimolare l'afflusso di capitali degli investitori istituzionali e favorire il consolidamento nel settore, come già avvenuto nel caso della fusione di Banco Popolare e di Banca Popolare di Milano in Banco BPM Spa. Il processo avviato dalla riforma si è interrotto nel dicembre 2016 a seguito di alcune pronunce del Consiglio di Stato concernenti anche profili di legittimità della riforma stessa; in relazione a tali aspetti, si rimane in attesa della decisione della Corte Costituzionale.

\* \* \* \* \*

L'applicazione del sistema di nomina degli organi sociali tramite il voto di lista ha mostrato nel 2016 due casi in cui la lista presentata da investitori istituzionali, contenente un numero di candidati pari ai posti riservati dallo statuto alla minoranza, è risultata prima per numero di voti mentre quella presentata dall'azionista di maggioranza relativa con vocazione industriale (o non istituzionale), che tradizionalmente esprime la maggioranza degli amministratori, si è classificata seconda. In questi casi, il completamento dell'organo amministrativo è stato realizzato tramite la votazione assembleare, assunta con le maggioranze previste dal codice civile, delle proposte del socio di maggioranza relativa di nominare i candidati non eletti

della lista dallo stesso presentata. Nei casi di nomina dell'organo di controllo, la circostanza sopra descritta ha determinato che la presidenza dell'organo di controllo sia stata attribuita a un candidato tratto dalla lista dell'azionista di maggioranza relativa, risultata seconda per numero di voti, in applicazione della previsione del Tuf volta ad attribuire alle minoranze tale speciale potere di individuazione (148, comma 1-bis).

In proposito, si segnalano i primi casi di previsione in via statutaria di specifici meccanismi di completamento della composizione degli organi sociali applicabili alle fattispecie descritte, volti a trarre in via automatica i candidati necessari a comporre il plenum degli organi dalla lista 'capiente' risultata seconda per numero di voti. Inoltre, con specifico riferimento alla designazione dei presidenti dell'organo di controllo, l'esperienza degli ultimi anni mostra anche casi di emittenti che, in ottica sostanzialista, hanno interpretato la previsione di legge in esame nell'intento di assicurare la presidenza dell'organo di controllo al candidato della lista che ha effettivamente espresso una minoranza dello stesso.

L'esperienza degli ultimi anni mostra segnali, meno isolati rispetto al passato, di maggiore dinamismo del mercato del controllo societario testimoniato anche da *proxy fight*, cioè sollecitazioni di deleghe di voto per la revoca e/o nomina del consiglio di amministrazione. L'ultimo caso, a inizio 2017, ha riguardato la contesa per la revoca e successiva nomina dell'organo amministrativo di Alerion Spa. Le deleghe di voto raccolte tramite la sollecitazione sono state determinanti nel consentire all'azionista industriale che deteneva una partecipazione relativamente inferiore (Fri-EI) di revocare il *board* e nominare la maggioranza degli amministratori.

\* \* \* \* \*

Il 2016 si è caratterizzato per una aumentata ricorrenza di offerte concorrenti, ovvero offerte promosse contemporaneamente da soggetti differenti sul medesimo strumento finanziario.

Tali offerte si sono connotate per un'accesa concorrenza tra gli offerenti, come è emerso dai messaggi promozionali diffusi al fine di favorire (ovvero contrastare) le adesioni alle medesime offerte, dalle sollecitazioni di deleghe di voto promosse dagli offerenti in vista delle assemblee convocate successivamente allo svolgimento delle offerte nonché, in taluni casi, dalle iniziative giudiziarie assunte in relazione agli esiti delle offerte.

La recente applicazione della disciplina in materia di offerte concorrenti, anche in relazione a tipologie di offerte di diversa natura (offerte di scambio, parziali, su quote di fondi), è stata l'occasione per testare nel concreto la normativa vigente, evidenziandone talune criticità applicative e interpretative. Al riguardo, è risultata di particolare interesse l'applicabilità della disciplina in questione in relazione a offerte che, sebbene promosse sul medesimo strumento finanziario e aventi obiettivi sostanzialmente omogenei,

presentavano diversità dal punto di vista delle modalità attraverso le quali perseguire i medesimi (segnatamente, in relazione al numero degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta); tale questione è connessa alla rilevanza in materia dei due diversi piani dell'efficacia delle offerte e dell'esito della concorrenza tra offerte. Alla luce di quanto sopra, si sta procedendo a una valutazione complessiva delle vigenti disposizioni regolamentari, anche al fine di una loro eventuale revisione.

### 2.3 Le società di revisione

Nel corso del 2016 la disciplina della revisione legale è stata oggetto di significativi cambiamenti, in conseguenza della pubblicazione del d.lgs. 135/2016, che ha modificato il d.lgs. 39/2010, e dell'applicazione del Regolamento UE 537/2014. Tali cambiamenti hanno riguardato molteplici aspetti della revisione legale.

Tra le modifiche più significative si segnalano quelle concernenti la disciplina dell'indipendenza dei revisori (per i revisori di 'enti di interesse pubblico' e di 'enti sottoposti a regime intermedio' nonché per gli altri revisori), il rafforzamento del ruolo del Comitato per il controllo interno e la revisione contabile degli enti di interesse pubblico nel controllo sull'attività di revisione e sull'indipendenza del revisore, i maggiori obblighi di informazione da parte del revisore nei confronti del pubblico (con l'estensione delle informazioni contenute nell'*audit report* e nella relazione di trasparenza), del Comitato per il controllo interno e la revisione contabile degli enti di interesse pubblico (con l'estensione delle informazioni contenute nell'*additional report* diretto a tale organo) e delle autorità di vigilanza.

Le nuove disposizioni hanno anche ampliato il novero dei soggetti sottoposti a vigilanza della Consob attraverso l'introduzione della nuova categoria degli enti sottoposti a regime intermedio (ERI), che contiene una parte dei precedenti enti di interesse pubblico (EIP). Per i revisori della nuova categoria ERI è previsto un regime attenuato rispetto agli EIP, pur applicandosi comunque talune norme.

Fanno parte degli EIP le società italiane emittenti valori mobiliari ammessi alla negoziazione su mercati regolamentati italiani e dell'Unione Europea, le banche e le imprese di assicurazione e riassicurazione.

La nuova categoria degli ERI, istituita con l'art. 19-*bis* del d.lgs. 39/2010, include invece sostanzialmente tutte le altre categorie di soggetti precedentemente qualificati dal citato art. 16 come EIP, ovvero: i) società emittenti strumenti finanziari, che, ancorché non quotati su mercati regolamentati, sono diffusi tra il pubblico in maniera rilevante; ii) società di gestione dei mercati regolamentati; iii) società che gestiscono i sistemi di compensazione e di garanzia; iv) società di gestione accentrata di strumenti finanziari; v) società di intermediazione mobiliare; vi) società di gestione del risparmio e relativi fondi comuni gestiti; vii) società di investimento a capitale variabile e fisso; viii) istituti di pagamento di cui alla Direttiva

2009/64/CE; ix) istituti di moneta elettronica; x) intermediari finanziari di cui all'art. 106 del Tub.

Alla nuova categoria ERI si applicano comunque le norme in tema di indipendenza (art. 17 d.lgs. 39/2010), corrispettivi per la revisione (art. 4, par. 1 e 2), divieto alla prestazione di servizi diversi dalla revisione contabile (art. 5, par. 1 e 5), preparazione alla revisione legale dei conti e valutazione dei rischi per l'indipendenza (art. 6, par. 1), irregolarità (art. 7), obbligo di riesame della qualità dell'incarico (art. 8), obblighi di comunicazione alle autorità di vigilanza degli EIP (art. 12) e di durata dell'incarico di revisione (art. 17) del citato Regolamento UE 537/2014.

In esecuzione della normativa di recente introduzione, la Consob è chiamata a emanare specifiche disposizioni attuative nonché a contribuire all'elaborazione di norme di competenza del MEF. Tale attività rappresenta uno degli obiettivi operativi per l'anno in corso.

L'applicazione delle norme di nuova introduzione richiede, in numerosi casi, chiarimenti interpretativi, necessari per garantire un approccio omogeneo in ambito sia nazionale sia europeo; a tal fine, nel corso del 2017 proseguirà il confronto con gli operatori, la Commissione europea e le omologhe autorità nazionali competenti.

Sotto quest'ultimo profilo si segnala l'avvenuta istituzione del CEAOB (Committee of European Audit Oversight Board), con la finalità, tra l'altro, di agevolare lo scambio di informazioni e la cooperazione tra le autorità di supervisione europee e di fornire alla Commissione e alle autorità competenti consulenza qualificata su questioni legate all'attuazione della recente normativa comunitaria.

Il sistema di vigilanza sui revisori EIP ed ERI è stato, inoltre, significativamente rafforzato attraverso l'introduzione di un regime sanzionatorio più efficace e una migliore definizione del sistema di vigilanza preventiva (i cosiddetti controlli di qualità), con una più chiara specificazione delle attività che devono essere svolte da parte delle autorità competenti, ad opera del citato Regolamento UE.

La maggiore armonizzazione a livello europeo della vigilanza sui revisori degli EIP, unitamente al crescente peso dei *network* internazionali nelle scelte delle società di revisione operanti a livello nazionale, richiede un sempre più forte coordinamento tra le autorità nazionali competenti. Tale contesto determina inevitabilmente una crescente complessità dell'attività di vigilanza, dovuta, da un lato, alla necessità di interloquire non solo con i soggetti vigilati in ambito nazionale ma anche, e sempre di più, con i relativi *network* internazionali di appartenenza e, dall'altro, alle crescenti esigenze di coordinamento con le altre autorità di vigilanza europee in un contesto operativo non ancora pienamente definito e omogeneo.

In sede europea, le principali aree di coordinamento, nel cui ambito si inserisce anche l'attività della Consob, riguardano: i) lo svolgimento dei controlli della qualità dei revisori legali di EIP, allo scopo di sviluppare un efficace dialogo con i

*network* della revisione finalizzato al miglioramento della qualità della revisione, ii) lo scambio di informazioni, esperienze e *best practices* in materia di *enforcement* e sanzioni; iii) l'esame degli standard internazionali di revisione, indipendenza e controllo della qualità che devono essere applicati dai revisori al fine di elaborare una posizione comune tra i *regulators* europei con riguardo all'adozione degli stessi.

Per quanto riguarda in particolare l'area dei principi di revisione, l'entrata in vigore del Regolamento 537/2014 e il recepimento della Direttiva 2014/56, avvenuto con il d.lgs. 135/2016 che ha modificato il d.lgs. 39/2010, richiedono un'ampia rivisitazione dei principi di revisione internazionali ISA Italia emanati nel dicembre 2014, al fine di adattarli alle novità normative. A ciò si aggiunga che si rende necessaria un'attività di aggiornamento dei principi anche a seguito delle innovazioni apportate ai principi internazionali ISA dallo stesso IAASB (International Auditing and Assurance Standards Board) che ha adottato, a partire dal dicembre 2016, un nuovo modello di '*audit reporting*'. In tale ambito le novità più rilevanti, sia dal punto di vista legislativo sia tecnico, vanno tutte nel senso di aumentare il valore informativo delle relazioni di revisione, in particolare di quelle sui bilanci degli EIP, per fornire al lettore maggiori elementi sulle aree di bilancio giudicate con rischio di revisione più elevato sulle quali si è concentrato il lavoro di audit, sulle responsabilità del revisore e sulla sua indipendenza. I nuovi principi ISA Italia, sui quali la Consob sta lavorando unitamente al MEF e ai rappresentanti della professione, dovranno essere operativi a partire dai bilanci che si chiuderanno al 31 dicembre 2017.

Infine, con la recente sottoscrizione di un Memorandum of Understanding, la Consob ha avviato con il PCAOB (Autorità di vigilanza statunitense sulla revisione) un'attività di collaborazione, che prevede anche lo svolgimento di controlli di qualità sulle società di revisione in maniera congiunta tra le due autorità (*joint inspection*).

## 3 Gli intermediari

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

Nel corso del 2016 è proseguita l'azione di vigilanza *risk based* sull'attività di distribuzione di strumenti finanziari da parte degli istituti bancari nei confronti della clientela *retail*, con l'obiettivo di monitorare i processi operativi e le principali leve gestionali e di individuare potenziali rischi di comportamenti non conformi.

In particolare, sono state avviate iniziative su molteplici offerte al pubblico, connesse ad aumenti di capitale, al fine di controllare le modalità di relazione adottate dall'intermediario-emittente con la propria clientela. L'attività in questione ha riguardato la gestione del conflitto di interessi insito nelle operazioni in esame, la prestazione del servizio di consulenza nonché le verifiche di adeguatezza poste in essere nella distribuzione dei titoli propri.

Tra i controlli effettuati si segnalano, inoltre, le verifiche relative alla gestione del rischio di concentrazione dei titoli propri nei portafogli dei clienti nell'ambito della valutazione di adeguatezza. Ulteriori interventi hanno avuto ad oggetto la fase di 'produzione' di strumenti finanziari, avuto riguardo alla *governance* adottata dagli intermediari bancari rispetto alla definizione di *target market*, bisogni serviti, *pricing*, politiche commerciali e di incentivazione. Sono inoltre proseguite le specifiche iniziative avviate dalla Commissione nel 2015 sulla distribuzione dei prodotti complessi alla clientela al dettaglio, anche alla luce dei chiarimenti interpretativi forniti con la comunicazione 0097996 del 22 dicembre 2014.

Con la comunicazione 0092492 del 18 ottobre 2016, è stato altresì raccomandato agli intermediari di avvalersi, ai fini della distribuzione degli strumenti finanziari, di sistemi multilaterali di negoziazione, come i mercati regolamentati o gli MTF. La raccomandazione prevede, altresì, che l'eventuale componente funzionale alla remunerazione dell'attività dei distributori sia scorporata, in fase di emissione, dal prezzo degli strumenti finanziari.

La Commissione ha inoltre posto in consultazione una Raccomandazione avente ad oggetto 'Principi guida sulle informazioni-chiave da fornire ai clienti al dettaglio nella distribuzione di prodotti finanziari', con la quale vengono indicati taluni principi e informazioni-chiave che si ritiene possano contribuire alla più chiara ed efficace rappresentazione alla clientela delle caratteristiche principali di un prodotto finanziario. La consultazione pubblica, avviata il 9 maggio 2016, si è conclusa nel mese successivo. Allo stato ogni decisione sul seguito della Raccomandazione è sospesa in attesa dell'approvazione finale da parte del Parlamento europeo delle proposte di *regulatory technical standards*, avanzate dalla Commissione europea con riguardo al Regolamento PRIIPs.

Nel corso del 2017, in considerazione del permanere delle tensioni che interessano il sistema bancario anche per effetto dei mutamenti del quadro normativo di riferimento e degli assetti di vigilanza prudenziale, la Commissione continuerà a focalizzarsi sulle operazioni di patrimonializzazione degli intermediari.

Gli accertamenti verteranno sui processi aziendali di *self placement*, e in particolare sulle misure di gestione dei conflitti di interessi derivanti dalla coesistenza del duplice ruolo di emittente e distributore in capo ai soggetti bancari. In tale ambito saranno esaminate le procedure adottate dagli operatori per la prestazione del servizio di consulenza, lo svolgimento della valutazione di adeguatezza in relazione alla profilatura dei clienti e la mappatura dei prodotti.

Continueranno a essere oggetto di particolare attenzione, inoltre, le misure adottate dalle banche a presidio del rischio di concentrazione dei titoli propri nei portafogli dei clienti, anche alla luce dell'attuale disciplina in tema

di *bail-in* che, come noto, comporta un diretto coinvolgimento del settore privato nel processo di risoluzione delle crisi degli enti creditizi.

Infine, in prossimità dell'applicazione della MiFID II (a partire dal 3 gennaio 2018), sarà avviato uno specifico monitoraggio dei processi di transizione al nuovo quadro normativo adottati dal sistema bancario.

In proposito, particolare attenzione sarà dedicata all'informazione sui costi fornita alla clientela, alle procedure di adeguatezza nonché alla fase di strutturazione della gamma prodotti e di definizione delle politiche di distribuzione. Con riguardo a tale ultimo profilo, secondo le disposizioni dettate in tema di *product governance*, lo sviluppo e la progettazione della gamma prodotti non potranno prescindere dalla considerazione da parte degli intermediari di caratteristiche ed esigenze, preventivamente identificate, del proprio *target* di clientela; parimenti, le strategie di distribuzione dovranno essere articolate in coerenza con i bisogni dei risparmiatori destinatari dei servizi di investimento.

Le nuove misure di *product intervention*, di cui al Regolamento UE 600/2014 (cosiddetto MiFIR), avranno inoltre un impatto rilevante sulle attività di vigilanza. In tale prospettiva particolare rilievo assumeranno le modifiche e gli aggiornamenti alle basi informative a disposizione della Consob e ai correlati obblighi di segnalazione da parte dei soggetti abilitati.

### 3.2 Le imprese di investimento e le società di gestione di portali di *equity crowdfunding*

Nel corso del 2016, è proseguita l'attività di verifica e monitoraggio in ottica *risk based* sull'operatività nei confronti della clientela da parte delle Sim e delle imprese di investimento comunitarie con succursale in Italia, anche con riferimento alle modalità di distribuzione dei prodotti complessi alla clientela al dettaglio.

In particolare, sono stati realizzati interventi mirati di vigilanza ispettiva e informativa nei confronti delle imprese di investimento operative con investitori italiani in strumenti finanziari particolarmente rischiosi e complessi, come i *contract for difference* (CFD), i *rolling spot forex* e le opzioni binarie. Nel 2017, anche alla luce dei lavori svolti in ambito ESMA, continuerà il monitoraggio nei confronti degli intermediari comunitari attivi sul territorio nazionale in CFD e prodotti simili.

Come per le banche, inoltre, proseguiranno i controlli sul rispetto degli obblighi di correttezza e trasparenza da parte delle Sim e delle imprese di investimento comunitarie con succursale in Italia nella relazione con la clientela, con particolare riferimento alle procedure adottate per lo svolgimento della valutazione di adeguatezza, la profilatura dei clienti e la mappatura dei prodotti.

In materia di *equity crowdfunding*, alla luce delle importanti modifiche apportate al relativo Regolamento 18592 del 26 giugno 2013,

l'attività di supervisione e controllo si è focalizzata sulla verifica delle soluzioni organizzative e procedurali adottate dai gestori iscritti nella sezione ordinaria del registro Consob che hanno scelto di effettuare direttamente la valutazione di appropriatezza degli investimenti eseguiti per il tramite dei rispettivi portali (cosiddetto *opt-in*). Nel corso del 2017, la vigilanza proseguirà tenendo conto anche della recente modifica della normativa primaria di settore, che ha esteso l'ambito di applicazione a tutte le piccole e medie imprese.

### 3.3 Gli intermediari gestori

La vigilanza sui gestori di organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr) si è concentrata, secondo un approccio *risk based*, sui profili di correttezza dei comportamenti connessi alle scelte di investimento, anche in termini di aderenza di tali scelte alla politica di investimento rappresentata nella documentazione d'offerta.

Con riferimento alla prestazione del servizio di gestione di portafogli, sono state approfondite le motivazioni sottese all'investimento in strumenti finanziari in conflitto di interessi (ad esempio, Oicr del gruppo di appartenenza del gestore) e alle modalità di gestione del conflitto. In tale ambito è stato talvolta richiesto di potenziare le procedure di selezione degli Oicr da inserire all'interno dei portafogli gestiti.

Nel 2017, la vigilanza sui gestori di Oicvm e di fondi di investimento alternativi (Fia) continuerà a riguardare la correttezza del processo sotteso alle scelte di investimento del patrimonio gestito e la trasparenza informativa nell'offerta al pubblico, con riferimento alla documentazione di offerta e all'attività pubblicitaria.

Infine, proseguiranno le analisi concernenti il profilo commissionale degli Oicr. In particolare, facendo seguito alla pubblicazione dello *Statement ESMA* relativo al *Supervisory work on potential closet index tracking*, verranno completate le analisi relative al grado di 'attivismo' nella gestione rispetto allo stile di gestione dichiarato all'interno della documentazione d'offerta e al profilo commissionale del prodotto.

Con riferimento alla vigilanza sulle Sgr di fondi immobiliari, nel 2017 l'attività si svolgerà in linea di continuità con i controlli dell'anno precedente, quando particolare attenzione è stata dedicata ai gestori di fondi destinati al pubblico *retail*, in relazione sia all'approssimarsi della scadenza dei fondi medesimi sia al lancio di offerte pubbliche di acquisto sulle quote di alcuni fondi negoziati sul mercato secondario. In tale ambito, l'azione di vigilanza è stata condotta con riferimento alla coerenza tra le attività di dismissione del patrimonio immobiliare e il *business plan* di ciascun fondo nonché alla corretta applicazione della disciplina in materia di conflitto di interessi.

### 3.4 Gli intermediari-rete e i consulenti finanziari

In linea con la comunicazione 0012130 dell'11 febbraio 2016 in materia di 'controlli sulle reti di promotori finanziari', nell'anno trascorso la vigilanza sugli intermediari-rete, è stata di tipo informativo e ha riguardato l'idoneità delle procedure interne di controllo della rete dei consulenti finanziari, al fine di indirizzare in modo proattivo gli operatori verso soluzioni in grado di contenere il rischio di comportamenti non corretti.

Le risultanze derivanti dagli specifici riscontri informativi pervenuti dagli intermediari sono state integrate con la disamina della documentazione periodicamente inviata dagli stessi soggetti vigilati nonché con gli esiti delle analisi sistematiche di tipo quantitativo svolte dall'Istituto.

Come già ricordato con riferimento a banche e Sim, anche nei confronti degli intermediari-rete la Commissione ha monitorato le modalità di distribuzione dei prodotti complessi alla clientela al dettaglio.

Con riferimento ai consulenti finanziari, nel corso del 2016 la Consob ha segnalato al MEF la necessità di apportare alcune modifiche al Tuf al fine di consentire il completamento della riforma delineata dall'articolo 9, comma 1, lett. o), della Legge di delegazione europea 2014 e dall'articolo 1, commi 36-43, della legge 208/2015 (cosiddetta Legge di stabilità per il 2016). La riforma ha previsto che le competenze di vigilanza micro-prudenziale sui consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede (ex promotori finanziari), oggi in capo alla Consob, siano trasferite all'Organismo di vigilanza e tenuta dell'Albo unico dei consulenti finanziari di cui all'articolo 31 del Tuf, unitamente alla vigilanza sui consulenti finanziari autonomi e alle società di consulenza finanziaria (si veda il Capitolo VI 'L'attività regolamentare', Parte B).

L'Organismo opererà nel rispetto dei principi e dei criteri stabiliti dalla Consob con proprio regolamento, che verrà adottato nel corso del 2017, e sotto la vigilanza della medesima. Nei sei mesi successivi all'adozione del regolamento, la Commissione siglerà un protocollo di intesa con l'Organismo.

Il Protocollo definirà le modalità operative e tempi del trasferimento delle funzioni, gli adempimenti occorrenti per dare attuazione al nuovo assetto statutario e organizzativo, nonché le attività propedeutiche connesse all'iscrizione con esonero dalla prova valutativa delle persone fisiche consulenti finanziari autonomi e delle società di consulenza finanziaria.

## 4 I prodotti *non-equity*

Nel corso del 2016 sono proseguiti i controlli delle caratteristiche strutturali dei prodotti finanziari emessi a valere su prospetti, anche al fine di attivare (secondo un approccio *risk based*) azioni di vigilanza in termini di trasparenza informativa e di correttezza dei comportamenti degli intermediari.

È altresì continuato il monitoraggio 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 talvolta oggetto di diretto classamento in Borsa.

Con specifico riferimento agli strumenti finanziari comunitari *non-equity* emessi da banche, nel corso dell'anno sono state recepite nel prospetto, ove disponibili, le principali risultanze del Supervisory Review and Evaluation Process (SREP) e degli esercizi di stress condotti dalle competenti autorità di vigilanza prudenziale. Sono altresì proseguite le attività connesse alla rappresentazione nel prospetto di specifici indicatori (quali il cosiddetto *credit spread*) potenzialmente segnaletici di un rischio di credito riflesso nelle valutazioni di mercato.

L'attività di riscontro sull'informativa da rendere nei prospetti di prodotti *non-equity* di emittenti bancari terrà conto, nel corso del 2017, del processo di transizione connesso ai rilevanti cambiamenti del quadro normativo e istituzionale e delle perduranti criticità del sistema bancario, in termini di redditività e patrimonializzazione, che in un contesto di bassi tassi di interesse potrebbero favorire l'offerta al pubblico di strumenti finanziari di propria emissione maggiormente complessi e rischiosi.

## 5 L'attività di contrasto all'abusivismo

Nel 2016 l'attività di contrasto ai fenomeni di abusivismo si è intensificata anche per effetto dell'incremento del numero di segnalazioni inviate dai risparmiatori.

Il canale internet continua a rappresentare la modalità di realizzazione della condotta illecita maggiormente utilizzata dai soggetti abusivi. Questi ultimi, specie se di nazionalità estera, sempre più frequentemente si avvalgono di cittadini italiani, anch'essi operanti via web, al fine di diffondere l'iniziativa nei confronti del pubblico residente in Italia. Tale *modus operandi*, particolarmente insidioso per il mercato, richiederebbe una riflessione su forme di intervento ulteriori rispetto a quelle attivabili ad oggi sulla base degli strumenti a disposizione della Commissione, che vanno dai poteri attribuiti dal Tuf in caso di violazione delle disposizioni in materia di appello al risparmio alle comunicazioni a tutela dei risparmiatori (cosiddetto *warning*).

I *warning*, introdotti in via di prassi dalla Consob, sono finalizzati ad allertare il pubblico sull'operato di soggetti che pongono in essere condotte idonee a integrare le fattispecie penalmente rilevanti di cui all'art. 166 del Tuf, ossia prestazione di servizi e attività di investimento e offerta fuori sede in assenza di autorizzazione.

Presso il MEF è attualmente in consultazione un documento contenente le modifiche da apportare al Tuf anche per quanto concerne la possibilità di attribuire all'Istituto il potere di intimare al prestatore abusivo la cessazione dell'attività.

## 6 I provvedimenti sanzionatori

Nel 2016 sono stati portati a compimento 152 procedimenti sanzionatori, dei quali 136 si sono conclusi con l'applicazione di sanzioni (rispettivamente, 268 e 236 nell'anno precedente). L'importo complessivo delle sanzioni pecuniarie applicate è stato pari a circa 7,8 milioni di euro, rispetto ai 12,1 milioni del 2015. Nel corso dell'anno sono state, inoltre, comminate sanzioni accessorie interdittive per complessivi 144 mesi (138 mesi nel 2015) e, ad esito di procedimenti per violazioni in materia di abusi di mercato, sono stati confiscati beni per un valore corrispondente a circa un milione di euro (594 mila euro nel periodo precedente).

I provvedimenti sanzionatori adottati nei confronti di intermediari finanziari per violazione delle regole generali di diligenza, correttezza e trasparenza nella prestazione dei servizi e delle attività d'investimento e nella gestione dei conflitti d'interesse sono stati in totale dieci, mentre le sanzioni adottate nei confronti di promotori finanziari sono state 81. Si sono attestati a 14, invece, i provvedimenti assunti in relazione alla prestazione non autorizzata di servizi e attività di investimento nonché all'abusiva offerta fuori sede.

Inoltre, a conclusione di procedimenti avviati per violazioni della disciplina degli emittenti, sono stati assunti 24 provvedimenti sanzionatori. Tra questi, quattro (riferibili a 12 soggetti) hanno riguardato violazioni dei doveri gravanti sugli organi di controllo degli emittenti (art. 149, comma 1 e comma 3, del Tuf).

Con riferimento 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), infine, i provvedimenti sanzionatori sono stati in totale sette.

## 7 L'educazione finanziaria

La necessità di intraprendere iniziative strutturate di educazione finanziaria continua a essere un tema di urgente attualità per il nostro Paese, come emerge anche dal Rapporto 2016 della Consob sulle scelte di investimento delle famiglie italiane. Le rilevazioni disponibili confermano, infatti, il basso livello di conoscenze finanziarie degli italiani.

Nel dettaglio, solo poco più del 40 per cento degli intervistati è in grado di definire correttamente alcune nozioni di base, quali inflazione e rapporto fra rischio e rendimento; concetti più sofisticati riguardanti le caratteristiche dei prodotti più diffusi registrano percentuali anche inferiori. Al basso livello di conoscenze finan-

ziarie, si aggiungono una percezione distorta delle proprie competenze (eccesso di fiducia) e altri classici errori comportamentali.

Il bisogno di educazione finanziaria assume una valenza ancora più rilevante a fronte dei processi di digitalizzazione in corso, che alimenteranno nuove forme di complessità e nuovi modelli di intermediazione (quali ad esempio il già citato *robo-advice*).

Per colmare il fabbisogno formativo e favorire lo sviluppo di competenze e comportamenti finanziari virtuosi è necessaria una risposta organica e strutturale, che solo una strategia nazionale dell'educazione finanziaria può dare. Come primo passaggio verso la definizione di una strategia nazionale, la Consob insieme ad altre autorità di vigilanza e soggetti privati ha promosso una ricognizione delle iniziative di educazione finanziaria in essere. La ricerca, presentata nel gennaio del 2017, ha documentato che i programmi avviati sinora, pur essendo in alcuni casi ben strutturati, sono inevitabilmente eterogenei e frammentati, raggiungono un numero limitato di soggetti e risultano nel complesso poco efficaci.

A livello politico si è più volte ribadito come l'educazione finanziaria sia un tassello fondamentale nel processo di crescita armonica del ruolo del risparmiatore sia come partecipante attivo al mercato finanziario sia come beneficiario passivo della regolamentazione. Il d.l. 237/2016, convertito con modificazioni dalla legge 15/2017, recante disposizioni urgenti per la tutela del risparmio nel settore creditizio, accoglie queste istanze attraverso l'art. 24-*bis*, contenente disposizioni generali concernenti l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale.

L'art. 24-*bis* sintetizza e rende organico il contenuto delle preesistenti proposte di legge di iniziativa parlamentare volte a disciplinare la materia dell'educazione finanziaria, in discussione presso entrambi i rami del Parlamento. Esso fa propria l'esigenza di dotare l'Italia di una Strategia nazionale, così come proposto congiuntamente da Consob, Banca d'Italia, IVASS e COVIP, per l'alfabetizzazione finanziaria sia dei giovani in età scolare sia della popolazione adulta, con particolare riferimento alle fasce sociali meritevoli di maggiore tutela.

Per l'attuazione della Strategia è stato istituito presso il MEF un Comitato nazionale, composto da undici membri, di cui uno in rappresentanza della Consob.

Al MEF, d'intesa con il MIUR, è demandata la predisposizione di linee-guida per la Strategia nazionale, al fine di orientare in maniera sistematica il coordinamento delle attività dei soggetti pubblici e privati che intendono intraprendere iniziative al riguardo, creando sinergie tra di essi e con il sistema nazionale dell'istruzione.

In quest'ambito, i principi definiti dall'OCSE sono un riferimento fondamentale, in quanto sistematizzano tutti i passaggi fondanti per la declinazione di

piani di azione efficaci, a partire dalla definizione degli obiettivi per passare alla segmentazione della popolazione, all'individuazione degli strumenti e dei canali e, infine, alla verifica dei risultati conseguiti.

In attesa dell'avvio operativo del Comitato e della relativa Strategia, la Consob continua le attività di *investor education*.

Nel gennaio 2017, con il debutto dell'Arbitro per le controversie finanziarie (ACF), si è completata la realizzazione degli strumenti operativi per gli investitori previsti nel progetto del Tavolo denominato 'Carta degli investitori' (in collaborazione con le Associazioni dei consumatori e risalente al gennaio 2014), insieme al lancio del portale di *investor education* (maggio 2015) e della piattaforma per la trasmissione *online* degli esposti (luglio 2015).

In continuità logica con i risultati suddetti e in previsione della Strategia nazionale di educazione finanziaria, la Consob, insieme alle Associazioni dei consumatori partecipanti al Tavolo, ha promosso l'avvio di una nuova fase progettuale che si caratterizza per la realizzazione di specifiche iniziative sul territorio nazionale. Le direttrici lungo le quali si articoleranno tali iniziative, in linea con le *best practices* internazionali, contemplano lo sviluppo di una campagna di informazione/formazione per la popolazione adulta in tema di educazione finanziaria e misurazione dei relativi effetti, con l'obiettivo di innalzare le conoscenze di base e accrescere la conoscenza/riconoscibilità di strumenti di formazione e di tutela a disposizione dei risparmiatori, quali l'ACF, il portale di *investor education* e l'applicativo per la trasmissione degli esposti.

La realizzazione di programmi di educazione finanziaria destinati agli adulti incontra ostacoli importanti stante: i) l'ancora insufficiente dimestichezza degli stessi con la tecnologia e, in particolare, con Internet; ii) la difficoltà di coinvolgerli attraverso lezioni frontali presso un luogo definito, avendo ormai concluso il proprio percorso scolastico/universitario; iii) la ritrosia diffusa a cogliere nuovi stimoli, talora indotta da un'eccessiva fiducia nelle proprie capacità e/o da una limitata disponibilità di tempo da dedicare alla propria alfabetizzazione finanziaria.

Nell'ambito delle iniziative suddette e in previsione della Strategia nazionale, la Consob potrà continuare ad avvalersi anche del supporto del mondo accademico. L'Istituto ha difatti avviato alcuni progetti speciali con gli atenei convenzionati, al fine di approfondire le tematiche della digitalizzazione finanziaria e di creare un *handbook* nelle materie regolamentari di competenza. Tra gli obiettivi dei progetti c'è anche quello di rendere più comprensibili ai cittadini e agli investitori al dettaglio i nuovi processi di intermediazione finanziaria introdotti dalle innovazioni tecnologiche e la complessità del quadro regolamentare in ambito finanziario.

Per ciò che riguarda il sito istituzionale di *investor education*, sono previsti ulteriori aggiornamenti, con riferimento al lancio di nuovi strumenti operativi utili ad accrescere la consapevolezza delle scelte di pianificazione e

risparmio e delle decisioni di investimento (quali, una maggiore articolazione del *budget planner* e l'introduzione di un gioco di ruolo per una migliore comprensione degli errori comportamentali).

Ai fini del rafforzamento dei presidi a tutela dell'investitore, infine, nel corso del 2016 sono state promosse ulteriori iniziative. All'inizio del 2017 la Commissione ha richiamato l'attenzione del pubblico e degli intermediari sulla compravendita di diamanti, a seguito delle segnalazioni ricevute da parte di associazioni di consumatori in merito a proposte commerciali effettuate da società specializzate tramite i propri siti web o attraverso sportelli bancari. Sul tema sono tuttora in corso approfondimenti (si veda il Capitolo VII 'La tutela dell'investitore', Parte B).

Un'ulteriore comunicazione del febbraio 2017 ha riguardato strumenti finanziari particolarmente rischiosi e complessi, come i *contract for difference*, i *rolling spot forex* e le opzioni binarie aventi come sottostante valute, indici finanziari, singole azioni, merci (si veda il Capitolo VII 'La tutela dell'investitore', Parte B).

## 8 L'assetto organizzativo e funzionale interno

Il 2016 è stato contraddistinto da molte iniziative sul fronte della gestione e dell'organizzazione interna dell'Istituto.

In primo luogo è stato dato avvio a una riflessione sugli assetti organizzativi e operativi, supportata da una ricognizione dei processi e delle relative fasi. Gli esiti della ricognizione hanno permesso di effettuare una capillare valutazione dei rischi ai quali è potenzialmente esposta la Consob con riferimento alla corruzione e alla cattiva amministrazione nonché di individuare le misure idonee a eliminare tali rischi. L'esistenza di un puntuale apparato ordinamentale e di un solido corpo di normative interne (costituito da regolamenti interni, *policy*, procedure e prassi) consentono, infatti, di ritenere che ad oggi la maggior parte dei processi sia dotata di presidi di prevenzione e controllo.

In considerazione dello scarso livello di effettiva esposizione al rischio di corruzione rilevato in Consob, si è ritenuto utile graduare nel tempo l'inserimento di nuovi strumenti di verifica dell'efficacia delle misure in essere una volta che si sarà consolidato il processo di monitoraggio delle stesse. Ciò consentirà l'individuazione di indicatori utili alla definizione di un sistema di allerta che dovrebbe attivarsi laddove tali misure risultassero non più efficaci.

In secondo luogo, l'avvio dell'operatività del nuovo dell'Organismo di risoluzione stragiudiziale delle controversie tra risparmiatori e intermediari, il cosiddetto Arbitro per le controversie finanziarie (ACF), ha comportato l'istituzione di un'unità organizzativa a supporto dell'Arbitro (si veda il paragrafo 9).

Nel corso del 2016, inoltre, sono state poste le basi per una solida evoluzione del capitale umano dell'Istituto. In linea con l'obiettivo individuato nel Piano strategico 2016-2018, l'implementazione di un assetto organizzativo coerente con il mutevole contesto di riferimento rende necessario investire nell'assunzione di risorse e nella loro formazione, nonché incentivare adeguatamente il raggiungimento di obiettivi chiari e misurabili, promuovere un'accentuata responsabilizzazione del personale e favorire le opportune sinergie tra distinte unità organizzative.

In linea con questi obiettivi, per il 2017 sono state programmate le attività necessarie al riavvio delle assunzioni di personale, al fine di potenziare l'azione di vigilanza con il reperimento di professionalità in linea con le evoluzioni di mercato. In tal modo, si invertirà il trend di riduzione delle unità attive che ha caratterizzato gli ultimi anni.

Nel contempo, è stato dato avvio al confronto sindacale finalizzato a una profonda revisione dell'ordinamento del personale. La riforma delle carriere che dovrebbe conseguire innoverà in maniera sostanziale le dinamiche di gestione del personale sia dal punto di vista dell'organizzazione del lavoro, con un forte focus sull'orientamento al risultato, sia dal punto di vista dello sviluppo delle risorse umane, con una struttura gerarchica più snella, un sistema di valutazione basato sulle performance, la temporaneità degli incarichi dirigenziali e una maggiore attenzione alle capacità professionali e manageriali.

Ciò comporterà la necessità per l'Amministrazione di mettere in campo azioni utili a sostenere il necessario cambiamento di approccio culturale, attraverso iniziative informative, formative e gestionali che coadiuvino l'introduzione di una gestione per obiettivi, nuove modalità di interazione tra responsabili e collaboratori, maggiore responsabilità circa la propria crescita professionale da parte di tutto il personale.

### *Le infrastrutture informatiche*

Il settore informatico dell'Istituto è stato interessato a fine 2016 da una riorganizzazione finalizzata ad accentrare le competenze e le risorse, con lo scopo di meglio presidiare gli sviluppi tecnologici e i costi legati anche alle attività prestate dall'*outsourcer* informatico.

In particolare, la Commissione ha istituito la Divisione Infrastrutture Informative rendendo così autonomo il settore informatico dalla Divisione Amministrazione, nel cui ambito era coordinato dall'ottobre 2011.

Tale decisione è stata assunta anche a seguito degli esiti emersi dalle analisi svolte dal Gruppo di lavoro in materia informatica, costituito dalla Commissione nel 2015 ai sensi dell'art. 28 del Regolamento di organizzazione e funzionamento.

Il Piano di sviluppo informatico per il 2017 è stato predisposto sulla base delle esigenze di sviluppo applicativo formalizzate dalle Unità organizzative dell'Istituto nell'ambito dei rispettivi Piani Operativi e della pianificazione strategica del settore informatico, formalizzata nel Piano Gestionale Pluriennale, in linea con i contenuti del Piano Strategico dell'Istituto 2016-2018.

L'analisi delle richieste degli uffici ha consentito di individuare i progetti prioritari per l'operatività dell'Istituto in considerazione degli obblighi di vigilanza imposti dalla normativa europea (in particolare MiFID II e PRIIPs), tenendo conto dei vincoli finanziari di bilancio e di risorse del settore.

Con riferimento al personale informatico, è in corso un piano di potenziamento che prevede da un lato una serie di interventi formativi in modalità di *'training on the job'*, anche con il coinvolgimento di primarie istituzioni universitarie, al fine di riqualificare il *know how* interno, e dall'altro l'ingresso di personale da selezionare tra risorse qualificate e dotate di specifica competenza nell'ambito della progettazione e sviluppo informatici.

I progetti inseriti nel Piano sviluppo informatico 2017 d'Istituto sono stati accorpati in macro aree di aggregazione denominate infrastrutture per la vigilanza, infrastrutture amministrative e infrastrutture generali.

Nell'ambito delle infrastrutture per la vigilanza i principali interventi di sviluppo previsti per il 2017 riguarderanno le aree relative al *transaction reporting*, *market abuse detection*, *position limits* e *position reporting*, PRIIPs e prodotti finanziari assicurativi.

Con particolare riferimento agli obblighi informativi previsti dalla Direttiva MiFID II, erano già state attivate nel corso del 2016 le opportune iniziative volte ad acquisire il nuovo ed esteso insieme informativo previsto dalla citata normativa. Entro l'anno in corso saranno completate tutte le necessarie attività informatiche e di acquisizione di beni al fine di consentire all'Istituto di dare seguito, a partire dal gennaio 2018, alle attività di vigilanza sui mercati, secondo quanto previsto dalla normativa europea. Per quanto riguarda invece le previsioni contenute nel Regolamento sui PRIIPs, saranno adeguate entro il 2018 (come previsto dalla citata normativa) le applicazioni informatiche a supporto delle attività di teleraccolta ed elaborazione delle informazioni necessarie per l'attività di vigilanza sull'offerta di prodotti finanziari assicurativi.

Nell'ambito delle infrastrutture amministrative sono previsti interventi adeguativi e migliorativi del sistema informatico realizzato nel corso del 2016 al fine di consentire l'avvio dell'operatività dell'ACF.

Nel 2017 proseguiranno le attività di sviluppo del sito internet istituzionale, in ordine al quale saranno potenziati gli attuali motori di ricerca. Saranno altresì maggiormente automatizzate le attività di pubblicazione relative alla sezione 'Autorità trasparente', nonché quelle finalizzate al miglioramento dell'area

del sito dedicata all'*investor education*. Proseguiranno, infine, le attività di supporto all'evoluzione del sistema di contabilità Consob.

Nell'ambito delle infrastrutture generali, particolare attenzione sarà dedicata ai progetti trasversali volti a introdurre elementi di innovazione tecnologica destinati a migliorare le performance dei sistemi informatici dell'Istituto.

Tra questi assume rilievo la prosecuzione del progetto pluriennale finalizzato a dotare l'Istituto di un sistema di *disaster recovery* (in attuazione dell'art. 50-*bis* del Codice dell'amministrazione digitale) e l'aggiornamento delle infrastrutture di sicurezza informatica, al fine di incrementare la capacità dell'Istituto di prevenire, rilevare e contrastare abusi dei dati informatizzati, innalzando nel contempo il livello di protezione dei dati personali oggetto di trattamento.

Le iniziative sopra illustrate rientrano, in continuità con il 2016, nel più ampio obiettivo di realizzare un'amministrazione digitale che consenta la migliore interazione con i soggetti interessati, al fine di offrire servizi efficienti, facilmente fruibili e di qualità. Un ulteriore obiettivo è assicurare l'accesso a tali servizi attraverso un'identità digitale unica, dando priorità al riuso di programmi sviluppati da altre amministrazioni ovvero all'acquisizione di programmi *open source*, in considerazione dell'obiettivo generale di contenimento dei costi.

## 9 L'Arbitro per le controversie finanziarie

L'Arbitro per le controversie finanziarie (ACF), previsto dal d.lgs. 130/2015 in attuazione della Direttiva comunitaria 2013/11/UE, è operativo dal 9 gennaio 2017. Il nuovo organismo è un sistema di risoluzione stragiudiziale delle controversie attivo presso la Consob, che ne ha definito la regolamentazione e ne supporta l'operatività attraverso un proprio Ufficio di segreteria tecnica.

L'ACF è un organo collegiale, in cui sono rappresentate le varie componenti del mercato finanziario: il Presidente e due membri sono indicati dalla Consob, mentre i restanti due membri sono espressione, rispettivamente, delle associazioni di categoria dei consumatori e dell'industria finanziaria.

L'ACF intende fornire ai risparmiatori che hanno presentato senza successo reclami agli intermediari finanziari di cui sono clienti uno strumento alternativo, agile ed efficiente per risolvere le controversie, senza dover adire la via giudiziaria.

In particolare l'ACF è a disposizione dei piccoli investitori che si trovino ad avere un contenzioso con il proprio intermediario (banca, Sim, Sgr) per lamenti che riguardino la violazione presunta di norme in materia di correttezza dei comportamenti e di trasparenza delle informazioni. Possono ricorrere all'Arbitro i risparmiatori

che abbiano già presentato reclamo presso l'intermediario senza aver ottenuto risposta nei due mesi successivi ovvero qualora la risposta sia stata insoddisfacente.

L'attività dell'ACF si caratterizza per la totale gratuità dei ricorsi per i risparmiatori nonché per la rapidità delle decisioni, che saranno assunte entro sei mesi e che, quando l'ACF riconoscerà le ragioni dei risparmiatori, stabiliranno gli adempimenti a cui gli intermediari sono tenuti a ottemperare.

## 10 La gestione e la programmazione finanziaria

### 10.1 La gestione finanziaria

La spesa complessiva per l'esercizio 2016 è risultata pari a 124 milioni di euro, registrando un incremento di 8,1 milioni rispetto al dato consuntivato dell'esercizio precedente.

In particolare, la spesa corrente si è attestata a 121,5 milioni di euro, in crescita di 8,5 milioni per effetto delle maggiori spese per il personale, l'acquisizione di beni di consumo e servizi e gli accantonamenti al Fondo per la tutela stragiudiziale dei risparmiatori e degli investitori, al Fondo oneri per rinnovi contrattuali, al Fondo compensazione entrate contributive e al Fondo svalutazione crediti, in parte compensati dai minori oneri per gli accantonamenti ai fondi ripristino immobilizzazioni. La spesa corrente 2016 include anche il trasferimento di risorse finanziarie a favore dell'Autorità garante per la protezione dei dati personali, introdotto dalla Legge di stabilità per il 2014, pari a due milioni di euro.

La spesa complessiva per il 2016 tiene conto degli effetti derivanti dal riavvio del programmato completamento dell'organico di legge e dall'accantonamento al Fondo oneri per rinnovi contrattuali riveniente dal previsto recepimento della riforma delle carriere del personale. Come già evidenziato, essa comprende altresì l'accantonamento al Fondo per la tutela stragiudiziale dei risparmiatori e degli investitori istituito ai sensi dell'art. 1, comma 44, della 'Legge di stabilità per il 2016' al fine di rendere gratuito l'accesso di tali soggetti alle procedure di risoluzione innanzi all'Arbitro per le controversie finanziarie. Il dato tiene conto, inoltre, degli interventi di contenimento operati nel corso degli ultimi anni sulla spesa corrente dell'Istituto (riguardanti, tra l'altro, gestione e manutenzione degli immobili, noleggio e manutenzione delle auto di servizio, spese d'ufficio, banche dati, pubblicazioni d'Istituto).

Le entrate complessive del 2016 (al netto dell'avanzo di amministrazione) sono risultate pari a 119,6 milioni di euro, riferibili per il 90,6 per cento circa a contributi di vigilanza e per il restante 9,4 per cento a entrate diverse (essenzialmente interessi attivi, utilizzo fondi ripristino immobilizzazioni, sanzioni amministrative pecuniarie riscosse per le violazioni delle norme che disciplinano le attività degli intermediari e somme liquidate a favore dell'Istituto da provvedimenti giudiziari). Nelle entrate diverse è ricompreso il

trasferimento da parte dello Stato, pari a 0,3 milioni, destinato unitamente alle sanzioni amministrative al finanziamento del Fondo per la tutela stragiudiziale dei risparmiatori e degli investitori.

## 10.2 La programmazione finanziaria

La spesa programmata per l'anno 2017, computata nel rispetto delle disposizioni di legge in materia di *spending review*, ammonta a 135,2 milioni di euro e presenta un incremento di 6,1 milioni rispetto all'omologa spesa programmata per l'anno precedente (129,1 milioni di euro). Detto incremento è essenzialmente da ricondurre: alla prevista assunzione di nuove risorse di personale, resa improcrastinabile in ragione delle crescenti attività di vigilanza da porre a presidio dei mercati finanziari, oltre che dell'esigenza di avviare un progressivo ricambio generazionale; al recepimento degli accordi negoziali aventi ad oggetto la riforma delle carriere del personale; al piano di ammodernamento dei sistemi informativi e allo sviluppo di nuove applicazioni informatiche a sostegno dell'azione di vigilanza, in linea con il mutato quadro normativo di riferimento; alle attività di educazione finanziaria e agli oneri di gestione dell'Arbitro per le controversie finanziarie.

Nella determinazione della spesa programmata per l'anno 2017 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.

Quanto alle fonti di finanziamento, la copertura finanziaria delle spese 2017 ricade integralmente sul mercato e su altre entrate proprie dell'Istituto. Le entrate contributive previste per il 2017, dovute dai soggetti vigilati, sono pari in complesso a 115,1 milioni e risultano maggiori rispetto al dato programmatico 2016. L'avanzo di amministrazione presunto dell'esercizio 2016, stimato pari a 8,9 milioni, è stato integralmente utilizzato per contenere l'incremento della pressione contributiva.

\* \* \* \* \*

Nel 2016 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. Nel corso dell'anno sono proseguite, inoltre, le attività di implementazione del nuovo sistema integrato per la gestione della contabilità finanziaria ed economico-patrimoniale nel rispetto delle norme introdotte dal Regolamento per l'amministrazione e la contabilità della Consob, approvato con delibera 18540 del 24 aprile 2013, e reso esecutivo dalla Presidente del Consiglio dei Ministri il 23 maggio 2013.



L'attività della Consob B



# La vigilanza sui mercati

## 1 Le piattaforme di negoziazione

Nel 2016 il Mercato telematico azionario (MTA) di Borsa Italiana ha registrato un volume complessivo di negoziazioni pari a circa 623 miliardi di euro, in calo di oltre il 22 per cento rispetto all'anno precedente (Tav. 1).

Tav. 1 Mercati regolamentati italiani nel 2016

| gestore               | mercato           | controvalore negoziazioni |                         | numero contratti |                         | controvalore medio            |
|-----------------------|-------------------|---------------------------|-------------------------|------------------|-------------------------|-------------------------------|
|                       |                   | miliardi di euro          | variazione <sup>1</sup> | migliaia         | variazione <sup>1</sup> | contratti<br>migliaia di euro |
| <b>Borsa Italiana</b> |                   |                           |                         |                  |                         |                               |
|                       | MTA <sup>2</sup>  | 623                       | -22,4                   | 75.111           | 6,4                     | 8                             |
| di cui:               | MTA domestic      | 615                       | -22,3                   | 73.949           | 6,9                     | 8                             |
|                       | MTA foreign       | 8                         | -27,3                   | 1.162            | -19,7                   | 7                             |
|                       | MIV               | ..                        | -68,1                   | 13               | -63,9                   | 2                             |
|                       | MOT               | 215                       | -22,3                   | 3.668            | -20,6                   | 59                            |
|                       | EtfPlus           | 108                       | 3,8                     | 5.099            | 3,6                     | 21                            |
|                       | Idem <sup>3</sup> | 1.318                     | -12,3                   | 49.020           | 10,5                    | 27                            |
|                       | SeDeX             | 23                        | -32,4                   | 2.808            | 11,3                    | 8                             |
| <b>MTS</b>            |                   |                           |                         |                  |                         |                               |
|                       | MTS               | 1.385                     | 13,0                    | 216              | 2,1                     | 6.413                         |
|                       | BondVision        | 924                       | -14,7                   | 145              | -1,6                    | 6.365                         |

Fonte: elaborazioni Consob su dati di mercato. <sup>1</sup> Variazioni percentuali rispetto all'anno precedente. <sup>2</sup> Dall'11 luglio 2016 il mercato MTA non include più il segmento MTA International, confluito nel nuovo segmento diurno denominato Global Equity Market del *multilateral trading facility* Borsa Italiana Equity MTF (in precedenza denominato TAH), che in un segmento a parte continua a gestire le negoziazioni *after hour* mantenendo le precedenti caratteristiche. <sup>3</sup> Il mercato Idem include i segmenti Equity, Idex (dedicato ai derivati su *commodities*) e Agrex (dedicato ai derivati agricoli); controvalori nozionali.

In ordine di importanza per controvalori scambiati sui mercati a pronti gestiti da Borsa Italiana, l'MTA è seguito dal mercato obbligazionario MOT (con scambi per 215 miliardi di euro) e dal mercato EtfPlus (108 miliardi). Ad eccezione di EtfPlus, gli scambi hanno registrato un calo rispetto alla fine del 2015 oscillante tra il 68 per cento (MIV) e il 12 per cento circa (Idem).

Con riferimento ai mercati obbligazionari all'ingrosso gestiti da MTS, nel corso dell'anno il controvalore degli scambi effettuati su MTS è cresciuto del 13 per

cento rispetto al 2015 (attestandosi su un livello pari a circa 2,2 volte quello registrato sull'MTA), mentre la piattaforma BondVision ha sperimentato un calo del 15 per cento circa (con un volume pari a quasi 1,5 volte gli scambi sull'MTA).

Nell'ambito dei sistemi multilaterali di negoziazione (MTF), la *trading venue* più importante in termini di volumi negoziati nel 2016 è rappresentata dall'MTF gestito da EuroTLX, con scambi pari a circa 63 miliardi di euro, seguito da Hi-MTF con circa 15 miliardi (Tav. 2).

Le negoziazioni di titoli del segmento MTA International (pari a circa 1,2 miliardi di euro nel 2016), dal mese di luglio sono effettuate sul nuovo segmento diurno Global Equity Market (GEM) del mercato Borsa Italiana Equity MTF; tale mercato nasce dalla ridenominazione del MTF Trading After Hours (TAH) e comprende, oltre al GEM anche il segmento TAH (al riguardo, si veda la Tav. 11).

**Tav. 2 Sistemi multilaterali di negoziazione italiani nel 2016**

| 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> |                      |                           |                           |                         |                  |                         |                              |
|                       | Global Equity Market | azioni                    | 1,2                       | -25                     | 235              | 5                       | 5                            |
|                       | AIM Italia - MAC     | azioni                    | 0,3                       | -58                     | 138              | -47                     | 2                            |
|                       | ExtraMot             | obbligazioni              | 3,3                       | -15                     | 53               | -5                      | 63                           |
| <b>EuroTLX Sim</b>    |                      |                           |                           |                         |                  |                         |                              |
|                       | EuroTLX              | azioni                    | 0,2                       | -33                     | 25               | -40                     | 7                            |
|                       |                      | obbligazioni, certificats | 63                        | -20                     | 2.103            | -23                     | 30                           |
| <b>Hi-MTF Sim</b>     |                      |                           |                           |                         |                  |                         |                              |
|                       | order driven         | azioni                    | ..                        | 360                     | 2,5              | 438                     | 3                            |
|                       |                      | obbligazioni              | 1,6                       | -22                     | 73,6             | -16                     | 21                           |
|                       | quote driven         | obbligazioni              | 11,6                      | -31                     | 173              | -24                     | 67                           |
|                       | request for quote    | obbligazioni              | 1,8                       | ....                    | 0,3              | ....                    | 7.193                        |
| <b>MTS</b>            |                      |                           |                           |                         |                  |                         |                              |
|                       | Bond Vision MTF      | obbligazioni              | 24,9                      | -31                     | 4,9              | -11                     | 4.981                        |
| <b>EMid Sim</b>       |                      |                           |                           |                         |                  |                         |                              |
|                       | e-Mid Repo           | contratti Repo            | 20                        | 379                     | 0,3              | 176                     | 60.989                       |

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

Gli scambi riferibili agli internalizzatori sistematici (IS) hanno riguardato complessivamente più di 2.700 di strumenti finanziari (a fronte di 2.672 nel 2015), raggiungendo un livello pari a circa 153 miliardi di euro (in calo di 6 miliardi rispetto all'anno precedente). Quasi tutte le piattaforme consentono la negoziazione di obbligazioni emesse dal gruppo di appartenenza (pari a 456 titoli), mentre la negoziazione di azioni (relativa a 83 titoli) è concentrata in due internalizzatori sistematici (Tav. 3).

**Tav. 3 Internalizzatori sistematici italiani nel 2016**

| categoria di strumenti negoziati        | numero di gestori | numero di strumenti trattati | controvalore negoziazioni |                         | numero contratti |                         | controvalore medio contratti |
|---|-------------------|------------------------------|---------------------------|-------------------------|------------------|-------------------------|------------------------------|
|   |                   |                              | miliardi di euro          | variazione <sup>1</sup> | migliaia         | variazione <sup>1</sup> | migliaia di euro             |
| azioni                                  | 2                 | 83                           | 42                        | -35                     | 2.880            | 1                       | 15                           |
| strumenti diversi da azioni             | 16                | 2.656                        | 111                       | 18                      | 5.569            | 82                      | 20                           |
| <i>di cui:</i>                          |                   |                              |                           |                         |                  |                         |                              |
| titoli di Stato                         | 3                 | 547                          | 4                         | 25                      | 83               | 9                       | 42                           |
| obbligazioni del gruppo di appartenenza | 7                 | 456                          | 2                         | 6                       | 92               | 18                      | 21                           |
| obbligazioni bancarie                   | 5                 | 400                          | 1                         | -13                     | 59               | -31                     | 24                           |
| obbligazioni corporate                  | 2                 | 140                          | 1                         | 517                     | 2                | -50                     | 370                          |
| obbligazioni sovranazionali             | 2                 | 91                           | ..                        | ....                    | ..               | -89                     | 3.000                        |
| derivati <sup>2</sup>                   | 3                 | 28                           | ..                        | 233                     | 296              | 5.820                   | 1                            |
| derivati OTC <sup>3</sup>               | 1                 | 994                          | 102                       | 16                      | 5.037            | 80                      | 20                           |

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

Nel corso dell'anno, la Consob ha ricevuto la comunicazione da parte di un internalizzatore sistematico di avvio dell'operatività di sistema di internalizzazione su strumenti finanziari azionari non ammessi a negoziazione nei mercati regolamentati europei, sistema che si aggiunge a quello già attivo su strumenti finanziari obbligazionari. Sono state altresì ricevute le comunicazioni di cessazione dell'attività di internalizzazione sistematica da parte di due banche, appartenenti al medesimo gruppo, a seguito dell'operazione di fusione per incorporazione delle stesse nella capogruppo.

### 1.1 Il mercato MTA

A fine 2016, le società domestiche quotate sul mercato MTA di Borsa Italiana risultavano pari a 240, per un valore di mercato complessivo di circa 522 miliardi di euro. Sia il numero di società sia la relativa capitalizzazione risultano in calo rispetto al periodo precedente, analogamente al rapporto fra capitalizzazione di borsa e prodotto interno lordo, attestatosi a fine anno al 31,6 per cento (Tav. 4).

Nel corso dell'anno, il rapporto fra dividendi e prezzi è risalito al 3,4 per cento (dal 2,7 a fine 2015), portando il relativo valore medio da inizio decennio al 3,6 per cento, livello decisamente più attraente rispetto ai rendimenti medi offerti dai titoli di Stato decennali nell'ultimo triennio (2 per cento circa). Il rapporto fra prezzo e utili è invece diminuito (da 23,7 a 19,1), riavvicinandosi ai livelli di fine 2014.

La capitalizzazione del mercato di AIM Italia (il sistema multilaterale di negoziazione di azioni gestito da Borsa Italiana) è rimasta sostanzialmente

stabile a circa 2,9 miliardi di euro, mentre è lievemente aumentato il numero di società quotate (da 74 a 77).

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

|   | 2010       | 2011       | 2012       | 2013       | 2014             | 2015 <sup>5</sup> | 2016       |
|---|------------|------------|------------|------------|------------------|-------------------|------------|
| <b>MTA<sup>1</sup></b>                    |            |            |            |            |                  |                   |            |
| capitalizzazione                          | 425        | 332        | 365        | 445        | 480 <sup>4</sup> | 571               | 522        |
| <i>in % del Pil</i>                       | 27,4       | 21,1       | 23,3       | 28,6       | 29,5             | 35,1              | 31,6       |
| controvalore scambi                       | 715        | 684        | 487        | 526        | 702              | 792               | 615        |
| società quotate domestiche                | 272        | 263        | 255        | 249        | 245 <sup>4</sup> | 242               | 240        |
| società ammesse                           | 2          | 3          | 2          | 7          | 6                | 10                | 6          |
| società revocate                          | 10         | 12         | 10         | 13         | 11               | 13                | 8          |
| rapporto dividendi – prezzi <sup>2</sup>  | 3,9        | 5,0        | 4,2        | 3,1        | 3,0              | 2,7               | 3,4        |
| rapporto utili – prezzi <sup>2</sup>      | 7,7        | 8,8        | 7,2        | 5,0        | 5,2              | 4,2               | 5,2        |
| rapporto prezzo – utili                   | 13,2       | 11,1       | 13,9       | 20         | 18,9             | 23,7              | 19,1       |
| <b>AIM Italia</b>                         |            |            |            |            |                  |                   |            |
| capitalizzazione                          | 0,6        | 0,6        | 0,6        | 1,2        | 2,0              | 2,9               | 2,9        |
| controvalore scambi                       | ..         | ..         | ..         | 0,1        | 0,3              | 0,8               | 0,3        |
| società quotate                           | 19         | 24         | 27         | 36         | 57               | 74                | 77         |
| <i>totale società quotate<sup>3</sup></i> | <i>332</i> | <i>328</i> | <i>323</i> | <i>326</i> | <i>342</i>       | <i>356</i>        | <i>387</i> |

Fonte: Borsa Italiana, Bloomberg, Thomson Reuters e Datastream. <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). <sup>2</sup> Valori in percentuale rilevati a fine anno calcolati sulla base dell'indice Datastream rappresentativo dell'indice di mercato. <sup>3</sup> Includo società estere. <sup>4</sup> Dato rettificato da Borsa Italiana a seguito della riclassificazione delle società quotate domestiche a partire da gennaio 2015. <sup>5</sup> Dati non direttamente confrontabili con quelli degli anni precedenti a seguito della riclassificazione effettuata da Borsa Italiana (si veda la nota 4).

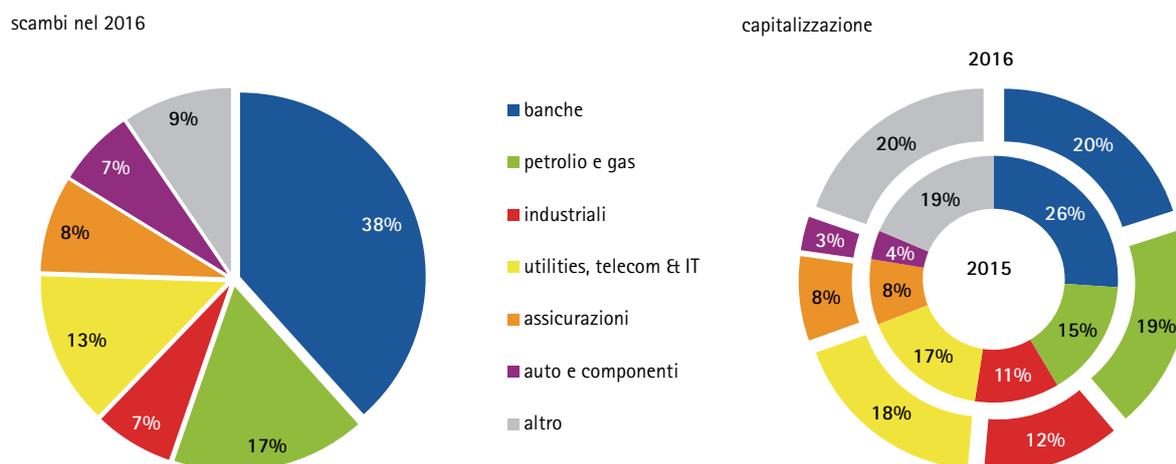
Nel corso del 2016, anche a causa delle vicende che hanno interessato il settore bancario italiano nell'ultima parte dell'anno, il controvalore degli scambi di azioni di società domestiche sul mercato MTA ha registrato una significativa riduzione, passando da 792 a 615 miliardi di euro (-22 per cento circa). Il medesimo fenomeno si è osservato anche sull'AIM Italia, dove il controvalore delle negoziazioni si è più che dimezzato (da 0,8 a 0,3 miliardi di euro circa).

Per quanto riguarda la ripartizione degli scambi fra operatori, il 29 per cento circa dei controvalori scambiati sull'MTA è riconducibile a operatori esteri attivi nelle negoziazioni ad alta frequenza (*high frequency trading*, HFT).

In particolare, il 27 per cento degli scambi totali è riferibile a tre *high frequency traders* (HFTs) che rappresentano anche i primi tre intermediari per controvalori negoziati. Circa il 40 per cento dell'operatività degli HFTs si è concentrata su tre titoli azionari. Il 28 per cento dell'operatività è riferibile ai maggiori operatori internazionali, mentre la quota degli investitori attivi attraverso i principali intermediari *online* si è attestata attorno al 16 per cento.

Anche nel corso del 2016 la ripartizione degli scambi e della capitalizzazione per settore di appartenenza delle società quotate ha subito significative variazioni, riflettendo la diversa reazione dei vari comparti alla volatilità del mercato (Fig. 1).

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



Fonte: elaborazioni su dati di Borsa Italiana e Thomson Reuters. Il grafico di sinistra rappresenta la ripartizione settoriale degli scambi di titoli domestici nel 2016. L'anello interno del grafico di destra rappresenta la capitalizzazione settoriale a fine 2015 e l'anello esterno quella a fine 2016. In 'altro' sono inclusi beni di consumo e per la salute, *real estate*, materie prime e media.

In particolare, con riferimento alla ripartizione degli scambi per settore, il comparto bancario (comprendente anche i servizi finanziari) come di consueto ha generato il maggior numero di negoziazioni (38 per cento circa del totale, che sale al 47 per cento circa considerando anche il settore assicurativo). Particolarmente significativi anche gli scambi sui titoli del comparto energetico (petrolio e gas, 17 per cento circa), *telecom* e *utilities* (poco oltre il 13 per cento).

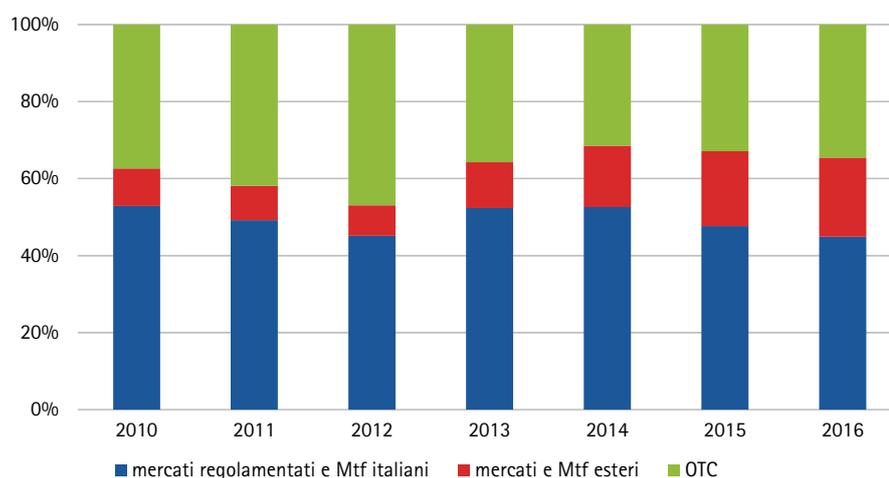
In termini di capitalizzazione, a fine 2016 la quota relativa al comparto bancario ha registrato un'ulteriore contrazione rispetto all'anno precedente (dal 26 al 20 per cento circa), mentre quella riferibile al comparto assicurativo si è ridotta di poco meno di un punto percentuale (al 7,7 per cento).

Per contro, le altre principali aggregazioni settoriali (ad eccezione del comparto auto) hanno registrato incrementi compresi fra uno e tre punti percentuali circa in termini di quota di capitalizzazione complessiva.

Con riferimento alla frammentazione degli scambi azionari, la quota delle negoziazioni relative a società domestiche su mercati regolamentati italiani è stata pari al 45 per cento circa, in calo per il secondo anno consecutivo (era al 48 nel 2015 e al 52,6 per cento nel 2014; Fig. 2).

Per contro sono aumentati gli scambi sui circuiti regolamentati esteri di poco più di un punto percentuale (portandosi al 20,5 per cento) e le negoziazioni *over the counter* (il cui peso è passato dal 33 al 35 per cento circa).

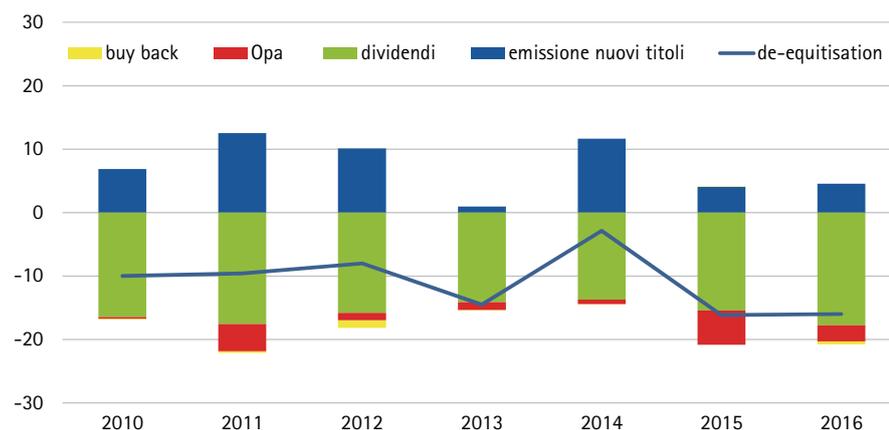
**Fig. 2 Distribuzione degli scambi di titoli azionari italiani per tipologia di mercato**



Fonte: elaborazioni su dati Consob e Borsa Italiana.

Il saldo fra risorse raccolte e distribuite dalle imprese quotate sull'MTA continua a risultare negativo, come attesta l'indicatore di *de-equitisation*, che ha raggiunto il valore minimo dall'inizio del decennio (-16 miliardi di euro circa; 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*. I dati sul *buy back* si riferiscono agli acquisti netti di titoli propri comunicati dagli emittenti alla Consob relativamente a operazioni superiori ai centomila euro di controvalore. I dividendi complessivi delle società domestiche quotate sono calcolati sulla base del *dividend yield* di mercato (stima Datastream) e sulla complessiva capitalizzazione di borsa delle stesse società a fine anno.

In corso d'anno le società quotate sul mercato MTA hanno raccolto risorse attorno ai 4,8 miliardi di euro, di cui circa 4,6 miliardi mediante aumenti di capitale a pagamento (a fronte di poco meno di 4,1 nel 2015) e circa 0,2 miliardi mediante offerte di sottoscrizione (0,6 nel precedente anno; al riguardo si veda anche il successivo Capitolo III 'La vigilanza su offerta al pubblico e informativa societaria').

Considerando le offerte di vendita di azioni già emesse (i cui proventi affluiscono ai soci venditori e non all'emittente), l'entità dei fondi raccolti tramite Borsa Italiana nel 2016 sale a circa 5,8 miliardi di euro, a fronte di circa 8,9 miliardi nell'anno precedente (quando il dato includeva l'*initial public offering* di Poste Italiane).

Il flusso di risorse restituite agli azionisti tramite distribuzione di dividendi, *buy back* e offerte pubbliche di acquisto si è mantenuto sostanzialmente stabile rispetto al 2015, attestandosi complessivamente a circa 20,8 miliardi di euro.

In particolare, i dividendi per il 2016 stimabili sulla base del *dividend yield* di mercato risultano pari a 17,7 miliardi di euro, in crescita rispetto ai 15,4 miliardi dell'anno precedente. Anche il *buy back* al netto di azioni proprie è aumentato, attestandosi a 0,5 miliardi, mentre il controvalore delle azioni acquistate a seguito di Opa è calato (da 5,4 a 2,5 miliardi).

## 1.2 Il mercato EtfPlus

Nel corso del 2016, il patrimonio gestito dagli *exchange traded products* (Etp) negoziati sul mercato EtfPlus di Borsa Italiana è cresciuto dell'11 per cento circa, portandosi a fine anno a circa 53 miliardi di euro rispetto ai circa 48 miliardi nell'anno precedente (Tav. 5).

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

(valori monetari in miliardi di euro)

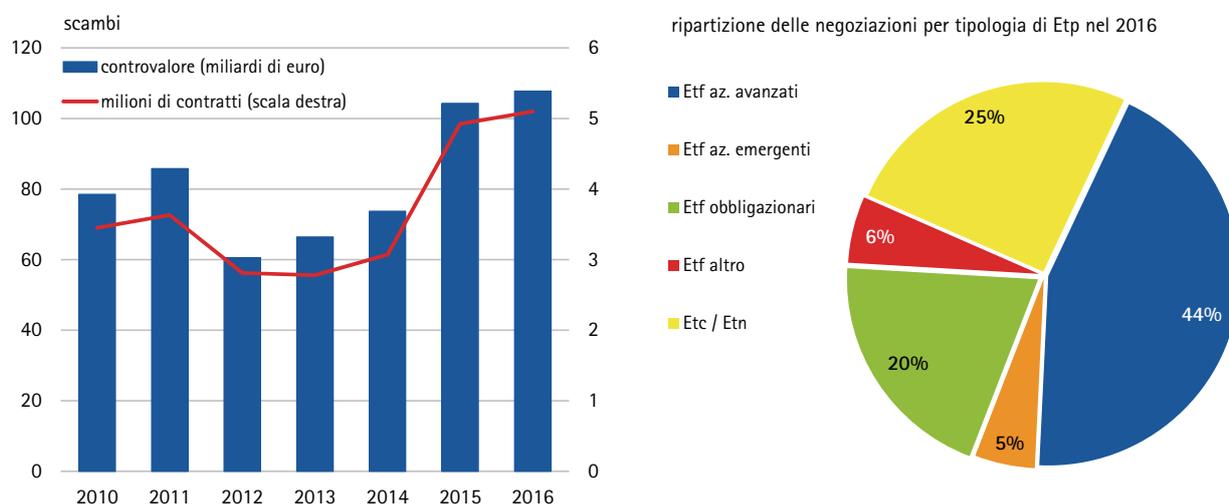
|      | Etf az.<br>mercati<br>avanzati | Etf az.<br>mercati<br>emergenti | Etf indici<br>obbligaz. | Etf<br>altro | Etc/Etn | totale | variazione <sup>1</sup> |
|------|--------------------------------|---------------------------------|-------------------------|--------------|---------|--------|-------------------------|
| 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                    |
| 2016 | 20,7                           | 3,2                             | 19,3                    | 4,6          | 5,1     | 52,9   | 11,1                    |

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

La quota maggiore del patrimonio gestito, pari a 43,2 miliardi di euro, è rappresentata da *exchange traded funds* (Etf) azionari e obbligazionari (dei quali 20,7 investiti in mercati azionari avanzati, in lieve calo rispetto al 2015), mentre il patrimonio gestito da *exchange traded commodities* (Etc) è molto più contenuto e pari a 5,1 miliardi.

Per quanto riguarda le negoziazioni sul mercato EtfPlus, dopo la forte accelerazione nel 2015 il controvalore complessivo degli scambi è aumentato solo moderatamente, attestandosi a 107,7 miliardi di euro dai 104,3 miliardi dell'anno precedente (+3,3 per cento). Nello stesso periodo, il numero di contratti ha oltrepassato per la prima volta la soglia dei 5 milioni (Fig. 4).

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



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana.

Con riferimento alla ripartizione degli scambi per tipologia di Etp, il 44 per cento circa del valore scambiato ha riguardato Etf collegati a mercati azionari avanzati (-5 punti circa rispetto al 2015), il 20 per cento circa Etf connessi a indici obbligazionari (+5 punti circa rispetto al 2015) e il 5 per cento circa Etf relativi a mercati emergenti. Infine, anche la categoria degli Etc/Etn ha registrato volumi in crescita nel corso dell'anno, pari al 25 per cento circa delle negoziazioni.

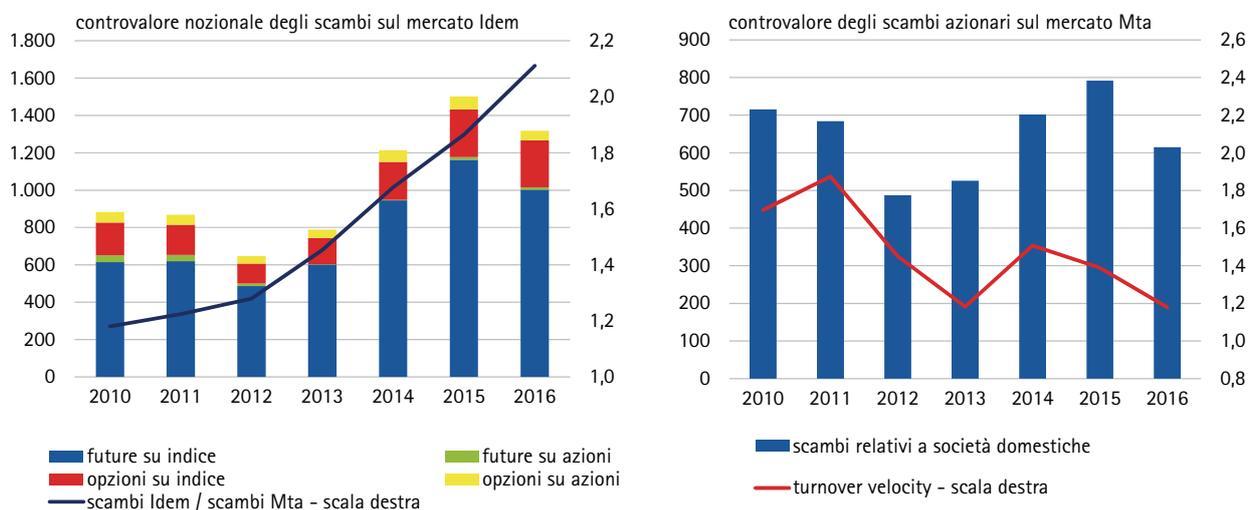
In relazione alle funzionalità tecniche della piattaforma, da dicembre 2016 è stata introdotta sul mercato EtfPlus la funzionalità di richiesta di quotazione (*request for quote*) che permette di soddisfare esigenze di trading per ordini di dimensione elevata. Il mercato ha inoltre registrato l'ingresso di un nuovo emittente con la quotazione di un Etf su un indice azionario cinese.

### 1.3 Il mercato Idem

Nel 2016 il controvalore nozionale degli scambi su strumenti derivati negoziati sul mercato Idem di Borsa Italiana ha registrato un calo del 12,3 per cento circa, da 1.502 a 1.317 miliardi di euro, che riflette la contrazione dei controvalori negoziati sul mercato azionario sottostante (Fig. 5).

Peraltro, nel corso dell'anno il rapporto fra controvalore nozionale degli scambi in derivati azionari e controvalore delle negoziazioni in azioni è aumentato (da 1,9 a 2,1 circa) a causa del maggior calo verificatosi sul mercato a pronti, evidenziato anche dal rallentamento del *turnover ratio* (rapporto fra scambi e capitalizzazione), passato da 1,4 a 1,2 circa.

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



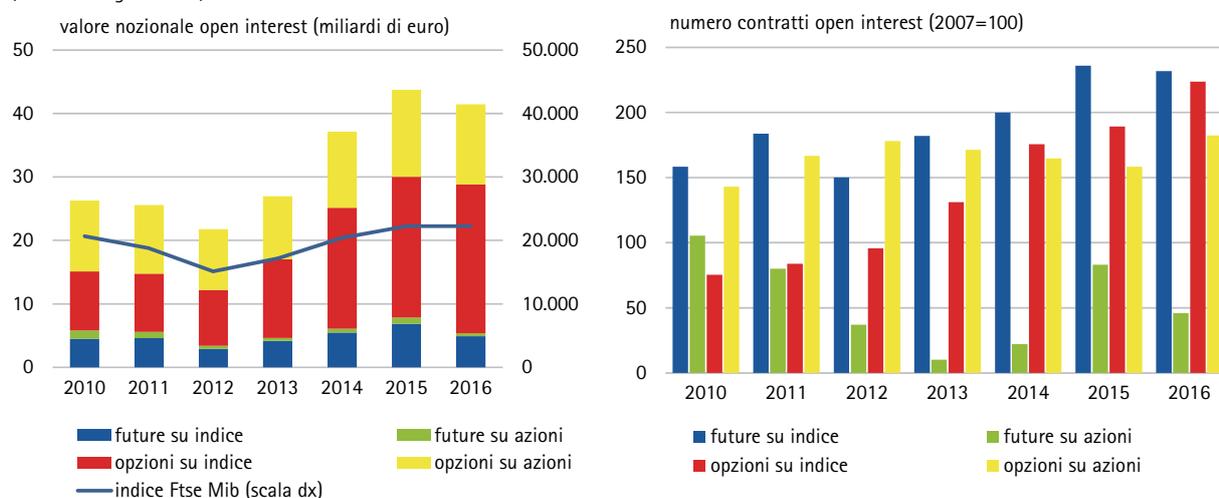
Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. I 'future su indice' includono i *minifuture* su indice.

Come di consueto, gli scambi più significativi hanno riguardato i contratti *future* e di opzione sull'indice Ftse Mib.

Per quanto riguarda le posizioni aperte, nel corso dell'anno il controvalore nozionale medio giornaliero dell'*open interest* complessivo è diminuito del 5,2 per cento rispetto al 2015, passando a 41,4 da 43,7 miliardi di euro (Fig. 6).

Il controvalore nozionale medio giornaliero dell'*open interest* ha registrato una riduzione per quasi tutte le tipologie di contratti, che è risultata particolarmente significativa per i *future* su singole azioni (0,5 miliardi; -53 per cento circa) e sull'indice Ftse Mib (4,9 miliardi; -29 per cento circa) e più contenuta per le opzioni su singole azioni (12 miliardi; -8 per cento). In controtendenza è risultato invece il controvalore medio dell'*open interest* in opzioni sull'indice Ftse Mib (23,5 miliardi; in crescita del 6 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.

La dinamica del numero medio giornaliero delle posizioni aperte è risultata nel complesso eterogenea, mostrando un netto calo per i *future su azioni* (-44 per cento), una lieve flessione per quelli sull'indice Ftse Mib (-2 per cento circa) e un deciso aumento per le opzioni sull'indice (+18 per cento circa) e su azioni (+15 per cento circa).

### 1.4 Il mercato SeDeX

L'attività sul mercato SeDeX è stata particolarmente dinamica, con un numero di emissioni negoziabili di *covered warrant* e *certificates* a fine 2016 pari a 6.696, valore massimo negli ultimi anni. Il controvalore degli scambi, tuttavia, si è significativamente contratto rispetto al periodo precedente (-31 per cento), riportandosi sostanzialmente in linea con i livelli del 2014 (Tav. 6).

Escludendo i *certificates* più complessi (cosiddetti 'esotici'), tutte le altre tipologie di strumenti hanno registrato un significativo aumento delle emissioni in essere a fine 2016. Allo stesso tempo i controvalori scambiati hanno registrato un netto calo, all'incirca nella stessa misura, per tutte le categorie di strumenti negoziati. I certificati a leva risultano di gran lunga quelli maggiormente scambiati, seguiti dalle emissioni *plain vanilla*, che restano le più numerose (Tav. 7).

**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                      |
| 2016 | 6.696                  | 8.549              | 7.461                | 23,2                      |

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.

**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 |
| 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                |
| 2016                 | 4.559            | 7,4                 | 1.191            | 3,2                 | 891              | 12,5                | 55               | ..                  | 6.696            | 23,2                |

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

Nel corso del 2016 l'operatività del mercato si è caratterizzata per una marcata concentrazione: il controvalore negoziato dei primi cinque *covered warrant* e *certificates* per ciascuna categoria ha rappresentato infatti oltre la metà (56 per cento circa) dei controvalori totali negoziati, confermando il trend degli ultimi anni. In particolare, i certificati a leva presentano l'indice di concentrazione più elevato (41 per cento; Tav. 8).

**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        | 2016        |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| leverage  | 5,5         | 31,6        | 43,6        | 46,0        | 41,0        |
| plain vanilla   | 29,3        | 19,8        | 14,3        | 13,5        | 14,1        |
| investment certificates                               | 1,9         | 2,3         | 1,7         | 1,9         | 1,4         |
| <i>totale per i primi cinque titoli più scambiati</i> | <i>36,7</i> | <i>53,8</i> | <i>59,6</i> | <i>61,5</i> | <i>56,5</i> |

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana.

## 1.5 I mercati obbligazionari

Nel corso del 2016 le negoziazioni sull'MTS sono aumentate del 13 per cento (dopo la flessione nel 2015), mentre quelle su BondVision si sono ridotte del 15 per cento (dopo il lieve incremento dell'anno precedente; Tav. 9).

**Tav. 9 Scambi di titoli obbligazionari su mercati italiani**

(miliardi di euro)

|      | mercati regolamentati e MTF all'ingrosso |                                 |                                       |  | mercati regolamentati e MTF <i>retail</i> |                |               |                 | totale       |
|------|--|---------------------------------|---------------------------------------|--|---|----------------|---------------|-----------------|--------------|
|      | MTS<br>(titoli di Stato)                 | BondVision<br>(titoli di Stato) | MTS<br>(obbligaz. non<br>governative) | BondVision<br>(MTF (obbl. non<br>governative)) | MOT <sup>1</sup>                          | EuroTLX<br>MTF | Hi-MTF<br>MTF | ExtraMOT<br>MTF |              |
| 2010 | 880                                      | 560                             | ....                                  | ....   | 228                                       | 94             | ....          | ....            | <b>1.762</b> |
| 2011 | 868                                      | 562                             | ....                                  | 6  | 204                                       | 84             | 16            | 3               | <b>1.743</b> |
| 2012 | 567                                      | 645                             | 1                                     | 8  | 321                                       | 104            | 20            | 5               | <b>1.671</b> |
| 2013 | 904                                      | 804                             | ..                                    | 7  | 330                                       | 90             | 24            | 5               | <b>2.164</b> |
| 2014 | 1.487                                    | 1.041                           | ..                                    | 9  | 323                                       | 91             | 23            | 6               | <b>2.980</b> |
| 2015 | 1.225                                    | 1.082                           | ..                                    | 36   | 277                                       | 79             | 19            | 4               | <b>2.722</b> |
| 2016 | 1.385                                    | 924                             | ....                                  | 25   | 215                                       | ....           | 15            | ....            | <b>2.788</b> |

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

I controvalori scambiati sono diminuiti anche sul principale mercato obbligazionario *retail*, il MOT (-22,4 per cento circa rispetto all'anno precedente), verosimilmente anche per lo scarsa attrattività dei rendimenti, stabili sui minimi storici.

## 2 La vigilanza sulle piattaforme di negoziazione

### 2.1 La vigilanza regolamentare

Nel corso del 2016 la Commissione ha svolto la consueta 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).

**Tav. 10 Modifiche ai Regolamenti dei mercati regolamentati e alle relative disposizioni di attuazione nel 2016**

| data e intervento   | contenuto  | mercato interessato                        |
|---|--|--|
| <b>Borsa Italiana</b>   |  |  |
| Modifiche al Regolamento e relative Istruzioni (delibera 19600 del 4 maggio 2016) | Introduzione della funzionalità di <i>request for quote</i> (RFQ) per ordini di dimensione elevata   | MOT e EtfPlus                              |
|   | Introduzione della nuova tipologia di proposte <i>unpriced limit order</i>   | MTA, MIV e EtfPlus                         |
|   | Revisione del criterio di definizione del prezzo di riferimento  | MOT  |
|   | Elisione dal testo del Regolamento dei riferimenti al segmento MTA International per effetto del trasferimento delle relative negoziazioni sul nuovo segmento diurno 'Global Equity Market' creato all'interno del sistema multilaterale di negoziazione 'Borsa Italiana Equity MTF' (nuova denominazione assunta dal <i>multilateral trading facility</i> TAH), che continua l'operatività del <i>trading after hour</i> nello specifico segmento a esso dedicato | MTA<br>Borsa Italiana<br>Equity MTF<br>TAH |
|   | Modifica dei requisiti dell'operatore specialista per gli emittenti con capitalizzazione di mercato superiore a un miliardo di euro  | MTA (segmento Star)                        |
|   | Modifica del metodo del calcolo del flottante per gli emittenti già negoziati su un MTF che intendono essere ammessi alle negoziazioni sul mercato MTA   | MTA  |
| Modifiche alle Istruzioni (assenso della Consob del 4 maggio 2016)                | Innalzamento al 3% della soglia di partecipazione minima del capitale sociale per le comunicazioni sulle partecipazioni rilevanti ai sensi dell'art. 120 Tuf   | MTA  |
|   | Rimodulazione degli obblighi di quotazione dei <i>designated market maker</i> sui contratti di opzioni settimanali su azioni e riduzione del <i>tick</i> di negoziazione sui suddetti contratti. Estensione ai <i>future</i> su indice della disciplina di gestione degli errori<br>Modifiche agli schemi di comunicato <i>price-sensitive</i>   | Idem<br><br>tutti                          |
| Modifiche al Regolamento e alle Istruzioni (delibera 19704 del 3 agosto 2016)     | Revisione dei requisiti di ammissione e rafforzamento dei presidi in materia di conflitti di interesse per gli emittenti che esercitano in via prevalente l'attività di locazione immobiliare e delle Siiq   | MTA  |
|   | Introduzione di una specifica disciplina per agevolare il passaggio a MTA delle società diverse dalle Fia ammesse al mercato SIV, al fine di dedicare il mercato SIV alle sole società Fia   | MTA  |
|   | Eliminazione della disciplina del <i>black-out period</i> dal Regolamento, in quanto prevista dal Regolamento UE 596/2014 (MAR)  | MTA (segmento Star)                        |
|   | Introduzione dell'obbligo di comunicazione della natura straordinaria del dividendo  | MTA, Idem                                  |
|   | Adeguamento dei requisiti di ammissione degli Etf attivi agli Orientamenti ESMA: eliminazione dell'obbligo di diffusione della composizione del portafoglio  | EtfPlus                                    |
|   | Revisione delle caratteristiche delle proposte di negoziazione ( <i>pdn</i> ) cosiddetto ' <i>iceberg order</i> ' al fine di prevedere che la quantità visibile dell'ordine possa essere anche variabile, all'interno di un intervallo di oscillazione   | Tutti (tranne Idem)                        |
| Modifiche alle Istruzioni (assenso della Consob del 3 agosto 2016)                | Introduzione del modello <i>rolling</i> per la conversione dei diritti d'opzione in caso di aumenti di capitale fortemente diluitivi (per ulteriori dettagli si veda il Riquadro 1).   | MTA, Idem                                  |
|   | Ammissione alla negoziazione di strumenti derivati cartolarizzati regolati in valuta diversa dall'euro con liquidazione presso sistemi di regolamento esteri (cosiddetti ICSD) e conseguente aggiornamento della procedura di esecuzione coattiva dei contratti e di rettifica in caso di <i>corporate event</i>   | Sedex                                      |
| Modifiche alle Istruzioni (assenso della Consob dell'8 settembre 2016)            | Modifica della data di fine validità per le operazioni in <i>fail</i> su fondi Oicr aperti diversi dagli Etf   | EtfPlus                                    |
|   | Introduzione di contratti di opzione su azione di tipo europeo con liquidazione sia per differenziale sia con consegna del sottostante e revisione delle modalità di esercizio delle opzioni sull'indice Ftse Mib  | Idem                                       |

- segue -

segue Tav. 10 Modifiche ai Regolamenti dei mercati regolamentati e alle relative disposizioni di attuazione nel 2016

| data e intervento  | contenuto  | mercato<br>interessato |
|--|--|------------------------|
| <b>MTS</b>   |  |                        |
| Modifiche al Regolamento (delibera 19628 del 15 giugno 2016)   | Eliminazione, del requisito del controvalore minimo dell'emissione di euro 500 milioni, per l'ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari<br>Inclusione, tra le categorie di operatori che possono essere ammessi a negoziazione sul segmento pronti contro termine alle condizioni dell'art. 25, comma 2, Tuf, dei soggetti che esercitano il servizio di controparte centrale (CCP)<br>Introduzione della possibilità di stabilire, per determinati strumenti finanziari e secondo quanto indicato nelle Istruzioni, lotti minimi di negoziazione diversi da quelli previsti in via generale<br>Introduzione della previsione per cui se il contratto è concluso tra due operatori che hanno entrambi scelto di avvalersi del servizio di CCP su uno strumento finanziario che abbia le caratteristiche per usufruire di tale servizio, la conclusione del contratto avverrà in automatico subordinatamente alla registrazione del contratto da parte della CCP | MTS Corporate          |
| Modifiche al Regolamento (delibera 19792 del 25 novembre 2016) | Ampliamento delle tipologie di soggetti ammessi in qualità di operatori sul segmento pronti contro termine, in modo da includere anche le società per azioni e le società estere equivalenti, nel rispetto delle condizioni stabilite dall'art. 25, comma 2, Tuf<br>Specificazione, mediante rinvio alle Istruzioni, delle categorie di strumenti finanziari che possono essere negoziate secondo le tipologie ammesse di pronti contro termine  | MTS Corporate          |

Fonte: Consob.

Con riferimento ai mercati regolamentati all'ingrosso di titoli di Stato, MTS Italia e BondVision Italia, l'Istituto ha rilasciato pareri al MEF ai fini degli inerenti provvedimenti di approvazione (ai sensi di quanto previsto dall'articolo 66 del Tuf).

Quasi tutti i mercati gestiti da MTS Spa sono stati interessati, a inizio anno, da interventi di ridenominazione.

Inoltre, sono state in parte riviste le regole per l'ammissione a negoziazione di strumenti finanziari e operatori nonché ridefinite le modalità di utilizzo del servizio di controparte centrale per i contratti conclusi su tali mercati.

Con riferimento alle regole di funzionamento di MTF e IS, la Commissione ha effettuato i consueti controlli 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 2016**

| entrata in vigore     | contenuto  | MTF e IS interessati   |
|-----------------------|--|--|
| <b>Borsa Italiana</b> |  |  |
| gennaio 2016          | Ampliamento delle modalità di connessione al mercato, che può essere offerta non solo direttamente dal mercato o dai centri servizi (CS), ma anche da altre società specializzate individuate dall'operatore a condizione che siano accreditate presso il mercato  | AIM Italia – MAC<br>ExtraMOT   |
| giugno 2016           | Introduzione del controllo automatico sulla variazione massima dei prezzi dei contratti rispetto al prezzo dinamico<br>Revisione delle classi di vita residua in funzione delle quali sono espressi i controlli automatici e adeguamento dei relativi limiti di variazione dei prezzi  | ExtraMOT   |
| luglio 2016           | Adeguamento dei Regolamenti alla disciplina del Regolamento MAR e, in particolare, eliminazione di obblighi informativi già previsti o che presentano alcune sovrapposizioni con le disposizioni del Regolamento   | AIM Italia – MAC<br>ExtraMOT   |
| luglio 2016           | Ridenominazione dell'esistente MTF Trading After Hours (TAH) in Mercato Borsa Italiana Equity MTF e spostamento dei titoli trattati nel segmento destinato alla negoziazione di titoli già quotati su mercati esteri (MTA International) nel suddetto nuovo MTF. Pertanto, il mercato Borsa Italiana Equity MTF si compone ora di due distinte parti: il segmento Global Equity Market, che ricalca le caratteristiche dell'MTA International, e il segmento Trading After Hours (TAH), che mantiene le precedenti caratteristiche<br><br>Introduzione della nuova tipologia di proposte <i>unpriced limit order</i> | Borsa Italiana<br>Equity MTF<br><br>Borsa Italiana<br>Equity MTF<br>AIM Italia – MAC |
| ottobre 2016          | Introduzione delle procedura di 'distribuzione' che permette all'emittente di utilizzare il mercato per la vendita di strumenti finanziari di futura emissione   | ExtraMOT   |
|                       | Introduzione della possibilità (già consentita sul MOT) di raccogliere sul mercato le adesioni alle Opa  | ExtraMOT   |
|                       | Introduzione della funzionalità RFQ per ordini di dimensione elevata   | ExtraMOT   |
|                       | Introduzione in materia <i>iceberg order</i> della facoltà per il partecipante di stabilire la determinazione del quantitativo della nuova proposta (che il sistema genera automaticamente dopo l'esecuzione dell'intera quantità visualizzata) su base variabile all'interno di un intervallo di oscillazione definito al momento della immissione dell'ordine  | Borsa Italiana<br>Equity MTF<br>AIM Italia – MAC<br>ExtraMOT                         |
| <b>EuroTLX Sim</b>    |  |  |
| giugno 2016           | Eliminazione del rating come requisito di ammissione degli strumenti finanziari<br>Eliminazione dei vincoli che impongono che in caso di sottostante azionario, l'emittente del sottostante sia diverso dall'emittente dei <i>covered warrant/certificates</i><br>Decisione di consentire la calendarizzazione esclusivamente nei giorni di valuta aperta, prescindendo dai giorni di apertura del mercato, in relazione alla cancellazione automatica degli strumenti a scadenza<br>Ampliamento del novero degli strumenti finanziari negoziabili per la conclusione di contratti tra <i>liquidity provider</i>     | EuroTLX  |
| luglio 2016           | Introduzione di nuovi obblighi (a seguito dell'applicazione del Regolamento MAR) riguardanti, fra l'altro, i seguenti aspetti: i) estensione dell'obbligo di comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate; ii) obbligo di istituire e conservare le ' <i>insider list</i> '; iii) obblighi di comunicazione ' <i>internal dealing</i> ' e divieti nei ' <i>closing periods</i> '  | EuroTLX  |
| ottobre 2016          | Introduzione della funzionalità RFQ per il mercato obbligazionario e avvio dell'operatività di un nuovo segmento di negoziazione EuroTLX Quote riservato alle negoziazioni di dimensione elevata su strumenti finanziari ammessi su esclusiva iniziativa della società e non già oggetto di negoziazione sul sistema EuroTLX (obbligazioni e ABS)  | EuroTLX  |

- segue -

| entrata in vigore | contenuto  | MTF e IS interessati           |
|-------------------|--|--------------------------------|
| <b>Hi-MTF</b>     |  |                                |
| febbraio 2016     | Introduzione di limiti di variazione dei prezzi differenziati in relazione alle divise in cui sono negoziati gli strumenti finanziari  | Hi-MTF<br>Order Driven         |
| marzo 2016        | Revisione delle regole di funzionamento degli ordini a prezzo limitato immessi nel sistema da parte degli aderenti diretti   | Hi-MTF<br>Order Driven         |
| maggio 2016       | Modifica di alcuni passaggi della procedura di ammissione alle negoziazioni degli strumenti finanziari   | Hi-MTF<br>Order Driven         |
| settembre 2016    | Avvio operatività del nuovo MTF (Hi-MTF RFQ) e trasmissione del relativo Regolamento   | Hi-MTF<br>Request for<br>Quote |
| gennaio 2017      | Definizione di bande di oscillazione del prezzo delle azioni all'interno delle quali inserire gli ordini di acquisto/vendita, tali da riflettere l'effettiva consistenza degli scambi sul titolo (nell'ottica di sostenere la negoziazione di titoli diffusi) e conseguente esclusione della possibilità di immissione di ordini 'al meglio', ossia senza limite di prezzo, nonché l'eliminazione del 'prezzo di controllo', a fronte della determinazione di un 'prezzo di riferimento' | Hi-MTF<br>Order Driven         |
| agosto 2016       | Rimodulazione dei requisiti dei soggetti che possono rientrare nella categoria dei <i>liquidity provider</i><br>Specificazione della possibilità di respingere la richiesta di un operatore non soltanto in assenza dei previsti requisiti di ammissione, ma anche qualora dall'ammissione alle negoziazioni possa derivare pregiudizio al buon funzionamento del mercato  | BondVision Italia<br>MTF       |
| gennaio 2017      | Parziale rimodulazione degli adempimenti richiesti ai <i>liquidity provider</i>  | BondVision Italia<br>MTF       |

Fonte: Consob.

## 2.2 Ammissione, sospensione, esclusione e revoca di strumenti finanziari

Con riferimento alle decisioni di Borsa Italiana di ammissione alle negoziazioni sul proprio mercato regolamentato MTA, nel 2016 l'Istituto ha esercitato l'attività di vigilanza di competenza prevista dal Tuf (art. 64, comma 1-bis) in relazione a sei società.

A tale riguardo, come noto, i poteri della Consob attingono alla possibilità di vietare l'ammissione se, in base a informazioni diverse da quelle valutate dalla società di gestione del mercato, si dovesse ritenere la stessa quotazione incoerente con la finalità di tutela degli investitori e della trasparenza e ordinato svolgimento delle negoziazioni.

In tutti i casi la Consob ha riscontrato l'assenza dei presupposti per l'esercizio del potere di vietare l'esecuzione della decisione di Borsa Italiana.

Per quanto riguarda i provvedimenti di sospensione e revoca, nel 2016 la Commissione ha ricevuto da Borsa Italiana una comunicazione di sospensione a tempo indeterminato (Olidata, sospesa dal 29 marzo a seguito dell'accertamento da parte del Cda della Società di una causa di scioglimento e della conseguente messa in liquidazione) e dieci comunicazioni di revoca dalle negoziazioni (*delisting*) di azioni quotate sull'MTA (Tav. 12).

In cinque casi la revoca è stata disposta a conclusione di un'offerta pubblica di acquisto sulle azioni (per ulteriori dettagli, si veda il successivo Capitolo II 'La vigilanza su emittenti e società di revisione'), in due casi per effetto della conversione di azioni di risparmio in azioni speciali o ordinarie, in due casi a seguito di fusione per incorporazione e in un caso, infine, trascorsi 18 mesi dalla sospensione a tempo determinato, come previsto dall'art. 2.5.1, comma 5, lett. *g*), del Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana. Nel 2016 è stata revocata dalla quotazione, tra le altre, una società già sospesa dalle negoziazioni sull'MTA a tempo indeterminato. In relazione al predetto provvedimento di revoca dalle negoziazioni di Borsa Italiana, la Consob ha svolto le valutazioni di competenza, tenendo conto di eventuali elementi informativi diversi da quelli considerati dalla società di gestione dei mercati nonché delle finalità di tutela degli investitori, trasparenza e ordinato svolgimento delle negoziazioni, riscontrando l'assenza dei presupposti per l'esercizio del potere di vietare l'esecuzione della decisione di revoca dalla quotazione, ai sensi dell'art. 64, comma 1-*bis*, lett. *a*), del Tuf.

**Tav. 12 Azioni revocate dalle negoziazioni sull'MTA nel corso del 2016**

| data di revoca | strumento finanziario          | motivazione   |
|----------------|--------------------------------|---|
| 24 febbraio    | DelClima                       | Opa   |
| 26 febbraio    | Pirelli Et C risp.             | conversione obbligatoria delle azioni di risparmio quotate in azioni speciali non quotate |
| 1 aprile       | Enel Green Power               | fusione per incorporazione con Enel   |
| 14 aprile      | Arena Agroindustrie Alimentari | revoca a seguito di sospensione a tempo indeterminato superiore ai 18 mesi                |
| 6 luglio       | Bolzoni                        | Opa   |
| 8 luglio       | Engineering                    | Opa   |
| 1 settembre    | Italmobiliare risp.            | conversione in azioni ordinarie   |
| 23 settembre   | Noemalife                      | Opa   |
| 12 ottobre     | Italcementi                    | Opa   |
| 12 dicembre    | Exor                           | fusione per incorporazione in Exor NV   |

Fonte: Consob.

La Consob inoltre ha disposto, con delibera 19840 del 23 dicembre 2016, la sospensione a tempo indeterminato dalle negoziazioni delle azioni ordinarie Banca Monte dei Paschi di Siena (MPS) e relativi strumenti derivati e obbligazioni nonché la sospensione della facoltà di esercizio anticipato delle opzioni su azioni MPS. La revoca del provvedimento è subordinata al ripristino di un corretto quadro informativo, in pendenza del programma di rafforzamento patrimoniale avviato dall'emittente.

Nel corso dell'anno, infine, Borsa Italiana ha adottato 11 provvedimenti di sospensione a tempo determinato di strumenti finanziari negoziati sui mercati regolamentati di Borsa Italiana (MTA, MOT, EtfPlus, Idem), per una o più sedute, motivati dalla mancata o attesa diffusione di notizie *price-sensitive* da parte dell'emittente (Tav. 13).

**Tav. 13 Sospensioni a tempo determinato su mercati regolamentati in attesa di comunicato *price-sensitive* dell'emittente nel corso del 2016**

| data         | strumento finanziario  | mercato regolamentato |
|--------------|--|-----------------------|
| 23 marzo     | BPM, BP  | MTA                   |
| 16 maggio    | RCS  | MTA                   |
| 27 giugno    | Eiger Class B  | EtfPlus               |
| 1 luglio     | Italmobiliare, Italmobiliare risp.                             | MTA                   |
| 29 luglio    | Futures 1ABI7L, 1ABI8I, 1ABI9L, 1ABIOL, 1ABI6L                 | Idem                  |
| 29 agosto    | CTI Biopharma  | MTA                   |
| 28 settembre | Sintesi  | MTA                   |
| 2 novembre   | Stefanel ord. e risp.  | MTA                   |
| 10 novembre  | Piquadro   | MTA                   |
| 18 novembre  | Mediobanca Nv20 Secondo Atto 5% Sublowt2, Quarto Atto Sublowt2 | MOT                   |
| 1° dicembre  | Pharus Best Global Managers Class Q                            | EtfPlus               |

Fonte: Consob.

Al 31 dicembre 2016, infine, risultavano sospesi a tempo indeterminato gli strumenti finanziari emessi da Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio (società in liquidazione coatta amministrativa), Ciccolella (società in fallimento), Banca Popolare di Spoleto, Olidata e Banca Monte dei Paschi di Siena.

L'Istituto ha notificato all'ESMA e alle altre autorità competenti degli Stati membri dell'UE, tramite il sistema SARIS, i provvedimenti di sospensione a tempo determinato e indeterminato e di revoca dalle negoziazioni, 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 pubblicità dei provvedimenti, come richiesto dall'art. 41, comma 1, secondo periodo, della MiFID.

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

#### 3.1 Trasparenza e ordinato svolgimento delle negoziazioni

Nel 2016, come di consueto, la Consob ha vigilato sulla correttezza delle informazioni trasmesse in osservanza degli obblighi di *transaction reporting*, con particolare riferimento al monitoraggio della tempestività e della correttezza delle segnalazioni pervenute all'Istituto nonché sull'adempimento degli obblighi di trasparenza *pre*-negoziazione e *post*-negoziazione.

Come noto, la MiFID prevede l'obbligo di comunicare alle autorità competenti le informazioni sulle operazioni concluse in strumenti finanziari ammessi a negoziazione in un mercato regolamentato europeo (*transaction reporting*). Il Regolamento Consob 16191 in materia di mercati (Regolamento Mercati) prevede

che le comunicazioni all'Istituto possano essere effettuate o dai diretti interessati o tramite un soggetto terzo che agisce per loro conto.

La Direttiva stabilisce altresì obblighi di trasparenza *pre*-negoziazione e *post*-negoziazione per le azioni trattate nei mercati regolamentati europei. Tale regime di trasparenza è stato esteso con il Regolamento Mercati anche agli strumenti finanziari diversi dalle azioni ammessi in un mercato regolamentato italiano. Il citato Regolamento prevede inoltre che i soggetti abilitati possano servirsi di vari canali ovvero: i) strutture di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione; ii) strutture di un soggetto terzo; iii) dispositivi propri.

Le verifiche condotte nel corso del 2016 sul regime di *transaction reporting* nonché su quello di trasparenza hanno fatto emergere alcuni casi di irregolarità nelle segnalazioni, a fronte dei quali sono stati attivati gli opportuni presidi di vigilanza.

In particolare, a seguito di richieste di informazioni inviate nel corso del 2015 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, sono state riscontrate discrepanze tra quanto dichiarato da alcuni intermediari e quanto dagli stessi comunicato nei flussi del *transaction reporting*.

Nel 2016 l'Istituto ha pertanto inviato a tali soggetti ulteriori sei richieste di informazioni, ai sensi dell'articolo 8, comma 1, del Tuf, volte principalmente a richiedere le opportune rettifiche. In quattro casi si è anche provveduto a convocare gli intermediari. In un solo caso è stato avviato un procedimento sanzionatorio, ai sensi degli artt. 190 e 195 del Tuf, per la violazione degli obblighi in materia di *transaction reporting* di cui all'art. 65 del Tuf e della relativa normativa di attuazione (art. 23 del Regolamento Mercati).

### 3.2 Integrità informativa dei mercati, *buy back* e *internal dealing*

Il 14 marzo 2016 la Commissione europea ha adottato il Regolamento Delegato UE 1437/2016 che, al fine di agevolare la ricerca delle informazioni regolamentate a livello comunitario e assicurare il corretto collegamento tra i meccanismi di stoccaggio ufficiali e il punto di accesso elettronico europeo, ha stabilito le norme tecniche di regolamentazione dell'accesso a tali informazioni e definito un criterio comune di classificazione delle diverse tipologie di informazioni.

In particolare, ciascun meccanismo di stoccaggio autorizzato dalla Consob, che attualmente registra le informazioni regolamentate ricevute con uno o più codici dell'allegato 3N al Regolamento Emittenti, classificherà tutte le informazioni secondo le classi e sottoclassi previste dal Regolamento Delegato. Si tratta di un passo indispensabile per l'entrata in funzione del punto di accesso elettronico europeo,

concepito come portale accessibile al pubblico dal sito web dell'ESMA, che faciliterà la ricerca delle informazioni regolamentate diffuse in tutti gli Stati membri.

Nell'ambito dell'ordinaria attività di vigilanza sull'adeguatezza dei requisiti dei sistemi di diffusione delle informazioni regolamentate e di stoccaggio delle medesime è stato avviato un approfondimento su un gestore iscritto nell'elenco pubblicato dalla Consob, in funzione anche dell'apparente non operatività del medesimo, al fine di valutarne la permanenza dei requisiti.

Nel 2016 la Consob ha ricevuto 407 comunicazioni di operazioni di emittenti quotati sui propri titoli (a fronte di 361 comunicazioni nel 2015) superiori alla soglia di 100 mila euro di controvalore.

Le operazioni comunicate sono riconducibili ad attività di sostegno della liquidità, in acquisto e in vendita, e di *buy back* ed equivalgono complessivamente a circa 1,4 miliardi di euro (rispetto a poco più di un miliardo nel 2015). Il controvalore delle operazioni in acquisto è risultato circa il doppio di quello delle operazioni in vendita.

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

Nel corso del 2016 è continuata la migrazione dei depositari centrali dei Paesi europei alla piattaforma di regolamento paneuropea Target 2 Securities (T2S), gestita dalla BCE. Il depositario centrale italiano, Monte Titoli Spa, è migrato nell'agosto 2015 insieme ai depositari centrali di Grecia, Svizzera, Malta e Romania.

Nel 2016 sono migrati a T2S i depositari centrali di Francia, Belgio, Olanda, Lussemburgo, Danimarca e Portogallo. Nel corso del 2017 dovrebbero migrare i depositari centrali dei rimanenti paesi dell'area euro, fra cui Germania e Spagna.

In ambito domestico, la principale novità è stata rappresentata da talune modifiche ai servizi offerti dal depositario centrale italiano. Monte Titoli ha infatti avviato l'iter necessario a potenziare i servizi fiscali offerti ai propri partecipanti esteri su tutti i titoli italiani (inclusi i titoli di Stato).

Tale evoluzione riflette l'intenzione di alcuni grandi intermediari finanziari esteri di accorciare la catena di intermediazione aderendo direttamente a Monte Titoli, in modo da ridurre i rischi operativi e di controparte (con potenziali benefici in termini di efficienza, sicurezza e trasparenza del mercato mobiliare). Ciò presuppone, tuttavia, che Monte Titoli sia in grado di offrire agli intermediari esteri i servizi di rappresentanza fiscale di cui necessitano, tradizionalmente svolti dai partecipanti italiani presso l'intermediario estero che detiene i titoli. I servizi fiscali sono volti essenzialmente a permettere agli investitori esteri che detengono titoli italiani di beneficiare dei trattati bilaterali contro la doppia imposizione di dividendi, interessi e *capital gain*, stipulati fra l'Italia e il paese estero di residenza dell'investitore.

La Consob, assieme alla Banca d'Italia, ha analizzato i nuovi servizi di assistenza fiscale fin dalla fase di definizione degli stessi, tramite incontri con Monte Titoli e specifiche richieste di informazioni. Particolare attenzione è stata rivolta ai rischi che i nuovi servizi fanno sorgere in capo a Monte Titoli e alle misure di mitigazione all'uopo previste dal depositario centrale italiano. L'iter di approvazione dovrebbe concludersi nella prima metà dell'anno in corso.

Nel 2016 la Consob e la Banca d'Italia, in quanto autorità italiane competenti per la vigilanza sulle controparti centrali, hanno posto in essere il riesame annuale di disposizioni, strategie, procedure e meccanismi attuati dalla controparte centrale italiana, Cassa di compensazione e garanzia, autorizzata nel maggio 2014 a prestare servizi di clearing ai sensi del Regolamento UE 648/2012 (EMIR). Le valutazioni effettuate sono state condivise con il Collegio EMIR. La Consob ha fornito inoltre il proprio contributo nell'ambito degli altri quattro collegi di controparti centrali europee cui è chiamata a partecipare.

Nell'anno trascorso si è ulteriormente intensificata l'attività di vigilanza sulle controparti di contratti derivati. L'accesso da parte della Consob 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* del set completo delle regole di validazione imposte dall'ESMA ha consentito un controllo automatizzato sul contenuto e sul formato dei report; ciò ha comportato un miglioramento della qualità complessiva delle segnalazioni.

In tale ambito, anche nel corso dell'anno 2016 è stata svolta 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*. In particolare, l'analisi si è focalizzata sui soggetti con il maggior numero di report rigettati e non riconciliati con le rispettive controparti.

Con riferimento a questi soggetti la Consob ha richiesto dati sui contratti segnalati e informazioni sui presidi adottati dagli stessi per monitorare la correttezza della reportistica e assicurare la riconciliazione dei dati segnalati con quelli comunicati dalle rispettive controparti. Nei confronti di tali soggetti è in corso un'attività di monitoraggio, al fine di verificare i progressi nella risoluzione delle criticità rilevate.

Nel corso del 2016 è stata altresì condotta un'attività di ricognizione delle *policy* adottate dagli operatori (controparti non finanziarie, ai sensi di EMIR) per il monitoraggio della soglia di compensazione. In particolare l'analisi ha interessato le controparti più attive sul mercato dei derivati e la metodologia con cui le stesse qualificano i derivati conclusi come derivati di copertura anziché di trading.

Al fine di agevolare gli operatori nella verifica della conformità alla disciplina EMIR, la Commissione ha emanato alcune indicazioni operative dirette a specificare gli adempimenti a carico delle controparti dei contratti derivati.

In tale ambito, a partire dal mese di giugno 2016, la Consob ha avviato la raccolta dei dati relativi alle operazioni in derivati non confermate nei termini regolamentari e delle segnalazioni sulle controversie rilevanti.

Nel mese di maggio, è stato altresì pubblicato un documento ricognitivo sul riparto delle competenze di vigilanza tra Banca d'Italia e Consob in merito agli obblighi derivanti dal Regolamento EMIR.

Con riguardo ai codici identificativi utilizzati nelle segnalazioni ai *trade repository*, la Consob continua a contribuire, in qualità di membro del Regulatory Oversight Committee (ROC, ossia l'Organismo di supervisione del Sistema LEI – Legal Entity Identifier), ai lavori per l'espansione del Sistema LEI e promuove l'utilizzo del codice LEI come codice identificativo dei soggetti che operano sui mercati finanziari.

A fine 2016, oltre 35 mila soggetti italiani avevano acquisito un codice LEI valido per adempiere all'obbligo di segnalazione dei contratti ai sensi di EMIR.

A fine anno, la Commissione ha regolamentato le operazioni di aumento di capitale con caratteristiche particolarmente diluitive, soggette al rischio di generare anomalie di prezzo significative (si veda il Riquadro 1 e il successivo Capitolo III 'La vigilanza su offerta al pubblico e informativa societaria').

## 5 La vigilanza sulle vendite allo scoperto

Nel corso del 2016 la Commissione ha adottato in sette 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* (cosiddetto Regolamento *Short Selling*) a fronte di due divieti adottati nel 2015. I divieti si sono resi necessari a causa delle rilevanti diminuzioni di prezzo verificatesi sul mercato, pari o superiori alla soglia del 10 per cento prevista nel citato Regolamento, e hanno avuto una durata limitata a pochi giorni, in linea con quanto previsto dal Regolamento medesimo.

Il 4 luglio 2016, a seguito della richiesta avanzata dalla BCE a Banca MPS di ridurre in misura significativa l'ammontare dei *non-performing loans* (NPLs), il prezzo del titolo MPS ha subito un calo del 14 per cento, seguito da un'ulteriore riduzione del 19 per cento il giorno successivo.

## Riquadro 1

### Gli aumenti di capitale iperdiluitivi

Nel corso degli ultimi anni diverse società con azioni quotate sull'MTA hanno effettuato operazioni di aumento di capitale con diritto d'opzione caratterizzate dall'emissione di un numero di nuove azioni molto elevato rispetto al numero di azioni in circolazione a un prezzo fortemente scontato rispetto a quello di mercato (aumenti di capitale cosiddetti iperdiluitivi).

Esempi di aumenti di capitale iperdiluitivi sono rappresentati dalle operazioni avviate da Saipem nel gennaio 2016, da Banca MPS nel 2015 e 2014, da Fondiaria-Sai nel 2012, da Seat PG e Tiscali nel 2009.

Gli aumenti di capitale iperdiluitivi sono caratterizzati da un'elevata volatilità dei prezzi di mercato dei titoli azionari coinvolti, che tipicamente registrano forti oscillazioni al rialzo all'inizio dell'aumento e forti oscillazioni al ribasso alla fine dello stesso, così alterando il regolare meccanismo di formazione dei prezzi e generando effetti distorsivi che possono fuorviare il comportamento degli investitori. Ciò in ragione della scarsità di titoli azionari che si genera nel corso del periodo di offerta delle nuove azioni, che impedisce alle dinamiche di mercato di riequilibrare i corsi azionari.

La Consob ha rivolto particolare attenzione al fenomeno sin dalle sue prime manifestazioni, conducendo due consultazioni pubbliche e analisi sul tema e monitorando l'andamento dei titoli oggetto di aumenti di capitale iperdiluitivi.

Per contrastare questo fenomeno, la Commissione ha scelto di adottare una soluzione tecnica denominata 'modello *rolling*'. Tale modello consiste nel mettere a disposizione le nuove azioni più volte nel corso dell'aumento di capitale e non soltanto, come nel modello standard, una sola volta alla fine dell'operazione. Con ciò si intende ovviare alla scarsa disponibilità dei titoli, che è appunto la causa principale dell'effetto distorsivo di cui sopra.

Gli interventi regolamentari e tecnici necessari all'implementazione del modello *rolling* si sono conclusi a fine dicembre 2016. Il nuovo modello è pertanto pienamente operativo e si applicherà soltanto alle operazioni di aumento di capitale caratterizzate da un rilevante livello di diluizione (rappresentato da un coefficiente K - calcolato da Borsa Italiana per la rettifica dei contratti derivati interessati dall'aumento di capitale - pari o inferiore al valore di 0,3) e, per tale ragione, maggiormente soggette al rischio di generare significative anomalie di prezzo.

Tenuto conto della rilevanza sistemica di MPS, l'Istituto ha adottato un divieto alle vendite allo scoperto, ai sensi dell'art. 23 del Regolamento Short Selling, per la sola seduta del 6 luglio 2016 (delibera 19653 del 5 luglio 2016). Inoltre, previo parere positivo dell'ESMA, ha adottato un divieto temporaneo di assumere o incrementare posizioni nette corte (divieto alle PNC) su azioni MPS, ai sensi dell'art. 20 del Regolamento Short Selling, dal 7 luglio fino al 5 ottobre 2016 (delibera 19655 del 6 luglio 2016). Tale divieto è stato prorogato al 5 gennaio 2017 con la Delibera 19748 del 4 ottobre 2016, previo secondo parere positivo dell'ESMA.

La delibera 19748 ha esteso il divieto anche alle posizioni corte in titoli obbligazionari convertibili in azioni MPS, in vista dell'offerta di scambio volontaria prevista nell'ambito dell'aumento di capitale da 5 miliardi di euro avviato da MPS nel dicembre 2016.

Tenuto conto della sospensione dalle negoziazioni dei titoli MPS adottata dalla Consob nel dicembre 2016, non vi erano le condizioni per un'ulteriore proroga delle misure restrittive, che sono pertanto terminate il 5 gennaio 2017.

Ciò premesso, è opportuno evidenziare che il divieto alle PNC ai sensi dell'art. 20 del Regolamento Short Selling ha, in via generale, una portata più ampia rispetto al divieto alle vendite allo scoperto ai sensi dell'art. 23 del Regolamento Short Selling, in quanto: vieta sia le vendite allo scoperto di azioni, sia le altre operazioni ribassiste compiute attraverso strumenti finanziari derivati e altri strumenti finanziari che hanno come sottostante le azioni oggetto di divieto; si applica a tutti gli scambi, a prescindere da dove siano effettuati (su una sede di negoziazione italiana, estera o fuori mercato), laddove il divieto alle vendite allo scoperto si applica solo agli scambi conclusi su sedi di negoziazione nazionali; ha una durata maggiore, fino a tre mesi e rinnovabile, a fronte di uno/due giorni relativi al divieto alle vendite allo scoperto.

Nel caso specifico delle misure restrittive alle PNC adottate su azioni MPS con la delibera 19655 del 6 luglio 2016, tali misure: i) hanno trovato applicazione anche agli operatori *market maker*; ii) non hanno interessato l'operatività in strumenti finanziari aventi come sottostante indici finanziari (ad esempio, l'indice Ftse Mib), a causa dello scarso peso delle azioni MPS nei principali indici finanziari.

L'adozione di un divieto di cui all'art. 20 del Regolamento Short Selling richiede il preventivo parere dell'ESMA, secondo una specifica procedura, prevista agli artt. 26 e 27 del Regolamento, il cui espletamento può richiedere fino a due giorni. Per contro, nel caso di adozione di un divieto alle vendite allo scoperto ai sensi dell'art. 23 del Regolamento Short Selling, l'ESMA e le autorità nazionali degli altri paesi UE hanno un'ora di tempo dalla notifica dell'autorità nazionale che propone il divieto, per esprimere eventuali obiezioni. Per tale motivo, il divieto alle vendite allo scoperto può essere adottato in maniera più tempestiva rispetto al divieto alle PNC.

Con riguardo al regime delle esenzioni, al 31 dicembre 2016 risultano autorizzati a beneficiare delle esenzioni per le attività di *market making* 19 intermediari nazionali, rispetto ai 20 dell'anno precedente. Al 31 dicembre 2016 risultano oggetto di esenzione un totale di 2.126 strumenti finanziari, di cui 2.047 azioni, italiane ed estere, e strumenti correlati (ad esempio, strumenti derivati), 70 obbligazioni governative e nove indici finanziari.

Nel corso dell'anno la Consob ha ricevuto 21 richieste di esenzione da parte di operatori *market maker* relative a nuovi strumenti finanziari; di queste, 20 sono state accolte interamente e una è stata accolta parzialmente. A fine 2016 risultano invece esentati in qualità di *primary dealer* su titoli di Stato italiani 18 intermediari, in maggioranza esteri, dato immutato rispetto a fine 2015.

Per quanto concerne le posizioni nette corte (PNC) su titoli italiani, nel corso del 2016 sono state ricevute circa 8.500 notifiche su azioni domestiche.

Nel 70 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 30 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 della Consob ai sensi degli artt. 6 e 9 del Regolamento Short Selling.

Il 14 dicembre 2016 la Consob ha avviato un nuovo sistema di teleraccolta dei dati sulle PNC e di pubblicazione delle stesse sul proprio sito internet.

Il sistema prevede nuove funzionalità per gli utenti esterni nonché una modalità di pubblicazione dei dati, tramite un file in formato excel, che consente una più agevole consultazione dei dati storici.

Il controvalore delle PNC comunicate alla Consob rappresentava, a fine 2016, circa il 2,7 per cento della capitalizzazione dell'indice Ftse Mib (rispetto al 2,2 per cento nell'anno precedente). Con riguardo ai profili di concentrazione, il primo soggetto con PNC su azioni italiane deteneva posizioni pari a circa il 18 per cento del controvalore totale delle posizioni, mentre i primi cinque investitori detenevano PNC pari a circa il 48 per cento del totale (rispettivamente, 11 e 40 per cento nel 2015; Fig. 7).

La distribuzione per area geografica degli investitori ai quali sono riferibili PNC su azioni italiane mostra una preponderanza di soggetti con sede negli Stati Uniti (44 per cento del controvalore totale). Seguono gli investitori residenti in Regno Unito (37 per cento), territori d'oltremare del Regno Unito (12 per cento), Hong Kong (due per cento) e Francia (uno per cento).

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



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

Al fine di avere un quadro informativo il più possibile completo, e tenuto conto dell'evoluzione delle PNC su alcuni emittenti bancari italiani, la Commissione, nell'agosto 2016, ha svolto un'indagine presso i principali detentori di PNC chiedendo le motivazioni per l'assunzione delle posizioni ribassiste su titoli bancari italiani.

Dall'indagine è emerso che le motivazioni più rilevanti hanno riguardato: i) la capacità della banca di generare utili, l'ammontare dei *non-performing loans* (NPLs) e il rischio di aumenti di capitale; ii) altri dati disponibili sul mercato (tra cui valutazioni degli analisti finanziari, prezzo, andamento e presenza di altre PNC sul titolo, operazioni di *internal dealing*); iii) problemi di *corporate governance*; iv) assunzione di PNC sulle banche ritenute 'peggiori' a copertura di acquisti di azioni delle banche considerate 'migliori'; v) minori opportunità di fusioni bancarie, e quindi minor appetibilità dei relativi titoli, a seguito dell'incremento del capitale regolamentare richiesto dalla BCE in occasione di un'operazione di fusione fra due istituti di credito italiani; vi) rilevanza dei titoli sovrani italiani detenuti dalle banche, alla luce del referendum costituzionale italiano di dicembre 2016 e della possibile modifica delle regole di ponderazione previste dalla normativa prudenziale bancaria (Basilea 3 e CRD/CRR); vii) parziale condivisione fra le banche italiane delle carenze di capitale delle banche più deboli, a causa della contribuzione al Fondo Atlante e Atlante 2 e al Fondo interbancario di tutela dei depositi; viii) incertezze causate dall'applicazione della normativa sul *bail-in*, dalla risoluzione delle quattro banche regionali italiane e della banca portoghese Novo Banco nel 2015 nonché dalla cosiddetta 'Brexit'.

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

### 6.1 Le ricerche e le raccomandazioni di investimento

L'attività di vigilanza sulla diffusione delle raccomandazioni di investimento riguardanti gli emittenti quotati italiani è stata mirata, come di consueto, a verificare la correttezza e la trasparenza del quadro informativo e gli effetti sulle negoziazioni dei relativi titoli.

Nel corso dell'anno l'Istituto ha richiesto ai soggetti abilitati, ai sensi dell'art. 69-*novies*, comma 2, del Regolamento Emittenti, la pubblicazione di 11 raccomandazioni d'investimento (rispetto alle 14 nel 2015), di cui due prodotte da intermediari italiani e nove da intermediari esteri, in concomitanza con la diffusione al mercato di notizie e indiscrezioni sul loro contenuto e in presenza di una sensibile variazione del prezzo e/o delle negoziazioni degli strumenti finanziari oggetto delle raccomandazioni stesse.

Nel corso dell'anno si è concluso il Tavolo di confronto con le associazioni di categoria e gli intermediari abilitati, finalizzato a individuare nuove modalità di trasmissione alla Consob delle raccomandazioni di investimento nonché a definire meglio le condizioni e le circostanze in presenza delle quali possa essere esercitato, da parte della Commissione, il potere di richiedere la pubblicazione delle stesse.

Al riguardo, ai fini di cui sopra, e con l'obiettivo di offrire una serie di indicazioni agli operatori utili per l'attuazione della disciplina MAR in ambito nazionale, nei primi mesi del 2017 sono state emanate due comunicazioni rivolte agli investitori recanti delle guide operative aventi ad oggetto, rispettivamente, la gestione delle informazioni privilegiate e le raccomandazioni di investimento.

Le ricerche trasmesse all'Istituto ai sensi dell'art. 69-*novies*, comma 1, del Regolamento Emittenti nel corso del 2016 si sono attestate a 18.931, di cui 2.861 monografiche (15 per cento del totale) e 16.070 non monografiche (85 per cento circa). Il numero complessivo delle raccomandazioni di investimento per il 2016 risulta lievemente superiore a quello relativo all'anno precedente, anche se il numero degli studi monografici trasmessi si è ridotto (Tav. 14).

Sebbene in calo rispetto all'anno precedente, prevalgono gli studi prodotti da intermediari italiani, a fronte di un significativo incremento del numero degli studi trasmessi da soggetti esteri.

Gli studi monografici si sono concentrati nei mesi corrispondenti alla pubblicazione dei dati annuali (in particolare maggio) e nel mese di ottobre, in ragione del rilevante flusso informativo che ha interessato il settore bancario in generale e alcuni istituti di credito in particolare.

**Tav. 14 Distribuzione delle ricerche per tipologia di studio e nazionalità degli intermediari**

|                         | 2015                 |                     | 2016                 |                     | variazione <sup>1</sup> |
|-------------------------|----------------------|---------------------|----------------------|---------------------|-------------------------|
|                         | numero               | peso                | numero               | peso                |                         |
| <b>tipologia studio</b> |                      |                     |                      |                     |                         |
| monografico             | 2.978                | 16,3                | 2.861                | 15,1                | -4,0                    |
| non monografico         | 15.292               | 83,7                | 16.070               | 84,9                | 5,1                     |
| <i><b>totale</b></i>    | <i><b>18.270</b></i> | <i><b>100,0</b></i> | <i><b>18.931</b></i> | <i><b>100,0</b></i> | <i><b>3,6</b></i>       |
| <b>intermediari</b>     |                      |                     |                      |                     |                         |
| italiani                | 1.839                | 61,7                | 1.506                | 52,6                | -18,1                   |
| esteri                  | 1.139                | 38,3                | 1.355                | 47,4                | 19,0                    |
| <i><b>totale</b></i>    | <i><b>2.978</b></i>  | <i><b>100,0</b></i> | <i><b>2.861</b></i>  | <i><b>100,0</b></i> | <i><b>-4,0</b></i>      |

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

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. 15).

Per il 2016 la frequenza maggiore è riferibile ai giudizi 'buy' (circa 61 per cento), seguiti dai giudizi 'hold' (circa 32 per cento) e da una percentuale marginale di 'sell' (6 per cento circa). L'incremento della percentuale di 'buy' rispetto al 2015 sembra indicare un giudizio leggermente più ottimistico, da parte degli analisti, rispetto al contesto economico italiano.

**Tav. 15 Studi monografici su società quotate per tipologia di consiglio operativo**  
(valori percentuali per tipologia)

|      | consiglio operativo |      |      |                    | numero totale studi <sup>2</sup> |
|------|---------------------|------|------|--------------------|----------------------------------|
|      | 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                            |
| 2015 | 57,7                | 34,9 | 6,7  | 0,7                | 2.978                            |
| 2016 | 61,0                | 32,3 | 6,3  | 0,4                | 2.861                            |

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Include giudizi come 'under review', 'not rated', e simili. <sup>2</sup> A seguito dell'adozione di un diverso approccio metodologico nella classificazione degli studi, dal 2014 in poi il numero degli studi non è direttamente comparabile con quello degli anni precedenti.

Con riferimento al grado di copertura delle società quotate da parte degli intermediari abilitati, si evidenzia che il numero di società oggetto di ricerche e raccomandazioni monografiche è diminuito da 210 nel 2015 a 196

nel 2016, anche a seguito di alcune operazioni straordinarie che ne hanno comportato il successivo *delisting*. In linea con il dato dell'anno precedente, il 30 per cento circa delle società quotate è stato oggetto di almeno 100 studi nell'arco del 2016, mentre le società coperte da meno di quattro studi rappresentano solo il 14 per cento del totale (Tav. 16).

**Tav. 16 Società quotate oggetto di studi monografici per grado di copertura**

|                   | numero di società <sup>1</sup> | ≥ 100 | ≥ 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              | 224                            | --    | 41,3 | 10,9    | 15,2    | 16,5   | 16,1 |
| 2015 <sup>2</sup> | 210                            | 30,7  | 11,0 | 11,5    | 12,9    | 17,9   | 16,0 |
| 2016 <sup>3</sup> | 196                            | 30,1  | 15,3 | 14,3    | 13,8    | 12,2   | 14,3 |

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Società quotate su mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana. <sup>2</sup> Il numero di titoli oggetto di copertura, comprendendo anche le azioni di risparmio e privilegiate è pari a 218. Il numero di società quotate sull'AIM Italia sulle quali sono stati prodotti studi sono 23. <sup>3</sup> Il numero di titoli oggetto di copertura, comprendendo anche le azioni di risparmio e privilegiate è pari a 201. Il numero di società quotate sull'AIM Italia sulle quali sono stati prodotti studi sono 11.

## 6.2 I giudizi di rating

Nel corso del 2016, i controlli sulla diffusione dei giudizi di rating riguardanti gli emittenti quotati e lo Stato italiano si sono tradotti, tra l'altro, nell'inoltro di due segnalazioni all'ESMA, autorità competente in materia, al fine di portare all'attenzione della stessa alcune condotte poste in essere da due primarie agenzie di rating che avrebbero potuto risultare in violazione di alcune norme del Regolamento CE 1060/2009 in materia di agenzie di rating, e successive modifiche (Regolamento CRAs).

La prima segnalazione ha riguardato alcune criticità connesse al *modus operandi* di un'agenzia di rating con riferimento all'obbligo, previsto dal Regolamento CRAs, di controllare i propri giudizi di rating sugli Stati sovrani e di rivederli, insieme alle metodologie utilizzate, in via continuativa e almeno con cadenza semestrale, al fine di garantire che i rating stessi risultino aggiornati. In particolare, le condotte esaminate riguardavano i rating sovrani sia dell'Italia sia di altri paesi europei.

A tal proposito, è risultato che per un intervallo temporale piuttosto lungo l'agenzia di rating non aveva rilasciato giudizi sui suddetti paesi, mentre nel medesimo periodo erano stati diffusi dalla stessa documenti di altro tipo che non costituiscono tuttavia, ai sensi delle norme del Regolamento CRAs, delle *rating actions*.

Al riguardo, è stato quindi segnalato all'ESMA che i suddetti obblighi di controllo e revisione periodici, pur non richiedendo la pubblicazione di una specifica *rating action*, aspetto che comunque si ritiene possa costituire una *best practice*, implicassero, in ogni caso, l'obbligo per l'agenzia di rating di porre in essere attività e procedure interne finalizzate a effettuare tali verifiche. Il fatto che la stessa non avesse emesso per lungo tempo alcuna *rating action* né sull'Italia né su altri paesi europei rendeva quindi opportuno verificare che tali obblighi fossero stati rispettati.

La seconda segnalazione si riferiva ad alcune possibili criticità connesse al rispetto da parte di un'agenzia di rating delle norme inerenti l'obbligo di motivare adeguatamente lo scostamento dal calendario annuale previsto per i rating sovrani, in caso appunto di pubblicazione di una *rating action* al di fuori delle date ivi previste.

A tale riguardo, l'art. 8-*bis*, comma 3, del Regolamento CRAs prevede, tra l'altro, che le agenzie di rating registrate presso l'ESMA debbano pubblicare sul proprio sito internet e trasmettere all'ESMA, alla fine di ogni anno, un calendario annuale nel quale sono evidenziate le date riferite all'anno successivo, per la pubblicazione dei giudizi di rating (e degli *outlook*) sugli Stati.

Inoltre, il successivo comma 4 dell'art. 8-*bis* del medesimo Regolamento prevede, quali motivazioni del possibile scostamento rispetto al calendario annunciato, la circostanza in cui tale scostamento sia necessario all'agenzia di rating per conformarsi agli obblighi fissati dal medesimo Regolamento CRAs al fine di garantire l'accuratezza dei rating emessi, il rispetto degli obblighi generali di comunicazione e di quelli da effettuarsi su base periodica nonché la conformità agli ulteriori obblighi di comunicazione, tra cui quello della tempestività, previsti dalla medesima normativa. Il medesimo Regolamento dispone altresì che le motivazioni dello scostamento devono essere dettagliatamente spiegate dall'agenzia di rating all'interno del report o della *press release* relativa alla *rating action*.

In particolare, il caso segnalato all'attenzione dell'ESMA faceva riferimento alla circostanza che l'agenzia di rating aveva diffuso una *rating action* sull'Italia al di fuori delle date previste dal calendario annuale, in ragione della necessità, avvertita dalla medesima agenzia, di valutare prontamente l'impatto che alcune nuove informazioni disponibili sul mercato avrebbero potuto avere sul giudizio di rating dell'Italia. Tuttavia, a giudizio della Consob, gli elementi evidenziati dall'agenzia di rating quali motivazioni dello scostamento erano già presenti da tempo sul mercato e, pertanto, non sembravano possedere i requisiti previsti dall'articolo 8-*bis*, comma 4, del Regolamento CRAs. Di conseguenza, si è valutato che le suddette condotte potessero costituire una possibile violazione di detta disposizione, trasmettendo il caso all'attenzione dell'ESMA.

## 7 La vigilanza sugli abusi di mercato

### 7.1 La prevenzione

Il monitoraggio sul corretto andamento delle negoziazioni di mercato posto in essere nel 2016 ha consentito di verificare, come di consueto, la regolarità dell'operatività conclusa nelle sedi di negoziazione italiane, anche sulla base dei sistemi di segnalazione di anomalie negli andamenti di mercato (*alert*), nonché dell'operatività posta in essere su strumenti finanziari italiani negoziati su mercati esteri, sulla base dei flussi di dati di vigilanza ricevuti dalle competenti autorità estere.

Il monitoraggio ha avuto ad oggetto anche le negoziazioni poste in essere in occasione di eventi di particolare rilevanza per le società emittenti (quali operazioni straordinarie, accordi industriali, aumenti di capitale e *buyback*).

Sono stati altresì esaminati i reclami ricevuti attinenti all'andamento delle negoziazioni. La maggior parte dei reclami presentati da investitori privati fanno riferimento a perdite subite (circostanza per lo più riconducibile a scelte di investimento scarsamente consapevoli) o ad asserite situazioni di malfunzionamento dei mercati (circostanza spesso derivante da una conoscenza superficiale delle regole di funzionamento microstrutturale dei mercati di riferimento).

La *detection* di condotte potenzialmente riconducibili a fenomeni di abuso di mercato è ricorsa, come di consueto, all'attivazione di analisi preliminari, al fine di giungere a una più efficace e rapida selezione delle ipotesi di illecito da approfondire ulteriormente in una successiva fase istruttoria.

Nell'ambito della consueta attività di scambio di informazioni con le autorità di vigilanza degli altri Stati membri e di paesi terzi, nel 2016 la Commissione ha inviato e ricevuto numerose segnalazioni di operazioni sospette (si veda il Capitolo IX 'Le attività di supporto e la cooperazione internazionale').

Delle segnalazioni ricevute, il 53 per cento ha riguardato condotte riconducibili (in prima battuta) all'abuso di informazioni privilegiate e il 43 per cento ipotesi di manipolazione operativa. Il restante quattro per cento si riferisce a condotte che integrano entrambe le fattispecie illecite, ovvero non risultano immediatamente identificabili sulla base delle informazioni in esse contenute, ovvero sono riconducibili a tentativi di manipolazione/utilizzo di informazioni privilegiate.

Si ricorda, infatti, che la novellata disciplina in tema di *market abuse* ha affiancato alle fattispecie manipolative esistenti quelle della tentata manipolazione operativa e del tentato *insider trading*.

Gli strumenti finanziari oggetto di segnalazione sono stati prevalentemente azioni (80 per cento), seguite da obbligazioni (9 per cento), derivati (6 per cento) e, nei restanti casi, *covered warrant* e combinazioni di più strumenti (segnatamente, *covered warrant* e attività sottostante).

Al fine di rendere l'azione di vigilanza tempestiva e coerente con l'effettiva gravità della condotta sospetta segnalata, l'Istituto ha implementato un sistema di valutazione preliminare delle segnalazioni ricevute (*triage*) funzionale a definire la tempestività dell'avvio e il grado di dettaglio degli approfondimenti e degli eventuali interventi di vigilanza che si dovessero rendere necessari.

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

La nuova normativa in tema di abusi di mercato (MAR), che trova applicazione dal 3 luglio 2016, ha ampliato la platea di soggetti obbligati alla comunicazione all'Istituto di operatività sospetta; ha inoltre incrementato il numero di condotte rilevanti ed esteso gli obblighi di comunicazione anche a operatività anomala posta in essere nei mercati delle merci (sia a pronti sia a termine).

In considerazione di tali estensioni applicative, particolare attenzione è stata rivolta a sensibilizzare sul tema dell'individuazione e della segnalazione di operazioni sospette sia i soggetti vigilati di minore dimensione, tipicamente meno attivi sui mercati finanziari e meno abituati a interagire con l'Istituto su tematiche di *market abuse*, sia tutti i soggetti che «predispongono o eseguono a titolo professionale operazioni», vale a dire soggetti anche esterni al perimetro di vigilanza dell'Istituto ma professionalmente attivi sui mercati finanziari (società di assicurazione, *buy side firms*, *proprietary traders*, società commerciali di grandi dimensioni con rilevanti esigenze di tesoreria/investimento della liquidità, società operanti nel settore energetico).

Inoltre, la novellata normativa presta particolare attenzione alle situazioni in cui il valore di uno strumento scambiato in una sede di negoziazione dipende dal valore di un corrispondente strumento finanziario derivato negoziato su altra sede ovvero fuori borsa (e viceversa), estendendo tale principio anche alle contrattazioni sulle merci. Con riferimento a queste ultime, l'Istituto ha programmato interventi di confronto con i gestori dei mercati fisici delle due *commodity* sottostanti agli strumenti finanziari derivati attualmente negoziati in Borsa (elettricità e grano), per meglio comprendere le potenziali forme di interazione reciproca fra mercato fisico (spot) e quello del relativo strumento finanziario derivato.

La qualità media del contenuto delle segnalazioni ricevute in materia di operatività sospetta è costantemente migliorata nel tempo, così da consentire alla Commissione l'avvio tempestivo di approfondimenti puntuali, senza dover richiedere ai soggetti segnalanti dati integrativi.

L'attività quotidiana di monitoraggio sulla diffusione delle informazioni privilegiate e sul quadro informativo di riferimento ha consentito di verificare la tenuta della confidenzialità delle informazioni concernenti gli eventi di maggior rilievo e di intervenire, anche in tempo reale, in caso di incompletezze o incongruenze, chiedendo all'emittente informazioni supplementari o la diffusione di un comunicato stampa di commento, conferma o smentita di eventuali notizie circolate sulla stampa.

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

Con riferimento alla disciplina dell'*internal dealing* (art. 114, comma 7 del Tuf), a seguito delle abituali verifiche sulla completezza e tempestività delle comunicazioni al mercato da parte di azionisti e soggetti rilevanti, sono stati avviati due procedimenti sanzionatori nei confronti di altrettante persone fisiche, amministratori di emittenti quotati, per l'omessa informativa al pubblico su operazioni di compravendita su titoli dell'emittente.

Sono inoltre stati avviati dieci procedimenti sanzionatori per violazioni della disciplina sulla diffusione dell'informativa *price-sensitive* al pubblico commesse prima dell'entrata in vigore del Regolamento MAR. L'attività di *enforcement* più cospicua ha riguardato l'omessa, incompleta o non corretta divulgazione delle informazioni *price-sensitive*, tramite comunicati stampa, da parte di tre emittenti quotati e sei istituti bancari che hanno titoli diffusi tra il pubblico in maniera rilevante (art. 114, commi 1 e 5, del Tuf, anche in combinato disposto con l'art. 116, comma 1, del Tuf).

È stato infine avviato un procedimento sanzionatorio nei confronti di un emittente quotato, a seguito di una segnalazione del collegio sindacale della società, per la violazione delle norme vigenti al tempo in materia di registro delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate (art. 115-*bis* del Tuf; per i procedimenti conclusi e le sanzioni deliberate si veda il successivo Capitolo V 'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori').

Nel corso del 2016 è altresì proseguita l'attività di analisi delle procedure interne per la gestione e diffusione delle informazioni privilegiate e l'adozione di misure preventive rispetto agli illeciti di abuso di mercato, ossia le comunicazioni delle operazioni di *internal dealing* e la tenuta di registri delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate.

In esito all'analisi effettuata, secondo un approccio *risk based*, gli emittenti sono stati sensibilizzati al fine di apportare migliorie alle procedure per la gestione e la diffusione delle informazioni privilegiate, anche alla luce dell'evoluzione della normativa europea destinata a innovare le misure volte a prevenire gli abusi di mercato.

## Riquadro 2

### Le misure attuative del Regolamento MAR

Il Regolamento UE 596/2014 (cosiddetto MAR), applicabile dal 3 luglio 2016, introduce importanti novità in merito ai tempi per la comunicazione al pubblico dell'informazione privilegiata e ai presupposti per il suo differimento. Altre novità significative hanno riguardato la previsione di una specifica disciplina per i sondaggi di mercato, gli obblighi di segnalazione di *internal dealing* e la tenuta degli elenchi (definiti registri nella disciplina *ante* Regolamento MAR) dei soggetti che hanno accesso alle informazioni privilegiate.

In particolare, la nozione di informazione privilegiata non presenta di per sé novità significative, salvo il chiarimento che la medesima nozione è oggi rilevante sia ai fini degli obblighi di *disclosure* dell'informazione privilegiata sia ai fini della disciplina relativa agli abusi di mercato. In relazione all'informativa al pubblico viene inoltre esplicitata la nozione di 'fattispecie a formazione progressiva', recependo così a livello normativo un precedente orientamento giurisprudenziale.

Con riferimento alle operazioni di *internal dealing*, viene introdotto il cosiddetto '*black out period*' precedente l'approvazione dei risultati contabili di periodo, durante il quale l'operatività dei manager è interdetta, salvi i casi specificamente menzionati. Infine, per i registri dei soggetti che hanno accesso alle informazioni privilegiate, viene previsto un modello uniforme valido a livello europeo e precisato il rapporto esistente tra elenco occasionale ed elenco permanente.

A ciò si aggiunge l'inclusione nell'ambito di applicazione delle nuove previsioni, *inter alia*, degli emittenti i cui titoli sono negoziati su sistemi multilaterali di negoziazione (tra cui AIM Italia, MTF gestito da Borsa Italiana).

Al proposito si precisa che da luglio 2016 sono applicabili le nuove norme contenute nel Regolamento MAR in tema di informazioni privilegiate e differimento della comunicazione al pubblico (si veda il Riquadro 2 e il successivo Capitolo III 'La vigilanza su offerta al pubblico e informativa societaria').

Alla luce del mutato quadro normativo di riferimento, sono state inoltre adottate diverse iniziative di confronto con i soggetti vigilati, con particolare attenzione a categorie fino ad oggi non interessate dalle previsioni in materia, per esempio gli emittenti di *minibond*. È stata altresì organizzata un'occasione di confronto istituzionale con il mercato dopo la pubblicazione del documento di consultazione per le modifiche regolamentari necessarie al recepimento della nuova disciplina.

È stato quindi fornito ai soggetti vigilati un supporto continuo per l'interpretazione e applicazione della nuova normativa; la costante interazione con gli operatori di mercato ha consentito di individuare e discutere con le associazioni di categoria i principali dubbi applicativi dei soggetti vigilati, nonché di portarli all'attenzione delle competenti istituzioni a livello europeo, laddove opportuno.

## 7.2 La repressione

Nel 2016 la Consob ha contestato illeciti amministrativi in esito a quattro delle nove indagini in materia di abusi di mercato concluse nell'anno, delle quali due riferibili a casi di abuso di informazioni privilegiate e due alla manipolazione del mercato di tipo informativo (Tav. 17).

**Tav. 17 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     |
| 2016 | 4   | 2   | 5  | 9      |

Fonte: Consob.

In esito a due delle quattro indagini che hanno portato alla contestazione di illeciti amministrativi (una per abuso di informazioni privilegiate e una per manipolazione del mercato di tipo informativo) sono apparsi configurabili anche i corrispondenti illeciti penali e si è quindi proceduto a trasmettere una relazione all'Autorità Giudiziaria.

Si è altresì proceduto a segnalare all'Autorità Giudiziaria l'ipotesi del reato di abuso di informazioni privilegiate in esito a due indagini che nel 2015 avevano portato alla contestazione di illeciti amministrativi.

I casi in cui non si è proceduto a inviare una relazione all'Autorità Giudiziaria si riferivano, rispettivamente, a un caso di manipolazione di tipo informativo già noto in ogni aspetto alla Procura competente e a un'ipotesi di abuso di informazioni privilegiate riguardante una fattispecie per cui non sono previste sanzioni penali (ossia condotte ascrivibili esclusivamente a due cosiddetti *insider* secondari, cioè a persone fisiche entrate in possesso di informazioni privilegiate per ragioni estranee all'esercizio della loro professione o funzione ex art. 187-bis, comma 4, del Tuf).

Con riferimento alla tipologia di informazione a cui si riferivano le contestazioni di abuso di informazioni privilegiate, in un caso si trattava di trasformazione della forma giuridica di alcune società quotate, nell'altro del trasferimento della partecipazione di controllo in una società quotata e alla conseguente promozione di un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria (Tav. 18). I due casi di manipolazione del mercato di tipo informativo hanno riguardato, rispettivamente, la contabilizzazione e rappresentazione in bilancio di talune operazioni su strumenti finanziari e la diffusione di informazioni false o fuorvianti in merito al fatto che determinate operazioni non fossero state concluse con parti correlate.

**Tav. 18 Tipologia delle informazioni privilegiate nei casi relativi a *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     |
| 2016 | 1                             | --  | --  | 1     | --                                  | 2      |

Fonte: Consob.

Nel 2016 la Consob ha avviato complessivamente 37 procedimenti sanzionatori amministrativi per abusi di mercato. In particolare i procedimenti avviati hanno riguardato 29 persone fisiche, tre enti per la responsabilità solidale ai sensi dell'art. 6, comma 3, della legge 689/1981, due enti per la responsabilità in proprio prevista dell'art. 187-*quinquies* del Tuf e tre enti per responsabilità sia solidale sia in proprio (Tav. 19; per il dettaglio dei provvedimenti assunti nell'anno si veda il successivo Capitolo V 'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori').

Un ulteriore procedimento sanzionatorio amministrativo per abusi di mercato è stato avviato nel 2016 nei confronti di una persona fisica in esito a un'indagine a seguito della quale era già stato contestato il medesimo illecito a un ente nell'anno precedente.

Nel corso dell'anno sono state inviate 732 richieste di notizie, dati e documenti in materia di abusi di mercato (Tav. 20).

Le richieste hanno avuto come destinatari intermediari autorizzati per circa la metà dei casi, soggetti privati in un quinto dei casi, autorità estere nel sette per cento circa dei casi; l'otto per cento delle richieste è stato effettuato per conto di autorità estere.

**Tav. 19 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                | 7             |
| 2011                                      | 1 <sup>4</sup>                        | 4                                  | 5                           | --               | 10            |
| 2012                                      | --                                    | 2                                  | 4                           | --               | 6             |
| 2013                                      | 3                                     | 1                                  | 10                          | 3                | 17            |
| 2014                                      | --                                    | 5                                  | 4                           | 1                | 10            |
| 2015                                      | 2                                     | 9                                  | 7                           | 2                | 20            |
| 2016                                      | --                                    | 2                                  | 12                          | --               | 14            |
| <b>manipolazione di mercato</b>           |                                       |                                    |                             |                  |               |
| 2010                                      | 1                                     | 2                                  | 8                           | --               | 11            |
| 2011                                      | --                                    | 7                                  | 7                           | --               | 14            |
| 2012                                      | 1                                     | 8                                  | 6                           | --               | 25            |
| 2013                                      | 2                                     | 12                                 | 12                          | --               | 26            |
| 2014                                      | 1                                     | 18                                 | 9                           | 1                | 29            |
| 2015                                      | 0                                     | 7                                  | 2                           | --               | 9             |
| 2016                                      | --                                    | 23 <sup>5</sup>                    | --                          | --               | 23            |

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio. <sup>2</sup> Soci, amministratori, dirigenti di società quotate e altri *insider* primari. <sup>3</sup> *Insider* secondari (art. 187-bis, comma 4, del Tuf). <sup>4</sup> Si tratta della succursale londinese di un intermediario italiano. <sup>5</sup> Nel numero sono compresi alcuni intermediari esteri e relativi esponenti o dipendenti.

**Tav. 20 Richieste di dati e notizie in materia 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              | 142           | 13   |
| 2011 | 161                                   | 7   | 109                  | 57 | 2                                      | 61              | 340           | 29   |
| 2012 | 207                                   | 9   | 71                   | 30 | 27                                     | 50              | 364           | 40   |
| 2013 | 154                                   | 14  | 78                   | 39 | 81                                     | 22              | 349           | 11   |
| 2014 | 173                                   | 6   | 37                   | 20 | 63                                     | 24              | 303           | 45   |
| 2015 | 215                                   | 19  | 100                  | 42 | 47                                     | 21              | 402           | 42   |
| 2016 | 370                                   | 21  | 145                  | 58 | 147                                    | 49              | 732           | 59   |

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.

### 7.3 La rappresentanza in giudizio

Nel corso del 2016, la Consob si è costituita parte civile in sei nuovi procedimenti penali in materia di abusi di mercato, di cui due per abuso di informazioni privilegiate e quattro per manipolazione del mercato (Tav. 21).

Oltre ai casi precedenti, degna di nota è la costituzione della Consob in qualità di parte civile nei confronti degli imputati dei reati di manipolazione del mercato e di ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza nel procedimento penale concernente la nota vicenda MPS. Il medesimo procedimento è stato riunito ad altro in cui la Consob si era costituita parte civile nel 2015.

Sono stati inoltre definiti in primo grado cinque procedimenti nei quali l'Istituto si era precedentemente costituito parte civile; in due casi vi è stato il riconoscimento della responsabilità degli imputati e la condanna al risarcimento dei danni in favore della Consob, in un altro caso il procedimento è stato definito con sentenza di patteggiamento, in due con sentenza di assoluzione.

La Consob ha proposto appello avverso le due sentenze di assoluzione, non ritenendo condivisibili i principi espressi nelle decisioni di primo grado.

In senso favorevole alla Consob, si segnala la sentenza 13984 del 23 dicembre del 2015 del Tribunale di Milano, I Sezione Penale, depositata il 22 febbraio del 2016, relativa a un caso di manipolazione del mercato di tipo operativo.

Il Tribunale ha riconosciuto il ristoro del danno non patrimoniale all'integrità del mercato e il danno patrimoniale, inteso quale «costo sostenuto dall'Istituto per l'attività di vigilanza svolta dai propri funzionari e dirigenti nell'ambito dell'attività istruttoria espletata (...)».

Di rilievo è, altresì, la sentenza del Tribunale di Milano, III Sezione Penale, 12149 del 12 novembre 2015, depositata il 5 febbraio 2016, concernente un caso di abuso di informazioni privilegiate; la sentenza ha affermato la punibilità del cosiddetto *insider* di sé stesso, ove sussista il presupposto dell'informazione privilegiata, considerato che la disciplina del Tuf – abrogando la previgente norma di cui all'art. 2, comma I, della legge 157/1991, fondata sull'ottenimento dell'informazione 'riservata' e, conseguenzialmente, sulla necessaria alterità dell'informazione rispetto al suo detentore – «non postula più alcuna diversità soggettiva tra creatore della notizia ed utilizzatore della stessa»; pertanto, il Tribunale ha precisato che: «l'informazione, una volta sorta, deve ritenersi privilegiata anche rispetto al suo creatore».

**Tav. 21 Costituzioni di parte civile dell'Istituto in procedimenti penali relativi a reati di *insider trading* e manipolazione del mercato**

| anno | costituzioni   | reato <sup>1</sup>                                 | esito al 31 dicembre 2016   |
|------|----------------|--|---|
| 2010 | 3              | <i>insider trading</i> , manipolazione del mercato | 2 sentenze di condanna <sup>2</sup><br>1 sentenza di assoluzione  |
| 2011 | 6 <sup>3</sup> | manipolazione del mercato                          | 3 sentenze di condanna <sup>4</sup><br>1 sentenza di patteggiamento<br>1 sentenza di proscioglimento per prescrizione         |
| 2012 | 2              | <i>insider trading</i> , manipolazione del mercato | 1 sentenza di condanna<br>1 sentenza di assoluzione <sup>5</sup>  |
| 2013 | 5              | <i>insider trading</i> , manipolazione del mercato | 1 sentenza di condanna <sup>6</sup><br>3 sentenze di patteggiamento<br>1 sentenza di proscioglimento per prescrizione         |
| 2014 | 9              | <i>insider trading</i> , manipolazione del mercato | 4 sentenze di condanna<br>1 sentenza di patteggiamento<br>2 sentenze dichiarative di incompetenza per territorio <sup>7</sup> |
| 2015 | 6              | <i>insider trading</i> , manipolazione del mercato | 3 sentenze di assoluzione   |
| 2016 | 6 <sup>8</sup> | <i>insider trading</i> , manipolazione del mercato |   |

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> Una delle sentenze di primo grado è stata riformata dalla Corte d'Appello di Roma con sentenza di assoluzione. <sup>5</sup> La Corte d'Appello di Milano, a parziale riforma della sentenza di primo grado, ha dichiarato l'imputato responsabile agli effetti civili. <sup>6</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>7</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. <sup>8</sup> Oltre a queste, in un procedimento penale ove la costituzione di parte civile è avvenuta nel 2016, vi è stata riunione ad altro procedimento in cui la Consob si è costituita parte civile nel 2015.

### Infine, due giudizi sono stati definiti in grado d'appello.

Nel primo – concernente un caso di manipolazione operativa – con sentenza 6306 del 1° luglio 2016, depositata il 4 luglio 2016, la Corte d'Appello di Milano, II Sezione Penale, a parziale riforma della pronuncia di assoluzione di primo grado, ha dichiarato l'imputato responsabile agli effetti civili e lo ha condannato a risarcire alla Consob, oltre che il danno non patrimoniale all'integrità del mercato, il danno patrimoniale, «coerentemente con l'insegnamento della S.C. che (in tema di reati tributari) ha riconosciuto il diritto della P.A. al risarcimento del c.d. 'danno funzionale' (rappresentato dallo sviamento e turbamento dell'attività di accertamento)».

Nel secondo – riguardante un'ipotesi di manipolazione informativa – la Corte d'Appello di Roma, I Sezione Penale, in riforma della sentenza di condanna di primo grado, ha assolto gli imputati. La Consob ha proposto ricorso per Cassazione avverso la sentenza di assoluzione di secondo grado, non ritenendo condivisibili le statuizioni formulate dalla competente Corte d'Appello.



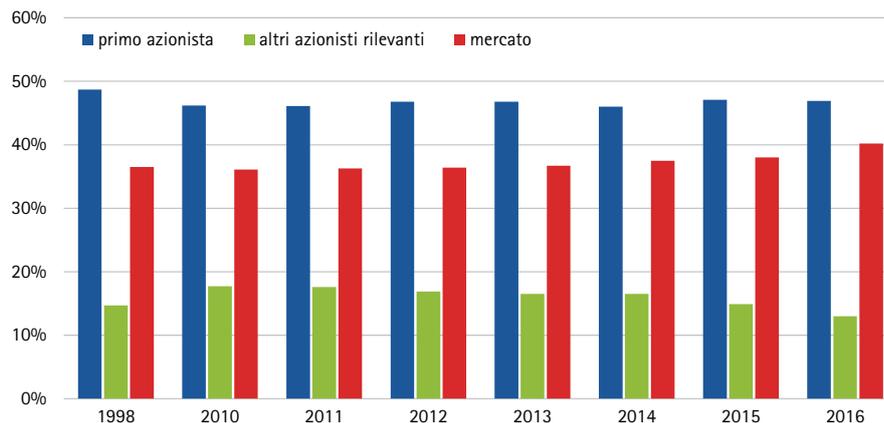
# La vigilanza su emittenti e società di revisione

## 1 Gli assetti proprietari delle società quotate

A fine 2016, la quota media detenuta dal principale azionista nelle società quotate italiane è pari a circa il 47 per cento, in linea con i valori registrati a partire dal 2010. Il dato si è invece ridotto di circa quattro punti percentuali per gli altri azionisti rilevanti, attestandosi al 13 per cento, mentre è cresciuta di pari misura la quota del mercato portandosi al 40 per cento circa (Fig. 8).

Confrontando i dati attuali sulla concentrazione proprietaria con i valori registrati nel 1998, emerge una leggera riduzione della quota mediamente detenuta dal primo azionista e di quella relativa agli altri azionisti rilevanti (entrambe diminuite di circa due punti percentuali). Al contrario, la quota media di mercato è aumentata, passando dal 36,5 per cento al 40,2 per cento.

**Fig. 8 Concentrazione proprietaria delle società quotate italiane**  
(situazione al 31 dicembre; valori percentuali)



Fonte: Consob. Dati relativi alle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA; le cooperative sono escluse. Media del capitale ordinario con diritto di voto. Alla voce 'mercato' sono riportate le partecipazioni non detenute da azionisti rilevanti.

## 2 Le assemblee e gli organi societari

Nel corso delle assemblee tenute nel 2016 dalle 100 società italiane a più elevata capitalizzazione, è intervenuto in media circa il 71 per cento del capitale sociale. Quest'ultimo è rappresentato per il 19 per cento da investitori istituzionali, la cui presenza è cresciuta di oltre 8 punti percentuali rispetto al 2012, per effetto della maggiore partecipazione assembleare degli investitori esteri (Tav. 22).

**Tav. 22 Partecipazione alle assemblee delle prime 100 società quotate italiane per capitalizzazione**

|      | numero di partecipanti |                           | quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea |                           |                                    |                                  |
|------|------------------------|---------------------------|---|---------------------------|------------------------------------|----------------------------------|
|      | totale                 | investitori istituzionali | totale  | investitori istituzionali | investitori istituzionali italiani | investitori istituzionali esteri |
| 2012 | 454                    | 350                       | 70,2  | 11,5                      | 1,1                                | 10,4                             |
| 2013 | 408                    | 338                       | 70,3  | 13,0                      | 0,9                                | 12,1                             |
| 2014 | 407                    | 353                       | 70,7  | 17,5                      | 0,9                                | 16,5                             |
| 2015 | 479                    | 402                       | 71,1  | 18,1                      | 0,9                                | 17,3                             |
| 2016 | 532                    | 448                       | 70,6  | 19,1                      | 1,2                                | 17,9                             |

Fonte: elaborazioni sui verbali delle assemblee di approvazione delle relazioni sulla remunerazione tenutesi nel primo semestre dell'anno. Valori medi relativi alle prime 100 (per capitalizzazione) società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA; le cooperative sono escluse.

Le caratteristiche degli organi di amministrazione delle società quotate sono stabili nel tempo, salvo alcuni cambiamenti nella *board diversity* guidati dall'applicazione della legge 120/2011 in materia di quote di genere. Con particolare riferimento alla dimensione, a fine 2015 i consigli di amministrazione delle società che adottano il modello tradizionale sono composti in media da 9,8 membri, in lieve calo rispetto ai valori registrati a partire dal 2010. Nel consiglio di sorveglianza delle società dualistiche siedono 17 membri (12,4 nel 2009), mentre il consiglio di gestione conta in media sei amministratori (7,7 nel 2009; Tav. 23).

**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                      |
| 2015 | 9,8                          | 6,0                   | 17,0                      |

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario e gli assetti proprietari delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA pubblicate nell'anno successivo a quello di riferimento. Dati relativi alle società le cui relazioni erano disponibili alla data di rilevazione.

A fine 2016, in sostanziale continuità con i dati relativi agli anni precedenti, 226 società su 231 adottano il modello tradizionale, due il monistico e le restanti tre il dualistico (Tav. 24).

Rispetto agli anni precedenti è cresciuto il peso sulla capitalizzazione delle società monistiche, per via dell'adozione di tale modello da parte di una grande banca quotata (Intesa San Paolo).

**Tav. 24 Sistemi di amministrazione e controllo adottati dalle società quotate italiane**  
(situazione al 31 dicembre)

|      | monistico <sup>2</sup> |                   | dualistico <sup>3</sup> |                   | tradizionale |                   | totale |                   |
|------|------------------------|-------------------|-------------------------|-------------------|--------------|-------------------|--------|-------------------|
|      | numero                 | peso <sup>1</sup> | numero                  | peso <sup>1</sup> | numero       | peso <sup>1</sup> | numero | peso <sup>1</sup> |
| 2009 | 4                      | 0,1               | 7                       | 11,7              | 267          | 88,2              | 278    | 100,0             |
| 2010 | 3                      | 0,1               | 7                       | 8,3               | 260          | 91,7              | 270    | 100,0             |
| 2011 | 3                      | 0,1               | 7                       | 8,1               | 250          | 91,8              | 260    | 100,0             |
| 2012 | 2                      | 0,1               | 6                       | 7,5               | 243          | 92,4              | 251    | 100,0             |
| 2013 | 2                      | 0,1               | 5                       | 8,6               | 237          | 91,3              | 244    | 100,0             |
| 2014 | 2                      | 0,1               | 4                       | 10,7              | 232          | 89,2              | 238    | 100,0             |
| 2015 | 2                      | 0,1               | 4                       | 11,3              | 228          | 88,6              | 234    | 100,0             |
| 2016 | 2                      | 8,5               | 3                       | 0,9               | 226          | 90,6              | 231    | 100,0             |

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario e gli assetti proprietari delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA pubblicate nell'anno successivo a quello di riferimento. Dati relativi alle società le cui relazioni erano disponibili alla data di rilevazione. <sup>1</sup> Percentuale sulla capitalizzazione delle azioni ordinarie di tutte le società. <sup>2</sup> Il modello monistico prevede la presenza di un consiglio di amministrazione nominato dall'assemblea degli azionisti e di un comitato per il controllo sulla gestione composto da amministratori non esecutivi indipendenti. <sup>3</sup> Il modello dualistico prevede la presenza di un consiglio di sorveglianza nominato dall'assemblea degli azionisti e di un consiglio di gestione nominato dal consiglio di sorveglianza.

La presenza femminile nei *board* ha oltrepassato, a fine 2016, la soglia del 31 per cento del totale degli incarichi di consigliere, consolidando gli effetti della legge 120/2011, che come noto ha imposto il criterio di riparto tra generi nella composizione degli organi sociali per tre mandati (Tav. 25).

**Tav. 25 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              |
| 2016 | 701  | 31,6              | 226   | 99,1              |

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.

Per effetto dell'applicazione della legge, è altresì cresciuta la percentuale di società in cui almeno una donna siede nel *board*, passando dal 50 per cento nel 2010 al 99 per cento a fine 2016.

Il peso delle donne rispetto alla numerosità totale dell'organo amministrativo è vicino alla soglia di un terzo nelle società del Ftse Mib e nelle società di minori dimensioni, mentre è marginalmente inferiore per le società dell'indice Mid Cap e del segmento Star (Tav. 26).

**Tav. 26 Presenza femminile negli organi di amministrazione delle società quotate italiane per indice di appartenenza**  
(situazione al 31 dicembre 2016)

| 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             | 34                          | 78,0                                     | 100,0  | 32,6   |
| Mid Cap <sup>2</sup> | 36                          | 12,8                                     | 97,3   | 31,3   |
| Star <sup>2</sup>    | 69                          | 7,1                                      | 100,0  | 29,7   |
| altro                | 87                          | 1,8                                      | 98,9   | 32,8   |
| <i>totale</i>        | <i>226</i>                  | <i>99,8</i>                              | <i>99,1</i>  | <i>31,6</i>  |

Fonte: dati Consob sulla composizione degli organi sociali. <sup>1</sup> Rapporto percentuale tra la capitalizzazione delle azioni ordinarie delle società riferibili a ciascun indice e la capitalizzazione delle azioni ordinarie 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.

Con riferimento alle altre caratteristiche dei membri degli organi sociali, a fine 2015 l'età media degli amministratori è di circa 57 anni, gli stranieri si attestano al 7 per cento del totale e gli amministratori *family* (così classificati in quanto coincidono o hanno rapporti di parentela con l'azionista di controllo) rappresentano il 16 per cento del *board*. Con riguardo al livello di istruzione, circa l'86 per cento degli amministratori è laureato e, tra questi, il 20,5 per cento è in possesso di un titolo di studio *post-laurea* (un master e/o un dottorato). Circa sette amministratori su dieci sono classificabili come manager, mentre i restanti sono qualificabili come consulente/professionista (21 per cento) o accademico (8 per cento; Tav. 27).

I profili di *board diversity* sembrano essere associati a settore di appartenenza e dimensione dell'impresa. In particolare, nelle società di servizi è più frequente la presenza di amministratori più giovani e stranieri; nelle imprese industriali i membri del *board* sono più spesso legati all'azionista di controllo; nel settore finanziario ricorrono un'età mediamente più alta, titoli di studio più elevati e una minore presenza di stranieri e di amministratori *family*. Per quanto concerne la dimensione dell'impresa, le società del Ftse Mib si caratterizzano per una maggiore presenza di amministratori stranieri, più anziani, con titoli di studio più elevati e una minore incidenza di membri legati all'azionista di controllo da rapporti di parentela. Diversamente, alle società incluse nello Star sono riconducibili amministratori meno frequentemente laureati, in gran parte italiani e qualificabili come *family*.

**Tav. 27 Caratteristiche degli amministratori nelle società quotate italiane**  
(situazione al 31 dicembre 2015)

|                      | numero       | %<br>donne  | età<br>media | %<br>stranieri | %<br>family <sup>1</sup> | titolo di studio |                               | profilo professionale |                     |                 |
|----------------------|--------------|-------------|--------------|----------------|--------------------------|------------------|-------------------------------|-----------------------|---------------------|-----------------|
|                      |              |             |              |                |                          | %<br>laureati    | % post<br>laurea <sup>2</sup> | %<br>manager          | %<br>professionisti | %<br>accademici |
| finanziario          | 573          | 27,4        | 57,6         | 5,6            | 7,5                      | 87,1             | 22,4                          | 68,1                  | 22,0                | 9,6             |
| industriale          | 1.150        | 27,4        | 56,6         | 6,9            | 21,2                     | 84,6             | 18,0                          | 72,3                  | 20,2                | 7,0             |
| servizi              | 499          | 29,1        | 55,8         | 9,4            | 13,0                     | 86,2             | 23,7                          | 68,1                  | 22,6                | 8,2             |
| Ftse Mib             | 461          | 28,6        | 57,7         | 10,8           | 6,9                      | 91,3             | 27,3                          | 73,3                  | 14,5                | 11,7            |
| Mid Cap <sup>3</sup> | 420          | 26,4        | 57,5         | 7,9            | 12,6                     | 90,5             | 20,5                          | 68,8                  | 20,7                | 9,8             |
| Star <sup>3</sup>    | 640          | 26,4        | 56,7         | 5,8            | 22,0                     | 80,5             | 17,9                          | 71,6                  | 20,2                | 8,3             |
| altro                | 701          | 29,2        | 55,5         | 5,4            | 18,0                     | 83,6             | 17,7                          | 68,0                  | 26,8                | 4,1             |
| famiglia             | 1.322        | 27,4        | 56,9         | 7,6            | 26,6                     | 84,3             | 18,1                          | 70,5                  | 21,8                | 7,1             |
| Stato ed enti locali | 173          | 31,2        | 55,5         | 3,5            | —                        | 87,9             | 23,0                          | 68,2                  | 19,1                | 11,0            |
| istitut. finanziarie | 88           | 25,0        | 55,3         | 14,8           | —                        | 95,5             | 34,5                          | 72,7                  | 21,6                | 5,7             |
| misto <sup>4</sup>   | 137          | 29,9        | 56,2         | 5,8            | —                        | 91,2             | 20,0                          | 73,0                  | 22,6                | 4,4             |
| no UCA <sup>5</sup>  | 502          | 27,5        | 57,0         | 6,2            | —                        | 85,1             | 23,0                          | 69,3                  | 19,9                | 10,6            |
| <i>totale</i>        | <i>2.222</i> | <i>27,8</i> | <i>56,7</i>  | <i>7,1</i>     | <i>15,8</i>              | <i>85,6</i>      | <i>20,5</i>                   | <i>70,3</i>           | <i>21,2</i>         | <i>8,0</i>      |

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario e gli assetti proprietari delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA pubblicate nel 2016 per l'esercizio 2015; classificazione settoriale Borsa Italiana. Dati relativi alle società le cui relazioni erano disponibili alla data di rilevazione. <sup>1</sup> Numero di amministratori *family* (azionista di controllo o membro della famiglia del socio di controllo) in percentuale del numero totale degli amministratori compresi in ogni categoria. <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 settore. <sup>3</sup> Le società che appartengono sia al segmento Star sia all'indice Mid Cap vengono incluse solo nella categoria Star. <sup>4</sup> Società non incluse in una delle categorie precedenti (cioè le società controllate da entrambe le istituzioni finanziarie e le famiglie). <sup>5</sup> Società per le quali non è identificabile l'*ultimate controlling agent* (UCA), ossia società non controllate e società quotate controllate da società non controllata.

La *board diversity* risulta associata anche all'identità dell'azionista di controllo. Nei consigli delle società controllate da un'istituzione finanziaria sono più frequentemente rappresentate diverse nazionalità, gli amministratori sono mediamente più giovani, hanno titoli di studio più elevati e un profilo prevalentemente manageriale. Al contrario, le imprese familiari si caratterizzano per una minore percentuale di amministratori laureati e una maggiore presenza di consulenti/professionisti.

Le caratteristiche degli amministratori in termini di età, livello di istruzione e *background* professionale mostrano un certo grado di variabilità a seconda del genere (Tav. 28).

A fine 2015, mentre la percentuale di membri stranieri è simile per uomini e donne (rispettivamente, 7 e 7,5 per cento), l'età media è maggiore per i primi (rispettivamente, 59 *versus* 51 anni circa) così come la percentuale di amministratori *family* (rispettivamente, 17 e 13 per cento). Le donne posseggono più frequentemente titoli di studi più elevati (il dato vale soprattutto per i titoli *post laurea*), mentre la proporzione di amministratori qualificabili come manager è significativamente superiore a quella riferibile alle amministratrici (rispettivamente, 77 e 54 per cento circa).

**Tav. 28 Caratteristiche degli amministratori e delle società quotate italiane per genere**  
(situazione al 31 dicembre)

|      |                       | numero | % stranieri | età media | % family <sup>1</sup> | titolo di studio |                            | profilo professionale |                  |              |         |
|------|-----------------------|--------|-------------|-----------|-----------------------|------------------|----------------------------|-----------------------|------------------|--------------|---------|
|      |                       |        |             |           |                       | % laurea         | % post laurea <sup>2</sup> | % manager             | % professionisti | % accademici | % altro |
| 2012 | <i>amministratori</i> | 2.401  | 5,0         | 57,6      | 16,2                  | 84,4             | 15,3                       | 76,4                  | 15,4             | 8,0          | 0,2     |
|      | donne                 | 283    | 5,3         | 50,5      | 25,8                  | 82,7             | 20,9                       | 68,7                  | 17,8             | 13,2         | 0,4     |
|      | uomini                | 2.118  | 4,9         | 58,5      | 14,9                  | 84,6             | 14,5                       | 77,4                  | 15,1             | 7,4          | 0,2     |
| 2015 | <i>amministratori</i> | 2.222  | 7,1         | 56,7      | 15,8                  | 85,6             | 20,5                       | 70,3                  | 21,2             | 8,0          | 0,5     |
|      | donne                 | 617    | 7,5         | 50,9      | 13,1                  | 88,5             | 29,7                       | 54,1                  | 33,2             | 12,2         | 0,5     |
|      | uomini                | 1.605  | 7,0         | 58,9      | 16,9                  | 84,5             | 16,7                       | 76,5                  | 16,6             | 6,4          | 0,6     |

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario e gli assetti proprietari delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA pubblicate nell'anno successivo a quello di riferimento. Dati relativi alle società le cui relazioni erano disponibili alla data di rilevazione. <sup>1</sup> Numero di amministratori *family* (azionista di controllo o membro della famiglia del socio di controllo) in percentuale del numero totale degli amministratori compresi in ogni ripartizione. <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 ripartizione.

Queste differenze sono in linea con le rilevazioni degli anni precedenti, dalle quali si evince tra l'altro che le donne nominate dopo il 2012 hanno contribuito a modificare le caratteristiche dei *board*, determinando sia un incremento della percentuale di amministratori laureati (dall'84 per cento nel 2012 all'86 per cento circa nel 2015) e in possesso di un titolo *post laurea* (dal 15 al 20 per cento circa) sia una riduzione dell'incidenza del profilo professionale manageriale (di sei punti percentuali da poco più del 76 per cento) a beneficio del profilo dei professionisti (la cui presenza è passata da poco più del 15 per cento al 21 per cento). Anche l'età media si è ridotta (da 57,6 a 56,7 anni), grazie alla crescente presenza delle donne, in genere più giovani degli uomini. Sebbene l'incidenza degli amministratori con legami familiari con l'azionista di controllo risulti sostanzialmente stabile (attorno al 16 per cento), la distribuzione in base al genere evidenzia una significativa riduzione della percentuale di donne *family* (dal 26 per cento circa nel 2012 al 13 per cento nel 2015).

Le caratteristiche degli amministratori si differenziano anche a seconda che esista o meno un legame con l'azionista di controllo (Tav. 29).

Nel dettaglio, tra gli amministratori *family* i laureati rappresentano il 70 per cento, a fronte dell'88 per cento circa degli amministratori privi di legami con l'azionista di controllo, mentre coloro che posseggono un master o un dottorato sono il 15 per cento, a fronte del 21 per cento dei *non-family*. Tali differenze sono particolarmente pronunciate nel caso delle donne, essendo le percentuali di laureate 64 e 92 per cento, rispettivamente, per *family* e *non-family*. Per quanto concerne il profilo professionale, gli amministratori legati all'azionista di controllo sono classificabili come manager nella quasi totalità dei casi (94 per cento circa) a fronte del 66 per cento registrato per l'altro gruppo.

**Tav. 29 Caratteristiche degli amministratori e delle società quotate italiane per genere e relazione con l'azionista di controllo**

(situazione al 31 dicembre 2015)

|                |                            | numero | presenza media <sup>1</sup> | titolo di studio |                            | profilo professionale |                  |              |         |
|----------------|----------------------------|--------|-----------------------------|------------------|----------------------------|-----------------------|------------------|--------------|---------|
|                |                            |        |                             | % laurea         | % post laurea <sup>2</sup> | % manager             | % professionisti | % accademici | % altro |
| amministratori | <i>family</i> <sup>3</sup> | 352    | 91,3                        | 70,5             | 14,9                       | 93,8                  | 6,3              | --           | --      |
|                | <i>non-family</i>          | 1.870  | 91,5                        | 88,4             | 21,3                       | 65,9                  | 24,0             | 9,5          | 0,6     |
| donne          | <i>family</i> <sup>3</sup> | 81     | 88,9                        | 64,2             | 19,2                       | 84,0                  | 16,0             | --           | --      |
|                | <i>non-family</i>          | 536    | 90,7                        | 92,2             | 30,8                       | 49,6                  | 35,8             | 14,0         | 0,6     |
| uomini         | <i>family</i> <sup>3</sup> | 271    | 92,0                        | 72,3             | 13,8                       | 96,7                  | 3,3              | --           | --      |
|                | <i>non-family</i>          | 1.334  | 91,8                        | 87,0             | 17,2                       | 72,4                  | 19,3             | 7,6          | 0,7     |

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario e gli assetti proprietari delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA pubblicate nell'anno successivo a quello di riferimento. Dati relativi alle società le cui relazioni erano disponibili alla data di rilevazione. <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 ripartizione. <sup>3</sup> L'amministratore *family* è l'azionista di controllo o un membro della famiglia del socio di controllo.

La maggior parte delle imprese italiane quotate conta almeno un amministratore titolare di incarichi di amministrazione in altre società quotate. Nella quasi totalità dei casi l'*interlocking* coinvolge solo una minoranza dei membri del *board* (in 80 società meno di un quarto e in 67 società una percentuale compresa tra il 25 e il 50 per cento); solo in 19 imprese di piccole dimensioni il fenomeno riguarda più della metà degli amministratori (Tav. 30).

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

(situazione al 31 dicembre 2016)

| quota dei componenti del consiglio di amministrazione con più di una carica <sup>2</sup> | società finanziarie |                   | società non finanziarie |                   | totale     |                   |
|--|---------------------|-------------------|-------------------------|-------------------|------------|-------------------|
|  | numero              | peso <sup>1</sup> | numero                  | peso <sup>1</sup> | numero     | peso <sup>1</sup> |
| 0%   | 13                  | 7,5               | 49                      | 4,5               | 62         | 5,4               |
| < 25%  | 16                  | 26,8              | 64                      | 19,3              | 80         | 21,5              |
| dal 25% al 50%   | 20                  | 61,4              | 47                      | 72,3              | 67         | 69,0              |
| dal 50% al 75%   | 4                   | 4,3               | 13                      | 3,9               | 17         | 4,0               |
| ≥ 75%  | --                  | --                | 2                       | 0,0               | 2          | 0,0               |
| <i>totale</i>  | <i>53</i>           | <i>100,0</i>      | <i>175</i>              | <i>100,0</i>      | <i>228</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.

Il peso degli amministratori indipendenti ai sensi del Tuf e/o del Codice di autodisciplina è pari al 46 per cento circa (corrispondente a una presenza mediamente inferiore a cinque membri), raggiungendo il valore maggiore nel settore finanziario (poco meno del 51 per cento) e quello minore nelle società industriali (44 per cento circa; Tav. 31).

**Tav. 31 Presenza di amministratori indipendenti negli organi di amministrazione delle società quotate italiane**  
(situazione al 31 dicembre 2015)

|               | amministratori indipendenti<br>(da Tuf) |                   | amministratori indipendenti<br>(da Codice di autodisciplina) |                   | amministratori indipendenti<br>(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   | 5,8                                     | 50,6              | 4,7  | 42,6              | 5,8  | 50,7              |
| industriale   | 4,0                                     | 42,9              | 3,7  | 39,6              | 4,1  | 43,9              |
| servizi       | 4,7                                     | 47,7              | 4,4  | 44,2              | 4,8  | 48,7              |
| <b>totale</b> | <b>4,6</b>                              | <b>45,8</b>       | <b>4,1</b>   | <b>41,3</b>       | <b>4,7</b>   | <b>46,6</b>       |

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario e sugli assetti proprietari delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA pubblicate nel 2016 per l'esercizio 2015; classificazione settoriale Borsa Italiana. Dati relativi alle società le cui relazioni sul governo societario erano disponibili alla data di rilevazione. <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 di minoranza, presenti in 98 emittenti (93 a fine 2012), pesano per circa l'8 per cento del *board* e sono in media 1,8 (0,8 se si considerano tutte le società quotate; Tav. 32).

**Tav. 32 Presenza di amministratori di minoranza negli organi di amministrazione delle società quotate italiane**  
(situazione al 31 dicembre 2015)

|               | 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   | 23  | 1,0 (2,2)                   | 8,0               | 6,1   | 52,8              |
| industriale   | 47  | 0,6 (1,7)                   | 6,7               | 4,2   | 45,6              |
| servizi       | 28  | 1,0 (1,8)                   | 9,9               | 5,0   | 50,6              |
| <b>totale</b> | <b>98</b>   | <b>0,8 (1,8)</b>            | <b>7,8</b>        | <b>4,8</b>  | <b>48,3</b>       |

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario e sugli assetti proprietari delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA pubblicate nel 2016 per l'esercizio 2015; classificazione settoriale Borsa Italiana. Dati relativi alle società le cui relazioni sul governo societario erano disponibili alla data di rilevazione. 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.

Continua a crescere il numero di emittenti che scelgono di istituire comitati all'interno del *board*. A fine 2015 il comitato per le remunerazioni è adottato da 204 società, corrispondenti a una capitalizzazione del 99 per cento. Il numero medio di componenti è 3,1; le donne sono in media 1,1 e gli amministratori indipendenti 2,5. Il comitato si riunisce in media circa quattro volte l'anno. Il comitato per il controllo e i rischi è adottato da 212 emittenti ed è composto in media da tre membri circa, 2,7 amministratori indipendenti e 1,2 donne. Il comitato per le nomine è adottato da 123 società, per una capitalizzazione pari all'82 per cento circa del mercato. In linea con le evidenze riportate per gli altri due comitati, il comitato nomine è composto in media da tre membri, mentre il numero medio di amministratori indipendenti è 2,6 (Tav. 33).

**Tav. 33 Comitati istituiti nel *board* delle società quotate italiane**  
(situazione al 31 dicembre)

|                    |      | adottato                       |                          | dimensione e composizione |                       |  | numero medio di riunioni |
|--------------------|------|--------------------------------|--------------------------|---------------------------|-----------------------|--|--------------------------|
|                    |      | numero di società <sup>1</sup> | <i>peso</i> <sup>2</sup> | numero medio di membri    | numero medio di donne | numero medio di amministratori indipendenti <sup>3</sup> |                          |
| remunerazioni      | 2012 | 215                            | 98,9                     | 3,1                       | 0,4                   | 2,4  | 3,4                      |
|                    | 2013 | 210                            | 98,9                     | 3,1                       | 0,6                   | 2,5  | 3,7                      |
|                    | 2014 | 200                            | 99,0                     | 3,1                       | 0,8                   | 2,6  | 3,7                      |
|                    | 2015 | 204                            | 99,0                     | 3,1                       | 1,1                   | 2,5  | 4,2                      |
| controllo e rischi | 2012 | 220                            | 98,9                     | 3,2                       | 0,5                   | 2,7  | 6,7                      |
|                    | 2013 | 216                            | 99,1                     | 3,2                       | 0,7                   | 2,6  | 6,9                      |
|                    | 2014 | 206                            | 99,4                     | 3,2                       | 0,9                   | 2,7  | 7,1                      |
|                    | 2015 | 212                            | 99,6                     | 3,2                       | 1,2                   | 2,7  | 7,4                      |
| nomine             | 2012 | 95                             | 69,9                     | 3,3                       | 0,4                   | 2,5  | 4,1                      |
|                    | 2013 | 112                            | 79,9                     | 3,3                       | 0,6                   | 2,6  | 4,1                      |
|                    | 2014 | 114                            | 82,1                     | 3,3                       | 0,7                   | 2,7  | 3,9                      |
|                    | 2015 | 123                            | 81,8                     | 3,2                       | 1,0                   | 2,6  | 4,3                      |

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario e sugli assetti proprietari delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA pubblicate nell'anno successivo a quello di riferimento. Dati relativi alle società le cui relazioni sul governo societario erano disponibili alla data di rilevazione. <sup>1</sup> Numero di società che hanno istituito il comitato. In alcuni casi il comitato per le remunerazioni coincide con il comitato per le nomine. <sup>2</sup> Percentuale sulla capitalizzazione delle azioni ordinarie di tutte le società. <sup>3</sup> Numero medio di amministratori indipendenti secondo i criteri del Codice di autodisciplina o, in mancanza, del Tuf.

Dal 2011 al 2015 il numero di società che dichiarano di aver effettuato il processo di *board evaluation* è passato da 176 a 184, mentre nello stesso periodo le imprese che hanno adottato piani di successione per gli amministratori e/o per i dirigenti è aumentato da sette a 30 (Tav. 34).

**Tav. 34 Autovalutazione dell'organo di amministrazione e piani di successione nelle società quotate italiane per settore**  
(situazione al 31 dicembre)

|      |               | autovalutazione             |                                     | piani di successione        |                                     |
|------|---------------|-----------------------------|-------------------------------------|-----------------------------|-------------------------------------|
|      |               | numero società <sup>1</sup> | <i>peso sul totale</i> <sup>2</sup> | numero società <sup>3</sup> | <i>peso sul totale</i> <sup>2</sup> |
| 2011 |               | 176                         | 68,7                                | 7                           | 2,7                                 |
| 2012 |               | 177                         | 73,1                                | 13                          | 5,4                                 |
| 2013 |               | 181                         | 76,4                                | 20                          | 8,4                                 |
| 2014 |               | 184                         | 81,8                                | 23                          | 10,2                                |
| 2015 | finanziario   | 46                          | 20,2                                | 11                          | 4,8                                 |
|      | industriale   | 98                          | 43,0                                | 14                          | 6,1                                 |
|      | servizi       | 40                          | 17,5                                | 5                           | 2,2                                 |
|      | <b>totale</b> | <b>184</b>                  | <b>80,7</b>                         | <b>30</b>                   | <b>13,2</b>                         |

Fonte: elaborazioni sulle relazioni sul governo societario e sugli assetti proprietari delle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA pubblicate nell'anno successivo a quello di riferimento; classificazione settoriale Borsa Italiana. Dati relativi alle società le cui relazioni sul governo societario erano disponibili alla data di rilevazione. <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 sette casi in cui il piano non riguarda gli amministratori ma solo i dirigenti e sono escluse nove società che dichiarano di avere pianificato l'adozione di un piano di successione o l'esistenza di meccanismi di successione alternativi.

### 3 L'informativa sugli assetti proprietari

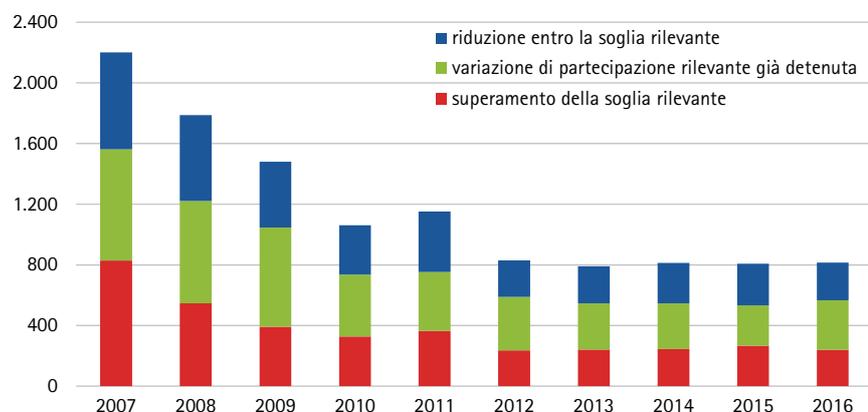
A marzo 2016, per effetto delle novità introdotte dalla Direttiva Transparency, la prima soglia di rilevanza per le comunicazioni alla Consob è passata dal 2 per cento del capitale rappresentato dai diritti di voto al 3 per cento, ovvero al 5 per cento per alcune tipologie di soggetti che possono beneficiare di una specifica esenzione.

A seguito di tali innovazioni, si è reso necessario uno specifico intervento volto ad allineare l'informativa sulle compagini azionarie delle società quotate resa nota dalla Consob tramite il proprio sito internet.

In particolare, sono state interessate da interventi di modifica 70 società quotate; sono state rese note 24 variazioni di posizioni rilevanti, di cui sette relative a partecipazioni in azioni e 17 a nuove partecipazioni in strumenti finanziari e/o aggregate, mentre circa 150 posizioni sono risultate non più rilevanti ai sensi delle nuove disposizioni di legge.

Nel corso del 2016 l'Istituto ha ricevuto 816 comunicazioni relative a partecipazioni in società quotate ai sensi dell'art. 120 del Tuf (Fig. 9).

**Fig. 9 Comunicazioni di partecipazioni rilevanti in società quotate italiane**



Fonte: Consob.

Circa il 29 per cento delle comunicazioni sono state effettuate per il superamento della prima soglia di rilevanza, mentre circa il 31 per cento si riferisce alla riduzione delle partecipazioni entro le medesime soglie.

Il restante 40 per cento ha riguardato la variazione di partecipazioni rilevanti già detenute, suddivise tra comunicazioni di effettiva variazione quantitativa della partecipazione (26 per cento circa del totale) e comunicazioni concernenti variazioni nel titolo del possesso, nei diritti di voto esercitabili o nella catena partecipativa (14 per cento circa). Tra queste ultime sono comprese anche le notifiche effettuate su base volontaria dagli azionisti al fine, ad esempio, di aggiornare l'entità o la modalità di detenzione della partecipazione.

Rispetto al 2015, registrano una flessione di quattro punti percentuali sia le comunicazioni di superamento sia quelle di riduzione al di sotto della prima soglia di rilevanza, verosimilmente per effetto dell'innalzamento della soglia minima di rilevanza. Per contro, le successive comunicazioni di variazione della partecipazione sono aumentate di 8 punti percentuali (dal 32 per cento nel 2015).

Lo scostamento maggiore si è riscontrato nell'ambito delle comunicazioni effettuate per partecipazioni in strumenti finanziari e/o aggregate (da 11 nel 2015 a 94 nel 2016). Tale incremento è prevalentemente legato alla modifica al Regolamento Emittenti (delibera 19466 del 25 novembre 2015) che ha ridotto dal 10 al 5 per cento del capitale delle società la soglia a partire dalla quale assumono rilevanza le partecipazioni aggregate nonché a ulteriori modifiche al suddetto Regolamento entrate in vigore in occasione del recepimento della Direttiva Transparency, che hanno ampliato le fattispecie degli strumenti finanziari considerati rilevanti ai fini del calcolo della partecipazione (delibera 19614 del 26 maggio 2016).

Nel corso del 2016 le comunicazioni da parte degli emittenti quotati riferite a operazioni su azioni proprie sono state 23, in lieve diminuzione rispetto alle 28 del 2015. Le comunicazioni di operazioni di vendita hanno prevalso su quelle riferite a operazioni di acquisizione.

Per quanto riguarda la tipologia dei soggetti dichiaranti, in linea con le evidenze del 2015, si è registrata una prevalenza di soggetti stranieri, le cui comunicazioni hanno riguardato il 67 per cento del totale, e di persone giuridiche (83 per cento). Le comunicazioni ricevute da persone fisiche hanno comunque registrato un discreto aumento (dal 13 al 17 per cento della dichiarazioni totali pervenute).

Le dichiarazioni degli investitori istituzionali, prevalentemente esteri, si sono attestate a circa il 30 per cento delle comunicazioni ricevute, in aumento di sei punti percentuali rispetto all'anno precedente.

Tra le altre categorie di soggetti giuridici dichiaranti, le comunicazioni effettuate da istituti di credito e società di servizi finanziari, sia italiani sia stranieri, hanno rappresentato il 24 per cento del totale, registrando un sostanziale calo rispetto al 2015 (33 per cento); le comunicazioni pervenute da altre categorie di società di capitali hanno rappresentato il 29 per cento del totale, in linea con quanto riscontrato nell'anno precedente.

Nel corso del 2016 sono state effettuate circa 140 comunicazioni relative a patti parasociali rilevanti ai sensi dell'art. 122 del Tuf (170 nel 2015) con riferimento a 68 società quotate. Nell'ambito delle comunicazioni ricevute, in linea con l'anno precedente, poco più della metà sono relative a variazioni di patti parasociali già esistenti, mentre sono lievemente diminuite sia le comunicazioni relative alla stipula di nuovi patti parasociali (da 50 a 46) sia le comunicazioni relative allo scioglimento o venir meno degli scopi previsti nel patto stesso (da 35 a 22). Tra le società ammesse alle negoziazioni nel corso del 2016 tre presentano patti parasociali rilevanti ai sensi della normativa vigente.

La Consob rende note al mercato le comunicazioni relative alle partecipazioni rilevanti e ai patti parasociali tramite il proprio sito internet. Inoltre le comunicazioni sulle partecipazioni rilevanti sono pubblicate dalla Commissione anche tramite i meccanismi di diffusione e stoccaggio autorizzati.

Tale attività consente di disporre di un quadro dell'azionariato rilevante di tutte le società quotate nonché di ricostruire le comunicazioni e le variazioni effettuate da ciascun soggetto dichiarante. L'Istituto, inoltre, contestualmente alla pubblicazione delle comunicazioni ricevute, provvede ad aggiornare le informazioni presenti sul sito relativamente ad azionariato, capitale sociale, partecipazioni in strumenti finanziari e aggregate riferite alle società quotate.

Nel sito dell'Istituto sono altresì disponibili gli estratti dei patti parasociali attualmente in vigore nelle società quotate nonché le loro versioni precedenti e i patti non più rilevanti.

## 4 Le offerte al pubblico di acquisto e scambio

Nel corso del 2016 sono state promosse 23 offerte al pubblico di acquisto e scambio, in sensibile aumento rispetto alle sette offerte promosse l'anno precedente (Tav. 35).

Nei primi due mesi del 2017, sono state promosse tre offerte e ne sono state annunciate quattro.

Le offerte risultate efficaci e quindi perfezionate sono 17, per un controvalore complessivo pari a 2.849 milioni di euro, in riduzione di circa il 48 per cento rispetto ai 5.457 milioni del 2015.

Il dato del 2015 risultava fortemente influenzato dall'offerta di Marco Polo Industrial Holding Spa su azioni ordinarie e risparmio di Pirelli & C., il cui controvalore è stato pari a 4.499 milioni di euro (82 per cento del totale dell'anno). Nel 2016 l'offerta di maggiori dimensioni è stata l'Opa di Heidelberg Cement France Sas su azioni Italcementi, con un controvalore pari a 1.752 milioni di euro (61,5 per cento del totale). Al netto delle due offerte di maggiori dimensioni descritte, il controvalore delle offerte nel 2016 è risultato sostanzialmente in linea con quello del 2015 (rispettivamente, 1.095 milioni e 1.108 milioni di euro).

Con riferimento alla natura dell'offerta, 22 operazioni sono state strutturate come offerte pubbliche di acquisto e una come offerta pubblica di acquisto e scambio avente per oggetto e (parziale) corrispettivo titoli azionari.

In un caso, peraltro, l'offerta di acquisto prevedeva che il corrispettivo fosse obbligatoriamente destinato alla sottoscrizione dell'aumento di capitale della società (Banca Monte dei Paschi di Siena) e l'operazione è stata strutturata attraverso un documento di offerta per il riacquisto degli strumenti e un prospetto informativo per

la parte relativa ai titoli offerti in sottoscrizione (si veda il successivo Capitolo III 'La vigilanza su offerta al pubblico e informativa societaria'). Infine, in tre casi (di cui due - concorrenti - aventi ad oggetto rispettivamente quote di fondi comuni di investimento immobiliare e titoli azionari) le Opa hanno avuto natura di offerta parziale (rispettivamente sul 60 per cento della totalità delle quote emesse da ciascun fondo e sul 30 per cento del capitale sociale dell'emittente).

### Tav. 35 Offerte pubbliche di acquisto e/o scambio promosse nel corso del 2016

| offerente                             | società oggetto dell'offerta | periodo           | tipologia offerta |              |             | controvalore <sup>1</sup> peso <sup>2</sup> |              |
|---------------------------------------|------------------------------|-------------------|-------------------|--------------|-------------|---|--------------|
| <b>AZIONI ORDINARIE</b>               |                              |                   |                   |              |             |   |              |
| Hitachi Rail Italy Invest             | Ansaldo STS                  | 04/01/16-05/02/16 | Opa               | obbligatoria | totalitaria | 127,0                                       | 4,5          |
| Mitsubishi Electric Corp              | DeLclima                     | 25/01/16-12/02/16 | Opa               | obbligatoria | totalitaria | 161,3                                       | 5,7          |
| Sorgente Sgr                          | Nova Re                      | 08/02/16-26/02/16 | Opa               | obbligatoria | totalitaria | 0,2   | ..           |
| Hyster-Yale Capital Hold Italy        | Bolzoni                      | 09/05/16-27/05/16 | Opa               | obbligatoria | totalitaria | 35,2  | 1,2          |
| MIC Bidco Spa                         | Engineering                  | 23/05/16-24/06/16 | Opa               | obbligatoria | totalitaria | 175,3                                       | 6,2          |
| Cairo Communication                   | Rcs MediaGroup               | 13/06/16-15/07/16 | Opas              | volontaria   | totalitaria | 324,0                                       | 11,4         |
| International Media Hold              | Rcs MediaGroup               | 20/06/16-15/07/16 | Opa               | volontaria   | totalitaria | inefficace                                  |              |
| PF Holdings                           | Pininfarina                  | 11/07/16-29/07/16 | Opa               | obbligatoria | totalitaria | ..  | ..           |
| HeidelbergCement France               | Italcementi                  | 29/08/16-30/09/16 | Opa               | obbligatoria | totalitaria | 1.752,9                                     | 61,5         |
| Dedalus <sup>3</sup>                  | NoemaLife                    | 08/08/16-09/09/16 | Opa               | obbligatoria | totalitaria | 6,6   | 0,2          |
| Fgpa                                  | Alerion CleanPower           | 11/10/16-02/12/16 | Opa               | volontaria   | parziale    | 0,4   | ..           |
| Eolo Energia                          | Alerion CleanPower           | 31/10/16-02/12/16 | Opa               | volontaria   | totalitaria | 8,1   | 0,3          |
| Dm Invest                             | Moleskine                    | 14/11/16-02/12/16 | Opa               | obbligatoria | totalitaria | 174,5                                       | 6,1          |
| Eolo Energia                          | Alerion CleanPower           | 23/12/16-17/01/17 | Opa               | obbligatoria | totalitaria | 0,1   | ..           |
| <i>totale azioni ordinarie</i>        |                              |                   |                   |              |             | <i>2.765,7</i>                              | <i>97,1</i>  |
| <b>QUOTE FONDI IMMOBILIARI</b>        |                              |                   |                   |              |             |   |              |
| Blado Investments Sca                 | Fondo Alpha Imm.             | 28/06/16-20/07/16 | Opa               | volontaria   | totalitaria | 33,5  | 1,2          |
| Blado Investments Sca                 | Fondo Imm Dinamico           | 28/06/16-20/07/16 | Opa               | volontaria   | totalitaria | 2,8   | 0,1          |
| Blado Investments Sca                 | Fondo Mediolanum RE          | 28/06/16-20/07/16 | Opa               | volontaria   | totalitaria | inefficace                                  |              |
| Blado Investments Sca                 | Fondo Polis                  | 28/06/16-20/07/16 | Opa               | volontaria   | totalitaria | 20,6  | 0,7          |
| Gsf Eagle Opportuniy                  | Fondo Delta Imm.             | 11/07/16-29/07/16 | Opa               | volontaria   | parziale    | inefficace                                  |              |
| Duomo Holdings, LLC                   | Fondo Mediolanum RE          | 21/07/16-10/08/16 | Opa               | volontaria   | totalitaria | inefficace                                  |              |
| Navona Value Opportunity              | Fondo Delta Imm.             | 25/07/16-12/08/16 | Opa               | volontaria   | parziale    | inefficace                                  |              |
| Mars Grafton                          | Fondo Delta Imm.             | 01/08/16-09/09/16 | Opa               | volontaria   | totalitaria | 26,3  | 0,9          |
| <i>totale quote fondi immobiliari</i> |                              |                   |                   |              |             | <i>83,1</i>                                 | <i>2,9</i>   |
| <b>ALTRI STRUMENTI</b>                |                              |                   |                   |              |             |   |              |
| Monte Paschi Siena <sup>4</sup>       | Monte Paschi Siena           | 28/11/16-02/12/16 | Opa               | volontaria   | totalitaria | inefficace                                  |              |
| <i>totale complessivo</i>             |                              |                   |                   |              |             | <i>2.848,8</i>                              | <i>100,0</i> |

Fonte: Consob. Offerte il cui periodo di adesione è iniziato nel corso dell'anno. <sup>1</sup> Controvalore raccolto in milioni di euro. <sup>2</sup> Percentuale sul totale. <sup>3</sup> L'offerta comprende anche una parte volontaria per l'acquisto di warrant pari a 0,1 milioni di euro. <sup>4</sup> L'offerta, che ha avuto una successiva riapertura nel periodo 16-21 dicembre 2016, ha riguardato strumenti obbligazionari.

Con riguardo alla tipologia di strumento finanziario, le offerte svolte hanno avuto ad oggetto azioni quotate sull'MTA in 14 casi (per un controvalore totale di 2.765 milioni, pari al 97 per cento del totale), quote di fondi comuni di investimento immobiliare di tipo chiuso quotate sul Mercato degli Investment Vehicles in otto casi (per un controvalore totale di 83 milioni, pari a circa il 3 per cento del totale) e, in un caso, obbligazioni prevalentemente quotate sul mercato regolamentato della Borsa di Lussemburgo (offerta risultata poi inefficace).

Dieci delle 14 offerte aventi ad oggetto titoli azionari hanno avuto carattere obbligatorio e quattro volontario. Le offerte volontarie hanno configurato due coppie di offerte concorrenti, finalizzate la prima all'acquisizione del controllo delle società Rcs MediaGroup e la seconda relativa alle azioni Alerion CleanPower, società per la quale un'offerta è stata parziale (Tav. 36; per ulteriori dettagli sulle offerte concorrenti nel 2016 si veda il successivo Riquadro 4).

**Tav. 36 Offerte pubbliche di acquisto e/o scambio su azioni ordinarie**

|      | offerte obbligatorie (totalitarie) |                   | offerte volontarie |          | totale | di cui      |                                 |          |
|------|------------------------------------|-------------------|--------------------|----------|--------|-------------|---------------------------------|----------|
|      | acquisizione controllo             | da consolidamento | totalitarie        | parziali |        | concorrenti | finalizzate al <i>delisting</i> | OPS/Opas |
| 2015 | 4                                  | --                | 2 <sup>1</sup>     | --       | 6      | --          | 4                               | --       |
| 2016 | 10                                 | --                | 3                  | 1        | 14     | 4           | 9                               | 1        |

Fonte: Consob. <sup>1</sup> L'offerta obbligatoria su azioni Pirelli Et C spa era accompagnata anche da un'offerta volontaria totalitaria sulle azioni risparmio.

Le offerte obbligatorie hanno avuto origine dal superamento della soglia rilevante per il controllo di cui all'art. 106, commi 1 e 1-bis, del Tuf.

In otto casi le offerte obbligatorie sono state promosse 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. Nei rimanenti due casi l'offerta ha fatto seguito al superamento della soglia del 25 per cento prevista dall'art. 106, comma 1-bis, del Tuf (Ansaldo STS e Italcementi). Non si sono invece registrate offerte obbligatorie 'da consolidamento', ai sensi dell'art. 106, comma 3, lett. b) del Tuf.

Con riferimento alle sole offerte su titoli azionari finalizzate al *delisting* (di cui nove nel 2016) l'obiettivo è stato raggiunto in sei casi (Tav. 37).

Tra le operazioni di maggior rilievo per la complessità della relativa attività istruttoria rientra l'Opa obbligatoria su Ansaldo STS finalizzata al *delisting* (Riquadro 3).

L'obiettivo di *delisting* indicato nel documento di offerta è stato realizzato nel caso delle seguenti società: DelClima, Bolzoni, Engineering, NoemaLife, Italcementi e Moleskine (azioni revocate a inizio 2017). Solo in due casi (Pininfarina e Nova Re) il *delisting* del titolo non è stato indicato quale obiettivo dell'operazione.

## Riquadro 3

### L'offerta pubblica di acquisto su Ansaldo STS

Nel corso del 2016 è stato adottato, ai sensi degli artt. 106, comma 3, lett. *d*), n. 2, del Tuf e 47-*octies* del Regolamento Emittenti, un provvedimento di rialzo del prezzo di offerta. Tale provvedimento ha riguardato l'offerta pubblica di acquisto obbligatoria promossa da Hitachi Rail Italy Investment Srl sulla totalità delle azioni emesse da Ansaldo STS. L'istanza di rialzo del prezzo di offerta è stata presentata da due fondi di investimento azionisti di minoranza di Ansaldo STS, ai sensi degli artt. 106, comma 3, lett. *d*), n. 2, del Tuf e 47-*sexies* del Regolamento Emittenti. Nell'ambito della complessa e articolata attività istruttoria è stato accertato che: i) l'operazione di compravendita avente ad oggetto il controllo di Ansaldo STS era negozialmente e inscindibilmente collegata alla contestuale cessione del ramo di azienda della non quotata AnsaldoBreda Spa di cui era titolare il medesimo soggetto venditore; ii) nell'ambito di tale operazione, cedente e cessionario erano consapevoli del fatto che un maggior esborso per l'acquisizione del ramo di azienda della società non quotata poteva essere compensato da un risparmio sul corrispettivo per l'acquisto della partecipazione di maggioranza nella quotata. In particolare, alla luce degli elementi informativi e documentali acquisiti, è stata desunta l'esistenza di un'intesa tra acquirente e venditore avente ad oggetto l'intenzione di trasferire una parte del corrispettivo dovuto per la transazione relativa ad Ansaldo STS nella transazione collaterale avente ad oggetto la cessione del ramo di azienda della non quotata. Pertanto, ritenendo sussistenti «elementi sufficienti a ritenere accertata una collusione», la Consob ha aumentato, con la delibera 19508 del 3 febbraio 2016, il prezzo unitario offerto da Hitachi Rail Italy Investment Srl da 9,50 euro per azione a 9,899 euro. Il *quantum* del rialzo è stato determinato dividendo l'accertata componente di prezzo aggiuntiva per il numero di azioni Ansaldo STS oggetto di trasferimento. La delibera è stata impugnata di fronte al Tar del Lazio sia dall'offerente, in qualità di soggetto direttamente leso dal provvedimento di aumento del prezzo, sia dal venditore della partecipazione rilevante, in quanto soggetto colludente con l'offerente, sia dai fondi istanti, per ottenere un rialzo del prezzo superiore a quello deliberato dalla Consob. Il Tar adito ha sospeso tutti i giudizi e rimesso in via pregiudiziale alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea la questione relativa alla compatibilità, con il diritto dell'Unione, della disciplina italiana prevista nei citati artt. 106, comma 3, lett. *d*), n. 2, del Tuf e dall'art. 47-*octies* del Regolamento Emittenti.

Il fenomeno appare meritevole di attenzione e sembra mostrare una accelerazione negli ultimi mesi. A partire dal mese di novembre 2016, infatti, sei offerte su sette sono state promosse (o annunciate) avendo come finalità o conseguenza il *delisting*.

A destare particolare interesse è il fatto che tali offerte riguardano per lo più società di medie/grandi dimensioni e, comunque, quasi mai aziende piccole e/o in crisi. Considerando solo i nove *delisting* effettivamente realizzati a seguito di offerta pubblica nel periodo 2015-2016, infatti, il valore mediano della capitalizzazione delle società revocate è pari a circa 677 milioni di euro. Il valore totale della capitalizzazione di borsa delle società revocate a seguito di Opa è pari a circa 16 miliardi di euro.

**Tav. 37 Offerte pubbliche di acquisto e/o scambio su azioni ordinarie finalizzate al *delisting***

| offerente                             | società oggetto dell'offerta | periodo               | <i>delisting</i> | capitalizzazione <sup>1</sup> |
|---------------------------------------|------------------------------|-----------------------|------------------|-------------------------------|
| FGC Finanziaria Srl                   | Vianini Lavori Spa           | 08/06/2015-03/07/2015 | sì               | 297,8                         |
| Marco Polo Industrial Holding Spa     | Pirelli Et C. Spa            | 09/09/2015-13/10/2015 | sì               | 7.136,1                       |
| Dufry Financial Services Bv           | World Duty Free Spa          | 14/09/2015-09/10/2015 | sì               | 2.608,8                       |
| Hitachi Rail Italy Investments Srl    | Ansaldo STS Spa              | 04/01/2016-05/02/2016 | no               | 1.978,0                       |
| Mitsubishi Electric Corporation       | DeClima Spa                  | 25/01/2016-12/02/2016 | sì               | 677,2                         |
| Hyster-Yale Capital Holding Italy Srl | Bolzoni Spa                  | 09/05/2016-27/05/2016 | sì               | 111,8                         |
| MIC Bidco Spa                         | Engineering Spa              | 23/05/2016-24/06/2016 | sì               | 825,0                         |
| HeidelbergCement France Sas           | Italcementi Spa              | 29/08/2016-30/09/2016 | sì               | 3.702,3                       |
| Dedalus Spa                           | NoemaLife Spa                | 08/08/2016-09/09/2016 | sì               | 61,9                          |
| Eolo Energia Srl                      | Alerion CleanPower Spa       | 31/10/2016-02/12/2016 | no               | 107,2                         |
| Dm Invest Srl                         | Moleskine Spa                | 14/11/2016-02/12/2016 | sì <sup>2</sup>  | 510,4                         |
| Eolo Energia Srl                      | Alerion CleanPower Spa       | 23/12/2016-17/01/2017 | no               | 107,2                         |
| <i>totale</i>                         |                              |                       |                  | <i>18.123,6</i>               |

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Capitalizzazione target calcolata sulla base del corrispettivo di offerta; milioni di euro. <sup>2</sup> Azioni revocate a inizio 2017.

Un ulteriore elemento di novità delle operazioni promosse nel 2016 è il ritrovato interesse del mercato per le quote di fondi immobiliari, strumenti raramente oggetto di Opa negli ultimi dieci anni.

In particolare, nell'anno trascorso sono state lanciate otto offerte, a fronte delle tre offerte nel 2014, una nel 2013, due nel 2010, una nel 2008 e cinque nel 2007. Tali offerte, concentratesi nei mesi di luglio e agosto a seguito di un'operazione multipla (offerte simultanee su quattro strumenti) da parte di Blado Investments Sca, hanno fatto registrare una competizione particolarmente accesa: le quote del Fondo Mediolanum Real Estate, infatti, sono state oggetto di due offerte concorrenti, mentre quelle del Fondo Delta Immobiliare sono state oggetto di tre offerte concorrenti. Le adesioni alle otto offerte sono state tuttavia particolarmente basse, forse a riprova del carattere meramente speculativo delle medesime, collocandosi ben al di sotto della soglia originariamente indicata quale obiettivo dell'operazione e, in quattro casi, determinando il mancato perfezionamento dell'operazione stessa.

Il 2016 si è anche connotato per una aumentata ricorrenza di offerte concorrenti, anche parziali, ovverosia offerte promosse contemporaneamente da soggetti diversi e a condizioni economiche differenti sul medesimo strumento finanziario (si veda il Riquadro 4).

## Riquadro 4

### Le offerte concorrenti

Nel 2016 le offerte concorrenti hanno riguardato quattro strumenti finanziari. Le azioni RCS MediaGroup, in particolare, sono state oggetto di: i) un'offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria totalitaria (unica offerta di scambio del 2016) promossa da Cairo Communication Spa, ai sensi degli artt. 102 e 106, comma 4, del Tuf; ii) un'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria concorrente promossa da International Media Holding Spa, ai sensi degli articoli 102 e 106, comma 4, del Tuf (dichiarata inefficace a causa del mancato verificarsi della 'condizione sul quantitativo minimo').

Le quote del fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso 'Delta Immobiliare' sono state oggetto di: i) un'offerta pubblica di acquisto volontaria parziale promossa da Gsf Eagle Opportuniy Sàrl, ai sensi degli articoli 102 e ss. del Tuf (dichiarata inefficace a causa del mancato verificarsi della 'condizione sul quantitativo minimo'); ii) un'offerta pubblica di acquisto volontaria parziale promossa da Navona Value Opportunity Sàrl, ai sensi degli articoli 102 e ss. del Tuf; iii) un'offerta pubblica di acquisto volontaria parziale promossa, sempre ai sensi degli articoli 102 e ss. del Tuf, da Mars Grafton Sàrl.

Le quote del fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso 'Mediolanum Real Estate' sono state oggetto di: i) un'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria promossa da Blado Investments Sca, ai sensi degli artt. 102 e ss. del Tuf; ii) un'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria promossa, sempre ai sensi degli articoli 102 e ss. del Tuf, da Duomo Holdings LLC.

Infine, le azioni Alerion Clean Power sono state oggetto di: i) un'offerta pubblica di acquisto volontaria parziale promossa, ai sensi degli articoli 102 e ss. del Tuf, da FGPA Srl e ii) un'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria promossa, ai sensi degli artt. 102 e 106, comma 4, del Tuf e dell'art. 44 del Regolamento Emittenti, da Eolo Energia Srl. Si segnala inoltre che la stessa Alerion è stata oggetto di un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria, a seguito del superamento della soglia rilevante del 30 per cento del capitale da parte di uno degli originari offerenti (Eolo Energia Srl), in virtù di un patto stipulato da quest'ultimo con un altro azionista della medesima Alerion (il fondo F2I), e nei primi mesi del 2017 di una nuova offerta di scambio, da parte di un soggetto controllante uno degli originari offerenti (FRI-EL Spa che controlla FGPA Srl).

Tali offerte si sono caratterizzate per un'accesa concorrenza tra gli offerenti, come emerge dai messaggi promozionali diffusi al fine di favorire (ovvero contrastare) le adesioni alle medesime offerte, dalle sollecitazioni di deleghe di voto promosse dagli offerenti in vista delle assemblee convocate successivamente allo svolgimento delle offerte nonché, in taluni casi, dalle iniziative giudiziarie assunte in relazione agli esiti delle offerte.

La recente applicazione della disciplina in materia di offerte concorrenti, anche in relazione a tipologie di offerte di diversa natura (offerte di scambio, parziali, su quote di fondi), ha dunque fornito l'occasione di testare nel concreto la normativa vigente, evidenziandone talune criticità applicative e interpretative. Al riguardo, è risultata di particolare interesse l'applicabilità della disciplina in questione in relazione a offerte che, sebbene promosse sul medesimo strumento finanziario e aventi obiettivi sostanzialmente omogenei, presentavano diversità dal punto di vista delle modalità attraverso le quali perseguire i medesimi obiettivi (segnatamente, in relazione al numero degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta). La questione è connessa alla rilevanza dell'efficacia delle offerte e dell'esito della concorrenza tra offerte. Alla luce di quanto sopra, si sta procedendo a una valutazione complessiva delle vigenti disposizioni regolamentari, anche al fine di una loro eventuale revisione.

### *Quesiti e comunicazioni*

Nel corso del 2016 la Consob ha risposto a diversi quesiti in materia di Opa. In tre casi il quesito era diretto a ottenere una conferma circa la sussistenza dei presupposti per l'esenzione dall'obbligo di Opa, cui hanno fatto seguito specifiche comunicazioni da parte della Commissione (Tav. 38).

Nel complesso, vi sono state cinque operazioni esentate *ipso iure* dall'obbligo di Opa. Negli altri due casi le operazioni sono state esentate senza che sia stato formulato alcun quesito all'Autorità.

L'operazione di fusione per incorporazione di Centrale del Latte di Firenze, Pistoia e Livorno nella società quotata Centrale del Latte di Torino, in termini di effetti prodotti sugli assetti proprietari della società risultante dalla fusione (Centrale del Latte d'Italia), ha determinato: in una prima fase, una diluizione della partecipazione del socio che deteneva il controllo di diritto della società incorporante, con conseguente perdita del controllo; in una seconda fase, per effetto della stipula di un patto parasociale con altri soci, il superamento della soglia rilevante del 30 per cento da parte dei soci sindacati, nonché della soglia dell'Opa obbligatoria cosiddetta incrementale da parte del predetto socio che deteneva il controllo di diritto. È stato tuttavia constatato che tale operazione, sebbene approvata con le maggioranze previste per l'esenzione di cui all'art. 49, comma 1, lett. g), del Regolamento Emittenti (esenzione da *whitewash*), sotto il profilo del presunto superamento della soglia del 30 per cento, non rilevava ai fini dell'applicabilità della disciplina dell'Opa obbligatoria. Infatti, dall'esame del contenuto delle clausole previste dal patto, emergeva l'assenza di una modifica degli assetti di controllo, in quanto il socio che deteneva il controllo di diritto della società incorporante, con una partecipazione sempre superiore al 30 per cento, avrebbe continuato a esercitare un'influenza dominante sulla società. Sotto il profilo dell'eventuale superamento della soglia dell'Opa obbligatoria incrementale, l'operazione in esame si caratterizzava per la propria unitarietà, che escludeva dovesse attribuirsi rilevanza, ai fini dell'applicazione

dell'art. 106, comma 3, lett. b) del Tuf, alle variazioni intermedie poste tra la riduzione e l'immediato incremento della partecipazione rilevante.

### Tav. 38 Quesiti in tema di offerta pubblica di acquisto

| oggetto e riferimenti normativi  | orientamento della Consob  |
|--|--|
| Comunicazione 0019126 del 3 marzo 2016. Quesito in merito all'applicazione dell'esenzione prevista dall'art. 106, comma 5, lett. b), del Tuf e dall'art. 49, comma 1, lett. c), del Regolamento Emittenti (esenzione da Opa nel caso di trasferimento infragruppo).  | La Commissione, con riferimento a un'operazione di trasferimento di una partecipazione rilevante in una società quotata tra società del medesimo gruppo, ha ritenuto non sussistenti i presupposti dell'obbligo di Opa, stante la sostanziale 'neutralità' della riallocazione societaria ai fini degli assetti di controllo e di <i>governance</i> nonché della gestione della quotata. In altri termini, l'Istituto ha riscontrato l'assenza del presupposto fondamentale dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria, ovvero il cambio di controllo, inteso in senso sostanziale.  |
| Comunicazione 0037467 del 26 aprile 2016. Quesito in merito all'applicabilità dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto ai sensi dell'art. 106 del Tuf in relazione all'investimento del Fondo Atlante in Banca Popolare di Vicenza, mediante sottoscrizione di azioni nell'ambito dell'Ipo (esenzione ai sensi dell'art. 49, comma 1, lett. b), (iii), del Regolamento Emittenti in caso di operazioni dirette a salvare una società in crisi).  | La Commissione, con riferimento all'operazione di aumento di capitale deliberato dalla Banca Popolare di Vicenza, da eseguirsi attraverso l'offerta in sottoscrizione di azioni ordinarie della medesima Banca finalizzata alla quotazione sull'MTA, ha affermato che l'intervento del Fondo Atlante nella sottoscrizione di tali azioni derivava dalla necessità di garantire il buon fine dell'aumento di capitale, richiesto «da un'autorità di vigilanza prudenziale, ... al fine di prevenire il ricorso all'amministrazione straordinaria o alla liquidazione coatta amministrativa ai sensi ... del decreto legislativo n. 385 del 1° settembre 1993». Pertanto, il superamento della soglia rilevante riveniente da tale sottoscrizione non avrebbe comportato obbligo di Opa a carico del Fondo, ai sensi dell'articolo 49, comma 1, lett. b), (iii), del Regolamento Emittenti.  |
| Comunicazione 0070844 del 29 luglio 2016. Quesito in merito alla non ricorrenza dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto avente ad oggetto azioni ordinarie della TAS Tecnologia Avanzata dei Sistemi, in relazione all'acquisizione di una partecipazione nella medesima società, a titolo gratuito, nell'ambito di un'operazione di ristrutturazione dell'indebitamento e rafforzamento patrimoniale (esenzione da Opa ai sensi dell'art. 49, comma 1, lett. h), del Regolamento Emittenti in caso di acquisto a seguito di 'successione o ad atto tra vivi a titolo gratuito'). | La Commissione con riferimento all'operazione di ristrutturazione dell'indebitamento e di rafforzamento patrimoniale della TAS Tecnologia Avanzata dei Sistemi, che ha determinato l'acquisto indiretto di una partecipazione dell'87,55 per cento del capitale sociale della stessa, ha rilevato l'applicabilità dell'esenzione dall'obbligo di Opa, in quanto tale acquisto integra un atto a titolo gratuito, non prevedendo il pagamento di alcun corrispettivo.   |
| Comunicazione 0040628 del 4 maggio 2016. Quesito concernente la determinazione del prezzo corrispettivo da offrire ai sensi degli artt. 106, commi 2 e 3, lett. d), nn. 1 e 2, del Tuf, in caso di offerta pubblica di acquisto obbligatoria ai sensi degli artt. 102, 106, comma 1 e 109, del Tuf, avente ad oggetto azioni ordinarie di Engineering.   | La Commissione, con riferimento a un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria da promuovere su azioni di Engineering, ha affermato che talune pattuizioni previste nell'ambito della complessiva operazione, concernenti il ruolo e i diritti del precedente socio di controllo della società quotata, nonché dei manager di quest'ultima nelle società della nuova catena di controllo dell'emittente, non avrebbero comportato l'attribuzione di un vantaggio economico ulteriore a favore dei predetti soggetti rispetto al prezzo per azione stabilito per l'Opa. Di conseguenza, la Commissione ha ritenuto non sussistenti i presupposti per la valutazione di un incremento del corrispettivo dell'Opa.  |
| Comunicazione 0056640 del 16 giugno 2016. Quesito in merito alla soglia applicabile ai fini della disciplina in materia di offerta pubblica di acquisto obbligatoria di cui agli artt. 105 e ss. del Tuf, in caso di società quotate che si qualificano come 'PMI' ai sensi dell'art. 1, comma 1, lettera w - <i>quater</i> .1), del Tuf.  | La Commissione, con riferimento a un'operazione di acquisto di azioni della società quotata Anima Holding e successivo ingresso da parte dell'acquirente in un patto che aggrega una quota di capitale superiore alla soglia del 25 per cento ma inferiore alla quota del 30 per cento applicabile alle 'PMI', ai fini dell'individuazione della soglia applicabile per l'Opa obbligatoria per acquisto di concerto di cui agli artt. 106 e 109 del Tuf, ha affermato che la nozione di fatturato di cui all'art. 1, comma 1, lettera w - <i>quater</i> .1), del Tuf - che rappresenta uno dei due requisiti normativi per individuare la nozione di 'PMI' (insieme alla capitalizzazione) - deve essere intesa secondo i criteri adottati dalla Consob ai fini del regolamento sanzionatorio, essendo l'unica nozione rilevante nell'ambito della disciplina di settore di competenza della Consob e in linea con la normativa comunitaria. |

- segue -

*Segue Tav. 38 Quesiti in tema di offerta pubblica di acquisto*

| oggetto e riferimenti normativi  | orientamento della Consob   |
|--|---|
| Comunicazione 0059178 del 24 giugno 2016. Quesito in merito all'applicabilità della disciplina in materia di obbligo di offerta pubblica di acquisto ai sensi dell'art. 106, comma 1, del Tuf, in relazione agli effetti dell'esecuzione dell'impegno di sottoscrizione assunto da un socio riguardo al previsto aumento di capitale della società quotata Carraro.  | La Commissione, con riferimento all'operazione di ripatrimonializzazione della società quotata Carraro e all'esecuzione di un impegno di sottoscrizione dell'aumento di capitale della medesima società, ha escluso che il soggetto sottoscrittore sia tenuto a promuovere un'Opa obbligatoria, posto che tale impegno prevedeva la sottoscrizione di azioni ordinarie sino al 29,9 per cento del capitale sociale e, per la parte eccedente tale percentuale, di azioni B prive del diritto di voto ma convertibili in azioni ordinarie. Infatti, la Commissione ha rilevato che nella valutazione del sorgere dei presupposti dell'obbligo di Opa, si deve fare riferimento alla detenzione complessiva di diritti di voto da parte di un singolo soggetto o di più soggetti agenti di concerto in relazione alla quale vengono in rilievo tutte le situazioni idonee a incidere sul numero dei diritti di voto effettivamente disponibili in capo a un socio rispetto a quelli complessivamente esercitabili in assemblea. |
| Comunicazione 0088117 del 4 ottobre 2016. Quesito in merito all'applicabilità della disciplina dell'Opa obbligatoria, di cui agli artt. 105 e ss. del Tuf, a una operazione di integrazione tra Gruppo Editoriale L'Espresso e Italiana Editrice (l'operazione si realizzerà nei primi mesi del 2017).   | La Commissione, con riferimento a una operazione volta all'integrazione di due società editoriali che avrebbe determinato, prima, la riduzione della partecipazione detenuta dal socio di maggioranza di una delle due società, poi, il successivo accrescimento della sua quota di controllo determinato dall'apporto di altri soggetti partecipanti a un patto di sindacato tra gli stessi sottoscritto, considerata l'unitarietà dell'operazione e l'irrilevanza delle variazioni percentuali intermedie, esclude la rilevanza dell'operazione ai fini dell'Opa da consolidamento. Il socio di maggioranza, infatti, che già prima dell'operazione deteneva il controllo della società <i>target</i> , dopo l'operazione continua a mantenere il controllo non essendo questo inficiato dal contenuto delle pattuizioni parasociali sottoscritte con i soggetti entranti.  |
| Comunicazione 0101125 dell'11 novembre 2016. Quesito in merito all'applicabilità dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto da consolidamento, di cui all'art. 106, comma 3, lettera b), del Tuf, a fronte degli acquisti di azioni Ansaldo STS effettuati da Hitachi Rail Italy Investments Srl successivamente alla data di pagamento relativa all'offerta pubblica di acquisto obbligatoria da quest'ultima promossa su azioni Ansaldo STS. | La Commissione con riferimento ad acquisti di azioni pari al 4,29 per cento di una società quotata effettuati da un soggetto dopo la promozione di un'Opa obbligatoria sulla stessa società che gli ha consentito di detenere il 46,48 per cento del capitale sociale di quest'ultima, ha escluso la sussistenza dei presupposti dell'obbligo di Opa da consolidamento. Infatti, sono stati ritenuti rilevanti unicamente gli acquisti effettuati dopo la chiusura dell'offerta, quando il soggetto era già titolare di una partecipazione percentuale pari al 46,48 per cento del capitale, in quanto le azioni acquisite in Opa sono state considerate acquisite in esecuzione di un obbligo normativo, ex art. 106, comma 1- <i>bis</i> del Tuf, nell'ambito di una procedura di offerta in cui tutti i soci avrebbero potuto vendere su un piano di parità e pertanto non possono essere computate al fine del raggiungimento della soglia dell'Opa da consolidamento (5 per cento).                                      |

Fonte: Consob.

Nel caso, invece, della società Sintesi, l'esenzione dall'obbligo di promuovere l'Opa è derivata dalla circostanza che l'operazione di aumento di capitale che ha determinato il superamento della soglia di rilevanza era diretta al salvataggio della società, che versava in uno stato di crisi, come attestato dall'ammissione della stessa alla procedura di concordato preventivo di cui all'art. 163 R.D. 267/1942 (esenzione ai sensi dell'art. 49, comma 1, lett. b), i) del Regolamento Emittenti).

L'attività di vigilanza relativa a operazioni realizzate nel settore bancario ha assunto, nel corso dell'anno, carattere di estrema delicatezza, anche alla luce del mutato quadro regolamentare e di vigilanza.

In particolare, nell'ambito della vigilanza in tema di offerte pubbliche di acquisto e scambio e di assetti proprietari, l'Istituto è stato interessato da due vicende: l'operazione di rafforzamento patrimoniale della Banca Monte dei Paschi di Siena e l'investimento del Fondo Atlante nella Banca Popolare di Vicenza nell'ambito del tentativo di quotazione della stessa.

Con riferimento all'operazione sulle azioni della Banca Popolare di Vicenza, la Commissione ha riconosciuto nei confronti del Fondo Atlante l'applicabilità dell'esenzione dall'obbligo di promuovere l'Opa in relazione al superamento della soglia rilevante ai sensi dell'art. 106, per il caso di crisi dell'impresa e di intervento di rafforzamento patrimoniale (per ulteriori dettagli si veda il Capitolo III 'La vigilanza su offerta al pubblico e informativa societaria').

## 5 La vigilanza sulle operazioni con parti correlate

Nell'ambito dell'attività di vigilanza svolta per mitigare i rischi di conflitti di interesse, la Consob ha prestato particolare attenzione all'effettuazione di operazioni con parti correlate da parte delle società quotate o delle società con azioni diffuse.

In ottica preventiva, la Commissione ha svolto nel 2016 un esame delle valutazioni sulla mappatura di soggetti/entità quali parti correlate in società interessate da costituzione, modifica o scioglimento di accordi parasociali idonei a incidere sugli assetti di *governance*. In tale contesto, si è fornito uno stimolo alla valutazione in chiave sostanzialistica dei rapporti intercorrenti tra azionisti e società, tenuto conto degli strumenti interpretativi resi noti dalla Commissione in comunicazioni di carattere generale e nell'interlocuzione con le società per il trattamento di fattispecie concrete.

Rispetto all'applicazione della disciplina in materia di operazioni con parti correlate e remunerazioni degli amministratori, nel corso dell'anno l'Istituto ha acquisito informazioni dalle società e dai loro organi di controllo, richiamandone in alcuni casi l'attenzione al fine di una più efficace applicazione della disciplina. Inoltre, sono state formulate specifiche richieste di pubblicazione di informazioni, anche tramite l'integrazione di documentazione preassembleare o di documenti informativi per operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate, al fine di fornire ai soci una più

completa informazione in merito ad aspetti sostanziali e procedurali di sistemi retributivi degli amministratori esecutivi e di operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza.

In vista dell'assemblea di Telecom Italia chiamata, tra l'altro, a deliberare una misura di remunerazione straordinaria destinata all'amministratore delegato e ad altri manager del gruppo, la Commissione, anche tenendo conto di alcuni rilievi formulati dall'organo di controllo, ha richiesto di integrare la documentazione assembleare con informazioni dettagliate in merito a tale compenso (modalità di erogazione, obiettivi, meccanismo di calcolo del trattamento di *severance* allo stesso connesso, confronto con il mercato esterno) e con le valutazioni del comitato per le nomine e la remunerazione sugli scostamenti del *remuneration package* previsto per l'amministratore delegato rispetto alla politica di remunerazione precedentemente approvata dai soci. È stato inoltre richiesto di integrare la documentazione assembleare con informazioni circa altri aspetti di tale *remuneration package* (piano di *stock option*, clausola di *change of control*).

In occasione dell'assemblea straordinaria di Vianini Industria convocata per deliberare la modifica dell'oggetto sociale conseguente al cambiamento di *business* industriale realizzato tramite l'acquisizione di una nuova azienda (società immobiliare) del socio di controllo (operazione con parte correlata di maggiore rilevanza), è stato richiesto alla società di integrare il documento informativo pubblicato con riferimento a tale acquisizione al fine di rendere note ai soci e al pubblico informazioni essenziali con riguardo a diversi profili caratterizzanti l'operazione conclusa e la nuova attività che sarebbe stata esercitata dalla società. In particolare, è stato richiesto di descrivere in dettaglio: dimensioni, tipologia e stato di completamento del portafoglio di immobili oggetto di acquisizione, impegni contrattuali accessori e collegati stipulati per il completamento, il finanziamento, la gestione e l'amministrazione dello stesso portafoglio, metodologie utilizzate dall'esperto indipendente ai fini della valutazione dell'attività acquisita, processo decisionale seguito dalla società per decidere l'acquisizione e ruolo degli amministratori esecutivi e indipendenti.

Inoltre, l'attenzione della Consob si è concentrata anche sulla corretta applicazione della nozione di indipendenza degli amministratori, tra gli elementi definatori più importanti del Regolamento sulle operazioni con parti correlate. In particolare, nel corso del 2016 la vigilanza si è soffermata sulla qualità del processo di valutazione della sussistenza del requisito di indipendenza degli amministratori, soprattutto in presenza di relazioni per le quali è richiesta la verifica della (non) significatività.

Tra le relazioni di natura patrimoniale, economica, professionale che, anche solo in astratto, possono condizionare l'autonomia di giudizio di un amministratore qualificatosi indipendente, sono emerse come rilevanti le consulenze in favore di studi o società dei quali un amministratore fa parte, sistemi di remunerazione adottati dalla società, finanziamenti concessi a società riferibili ad amministratori e rapporti di lavoro con l'emittente o con soggetti legati a quest'ultimo, anche pregressi rispetto all'assunzione della carica. Le attività svolte hanno messo in luce

alcune aree di miglioramento sia nei processi interni di valutazione delle suddette relazioni, valutazione che compete all'organo collegiale e non ai singoli amministratori interessati, sia nella trasparenza sulle valutazioni compiute che, in applicazione dell'autodisciplina, è estesa anche ai criteri qualitativi e/o quantitativi impiegati a tal fine.

Nel 2016 si è registrato il primo caso di applicazione volontaria del meccanismo del cosiddetto *whitewash* da parte di Tod's, la quale ha previsto che la delibera assembleare di approvazione di un'operazione con parte correlata – in particolare, un aumento di capitale riservato da liberarsi mediante conferimento di azienda e marchio da parte del socio di controllo – non sarebbe stata eseguita nel caso la maggioranza dei soci diversi dalla parte correlata votanti in assemblea avesse espresso voto contrario. La delibera assembleare è stata assunta con ampia partecipazione e consenso delle minoranze.

Nel 2016 sono stati pubblicati complessivamente 51 documenti informativi per operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate. Si è trattato in prevalenza di operazioni finanziamento o di trasferimento di *asset*, quali rami d'azienda, partecipazioni e immobili, che hanno coinvolto la società quotata e i suoi soci di riferimento (Tav. 39).

Inoltre, l'Istituto ha ricevuto informazione in merito a 14 operazioni di maggiore rilevanza che, in quanto ordinarie e concluse a condizioni equivalenti a quelle di mercato o standard, sono state escluse dagli obblighi di pubblicazione di un documento informativo. Tali operazioni sono state compiute in prevalenza da società finanziarie appartenenti all'indice Ftse Mib (11 casi su 14). La maggior parte delle comunicazioni ricevute riguarda deliberazioni con le quali tali società hanno definito importi massimi e condizioni entro i quali poter concedere finanziamenti o prestare altri servizi finanziari alle parti correlate, rappresentate da capogruppo o azionisti di rilievo.

**Tav. 39 Documenti informativi su operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate pubblicati nel 2016 dalle società quotate italiane**

| tipologia di operazione   | controparte                        |                         |   | totale    |
|---|------------------------------------|-------------------------|---|-----------|
|   | controllante / soci di riferimento | controllata / collegata | amministratori / società riferibili ad amministratori |           |
| contratti di fornitura, servizi, sponsorizzazione, investimento | 1                                  | 6                       | -   | 7         |
| finanziamento   | -                                  | 14                      | 7   | 21        |
| operazioni sul capitale   | 1                                  | 5                       | -   | 6         |
| trasferimento di <i>asset</i>                                   | 2                                  | 12                      | 3   | 17        |
| <i>totale</i>   | <i>4</i>                           | <i>37</i>               | <i>10</i>   | <i>51</i> |

Fonte: Consob.

Nel corso del 2016 sono pervenute dagli organi di controllo alcune segnalazioni di irregolarità relative alla deliberazione di remunerazioni e operazioni con parti correlate riferibili ad amministratori o, più in generale, situazioni nelle quali questi ultimi erano portatori di interessi. Tali segnalazioni mostrano una crescente attenzione degli organi di controllo nella valutazione delle fattispecie concrete, in alcuni casi interessate dal concorso di più previsioni normative o raccomandazioni volte ad assicurare adeguati presidi in presenza di potenziali conflitti.

L'attività di *enforcement* svolta dalla Commissione in materia di operazioni con parti correlate ha determinato nel corso dell'anno l'avvio di 12 procedimenti sanzionatori nei confronti di emittenti o di organi di controllo (per i procedimenti conclusi e le sanzioni deliberate si veda il successivo Capitolo V 'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori').

In particolare, ad alcuni emittenti sono state contestate la mancata pubblicazione di documenti informativi per operazioni di maggiore rilevanza ovvero carenze nell'informativa fornita in tali documenti o in comunicati stampa. Ai componenti dell'organo di controllo di alcune società è stato invece contestato l'inadempimento dei propri doveri di vigilanza in relazione a violazioni degli amministratori di previsioni del Regolamento sulle operazioni con parti correlate e delle norme civilistiche in materia di interessi degli amministratori. Alcuni di tali procedimenti sono stati avviati sulla scorta degli esiti di accertamenti ispettivi.

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

La stagione assembleare 2016 è stata caratterizzata da una rilevante partecipazione degli investitori istituzionali, in particolare nelle società a più elevata capitalizzazione (si veda il precedente paragrafo 2). La vigilanza della Consob, svolta tramite l'esame preventivo della documentazione pre-assembleare e richieste di informazioni agli organi sociali, si è intensificata in occasione di operazioni o deliberazioni rilevanti per la *governance* delle società, quali la nomina degli organi sociali e l'assunzione di modifiche statutarie tali da incidere sui diritti dei soci.

L'esame della documentazione ha condotto in alcuni casi all'assunzione di richieste di integrazione dell'informativa preassembleare al fine di assicurare ai soci un più ampio e dettagliato *set* informativo in vista dell'esercizio del voto. Alcuni di tali interventi hanno riguardato l'informativa in merito al sistema dei controlli o alla composizione degli organi di amministrazione e controllo resa nelle relazioni sul governo societario e gli assetti proprietari o nelle relazioni dell'organo di controllo.

Nei casi di operazioni deliberate dai soci in assemblea sulla base di proposte elaborate dall'organo amministrativo (quali fusioni, aumenti di capitale, trasformazioni), le richieste di integrazione dell'informativa preassembleare sono

volte anche ad assicurare ai soci maggiori informazioni sull'estensione e l'accuratezza dello stesso processo valutativo e decisionale posto alla base della proposta deliberativa elaborata dall'organo di amministrazione, in modo da poter meglio apprezzare sia il merito della proposta sia il livello di diligenza applicato dal *management* nella gestione della società. Nel caso di un'operazione di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione e 'iperdiluitivo', ad esempio, è stato richiesto alla società di integrare l'informativa preassembleare già pubblicata al fine di descrivere e chiarire ai soci le valutazioni svolte dall'organo amministrativo in merito alla compatibilità del metodo di determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione, prescelto dall'organo di amministrazione, con le indicazioni normative previste dall'art. 2441, comma 6, c.c. per gli aumenti con esclusione del diritto di opzione.

Il 2016 è stato caratterizzato dalla trasformazione delle banche popolari in società per azioni, ai sensi del d.l. 3/2015 recante 'misure urgenti per il settore bancario e per gli investimenti' (convertito con modificazioni dalla legge 33/2015). Con la trasformazione è venuta meno per le banche interessate dalla riforma la peculiare disciplina del voto capitaro prevista in ragione dello scopo mutualistico ed è stato adottato il principio del cosiddetto *one share-one vote*. In occasione della trasformazione è stata prestata particolare attenzione allo svolgimento delle assemblee e all'interlocuzione tra i soci nella fase di transizione al nuovo assetto di *governance*. Prima dell'ultima delle trasformazioni previste per le società quotate, riguardante la Banca Popolare di Sondrio, il processo si è interrotto a seguito di alcune pronunce del Consiglio di Stato concernenti anche profili di legittimità della riforma; in relazione a tali aspetti, si è allo stato in attesa della decisione della Corte Costituzionale.

Il personale dell'Istituto ha preso parte, in qualità di mero uditore, ad alcune delle assemblee aventi ad oggetto i citati argomenti all'ordine del giorno od operazioni con parti correlate di competenza assembleare.

Il 2016 è stato connotato da un accresciuto attivismo dei soci di minoranza nei confronti della Consob e delle società nonché da un maggior numero di segnalazioni di irregolarità inviate dall'organo di controllo all'Autorità. In alcuni casi, in particolare, i soci hanno segnalato ai sindaci fatti censurabili riguardanti operazioni societarie o altri eventi ritenuti critici. Anche in relazione a talune di queste vicende, gli organi di controllo hanno segnalato alla Commissione le irregolarità riscontrate a seguito di propri accertamenti: complessivamente, l'Istituto ha ricevuto 14 segnalazioni di irregolarità o di ulteriori fatti non qualificati come tali, ma ugualmente sottoposti all'attenzione dell'Autorità.

Nell'ambito della vigilanza sull'applicazione della legge sulle quote di genere, la Commissione ha diffidato ad adeguare la composizione dell'organo amministrativo al criterio di riparto tra generi due società, per le quali il genere meno rappresentato (femminile) non raggiungeva la quota di un terzo dell'organo amministrativo ad esito del rinnovo assembleare (Rosss e Sintesi).

Su tutte le aree del governo societario, la Consob ha avviato e mantenuto una costante interlocuzione con gli organi di controllo, volta a verificare l'esercizio su base continuativa dei compiti di vigilanza previsti dalla legge. Tale interlocuzione è stata finalizzata a stimolare i sindaci alla tempestiva rilevazione di criticità o di aree di miglioramento nella *governance* degli emittenti. In due casi, inoltre, la Commissione ha avviato nei confronti di collegi sindacali procedimenti sanzionatori per violazione dei doveri di vigilanza sul rispetto della legge e di segnalazione di irregolarità del sistema di controllo interno, in presenza di debolezze organizzative e procedurali di lungo corso concernenti vari settori dell'operatività aziendale.

## 7 La vigilanza sulle società di revisione

A fine 2016 i soggetti che svolgono attività di revisione legale su enti di interesse pubblico (EIP) sono 33 (26 società di revisione, le due Federazioni delle banche cooperative del Trentino Alto Adige e cinque revisori persone fisiche). Gli incarichi su EIP risultano complessivamente circa 1.450.

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 con azioni quotate evidenzia, infatti, la consueta elevata concentrazione in capo alle società di revisione di grandi dimensioni (cosiddette *big four*), alle quali è riferibile circa l'88 per cento del mercato, in lieve diminuzione rispetto al 91 per cento del precedente esercizio (Tav. 40).

**Tav. 40 Distribuzione degli incarichi di revisione sui bilanci delle società quotate**

|      | società di revisione legale |                               | società medie    |                               | società piccole  |                               | totale           |                               |
|------|-----------------------------|-------------------------------|------------------|-------------------------------|------------------|-------------------------------|------------------|-------------------------------|
|      | numero incarichi            | quota di mercato <sup>1</sup> | numero incarichi | quota di mercato <sup>1</sup> | numero incarichi | quota di mercato <sup>1</sup> | numero incarichi | quota di mercato <sup>1</sup> |
| 2013 | 211                         | 87                            | 30               | 12                            | 3                | 1                             | 244              | 100                           |
| 2014 | 207                         | 86                            | 26               | 11                            | 8                | 3                             | 241              | 100                           |
| 2015 | 211                         | 91                            | 12               | 5                             | 8                | 4                             | 231              | 100                           |
| 2016 | 203                         | 88                            | 23               | 10                            | 4                | 2                             | 230              | 100                           |

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Numero di incarichi in società con azioni quotate. <sup>2</sup> Valori percentuali.

Al fine di favorire una maggiore apertura del mercato della revisione legale su EIP anche a società di minori dimensioni, è stata di recente adottata una specifica iniziativa da parte del legislatore comunitario, volta a fornire a tali soggetti la massima pubblicità, tutelando il loro accesso alle procedure di selezione indette per il conferimento degli incarichi (Riquadro 5).

## Riquadro 5

### La pubblicazione dell'elenco dei revisori di piccole e medie dimensioni

L'art. 16, paragrafo 3, terzo comma, del Regolamento UE 537/2014 in materia di revisione legale dei conti di EIP, ha introdotto l'obbligo in capo alle autorità di vigilanza sui revisori di EIP degli Stati membri di pubblicare un elenco, da aggiornare con cadenza annuale, contenente informazioni sui revisori e sulle imprese di revisione legale che hanno registrato, nell'anno solare precedente, meno del 15 per cento del totale dei corrispettivi per la revisione da EIP nello Stato membro di riferimento.

Tale norma intende fornire la massima pubblicità ai revisori o imprese di revisione con meno del 15 per cento del proprio fatturato derivante da servizi di revisione legale resi nei confronti di EIP, al fine di tutelare il loro accesso alle procedure di selezione indette per il conferimento degli incarichi. Lo stesso art. 16, paragrafo 3 lett. a) del Regolamento UE 537/2014, dispone espressamente che la gara d'appalto indetta per il conferimento dell'incarico non debba precludere in alcun modo la partecipazione di revisori o imprese di revisione che, nell'anno solare precedente, abbiano conseguito meno del 15 per cento del totale dei corrispettivi per la revisione da EIP nello Stato membro di riferimento.

Il legislatore comunitario ha in tal modo inteso contribuire alla realizzazione di una più ampia apertura del mercato della revisione legale sugli EIP, favorendo l'accesso anche alle piccole e medie società di revisione, che di tale mercato detengono quote di fatturato poco rilevanti.

Nel corso del 2016 la Consob ha pubblicato per la prima volta sul proprio sito internet l'elenco dei revisori di cui all'art. 16, paragrafo 3, terzo comma del Regolamento UE, mediante il rinvio all'apposita sezione 'Revisione Legale' del sito del MEF. Accedendo a tale sezione, è possibile visualizzare ed estrarre le indicazioni in merito ai nominativi di tutte le società di revisione e dei revisori iscritti al Registro tenuto dal MEF nonché le informazioni sulle quattro società di revisione che svolgono incarichi su EIP e che risultano aver registrato nel corso del 2016 un fatturato EIP superiore al 15 per cento del relativo fatturato nazionale (KPMG, PricewaterhouseCoopers, EY Spa e Deloitte & Touche).

Inoltre, allo scopo di monitorare l'evoluzione delle caratteristiche del mercato europeo della revisione legale nel corso del tempo, l'art. 27 del Regolamento UE 537/2014 dispone che entro il 17 giugno 2016 e, in seguito, almeno ogni tre anni, ciascuna autorità competente e lo European

Competition Network (ECN) siano tenute a predisporre una relazione sugli sviluppi nel mercato per la fornitura di servizi di revisione legale a EIP e che la stessa debba essere presentata al CEAOB, all'ESMA, all'EBA, all'EIOPA e alla Commissione europea.

La Commissione europea, a sua volta, è tenuta a preparare una relazione congiunta da presentare al Consiglio, alla BCE e al Comitato europeo per il rischio sistemico nonché al Parlamento europeo. L'obiettivo è monitorare le caratteristiche del mercato europeo della revisione legale e gli eventuali cambiamenti che nel tempo intervengono in termini dimensionali, nella consapevolezza dei benefici che possono derivare da una maggiore apertura del mercato della revisione.

In attuazione dell'art. 27 del Regolamento UE 537/2014, nel corso del 2016 è stata predisposta per la prima volta dalla Consob la relazione sugli sviluppi del mercato dei servizi di revisione legale. È in corso l'analisi delle informazioni ricevute dagli Stati membri da parte della Commissione europea, che provvederà in seguito a rendere pubblica la relazione congiunta relativa a tutti i paesi membri.

Il 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 la revoca per giusta causa (su iniziativa del soggetto revisionato), le dimissioni dall'incarico (a iniziativa del revisore legale), la risoluzione consensuale del contratto di revisione.

Nel 2016 i casi di interruzione anticipata degli incarichi di revisione legale sui conti di EIP sono stati 71, in forte diminuzione rispetto all'anno precedente, quando se ne sono registrati 88. Tale fenomeno è riconducibile all'ampia diminuzione dei casi di risoluzione consensuale, che ha più che compensato gli aumenti dei casi di revoche e dimissioni (Tav. 41).

In particolare, si sono quasi dimezzati i casi di risoluzione consensuale (passati da 62 a 37), mentre sono leggermente aumentate le revoche (da 24 a 27). I casi di dimissioni sono passati da due a sette. Come nell'esercizio precedente, le revoche degli incarichi sono per la maggior parte da attribuire alla perdita dello *status* di EIP, mentre le risoluzioni consensuali sono soprattutto connesse al cambio del revisore di gruppo e al cambio del soggetto controllante.

Gli altri casi di revoca sono dovuti al cambio del soggetto controllante e alla cessione del ramo d'azienda ad altra società di revisione legale, fattispecie che prevede la possibilità per la clientela ceduta di esercitare la facoltà di recesso.

I casi di risoluzione consensuale sono riconducibili alla presenza di politiche di gruppo che prevedono l'affidamento degli incarichi di tutte le controllate al revisore della capogruppo.

Con riferimento ai giudizi espressi dalle società di revisione sui bilanci annuali e consolidati degli emittenti quotati italiani per l'esercizio 2015, si evidenzia, rispetto all'esercizio precedente, un aumento marginale dei casi di impossibilità a esprimere un giudizio e dei giudizi con rilievi e una lieve riduzione dei giudizi con richiami di informativa.

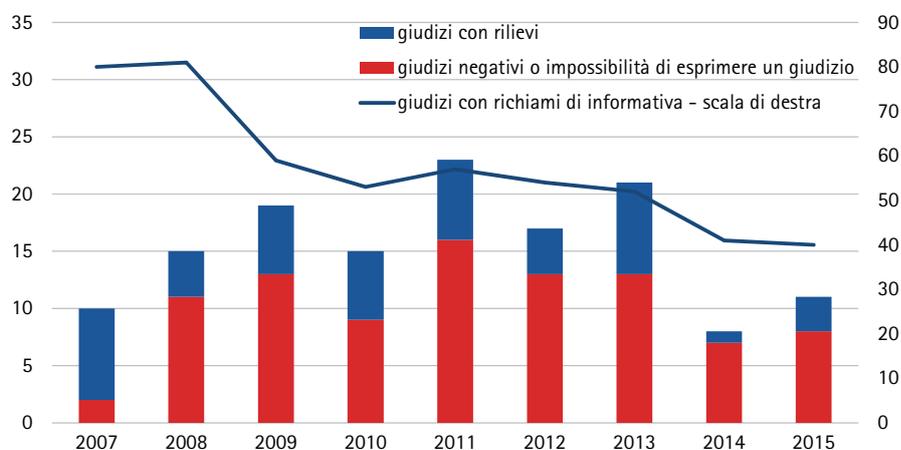
Tav. 41 Tipologie di cessazione anticipata dell'incarico di revisione legale dei conti

|  | revoca | risoluzione consensuale | dimissioni |
|--|--------|-------------------------|------------|
| 2013   | 37     | 45                      | 3          |
| 2014   | 32     | 16                      | 6          |
| 2015   | 24     | 62                      | 2          |
| 2016 <sup>1</sup>  | 27     | 37                      | 7          |
| <i>di cui</i>  |        |                         |            |
| cambio del soggetto controllante   | 2      | 13                      |            |
| cambio del revisore del gruppo   | 1      | 17                      |            |
| perdita dello status di ente di interesse pubblico   | 22     |                         |            |
| situazione sopravvenuta idonea a compromettere l'indipendenza  |        |                         | 1          |
| mancato pagamento / adeguamento corrispettivi dopo messa in mora   |        |                         | 1          |
| cessione di ramo d'azienda di revisione legale ad altra società di revisione legale con esercizio da parte della clientela ceduta della facoltà di recesso | 2      | 3                       |            |
| altro  |        | 4                       | 5          |

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Nell'anno non si sono verificati casi di cessazione anticipata per: cambiamenti all'interno del gruppo; sopravvenuta insussistenza dell'obbligo di revisione legale per intervenuta carenza dei requisiti ex lege; sopravvenuta situazione di incompatibilità a seguito di cambio azionista di controllo; sopravvenuta inidoneità a svolgere l'incarico, per insufficienza di mezzi e risorse.

In particolare, i casi di impossibilità a esprimere un giudizio hanno riguardato otto società, rispetto alle sette dell'anno precedente; giudizi con rilievi sono stati espressi con riguardo a tre società (una nel 2014), mentre i richiami di informativa hanno riguardato 40 *opinion* (41 nel 2014). In 22 casi (23 nel 2014) i revisori hanno riportato un richiamo di informativa sulla continuità aziendale e per otto di queste società (nove nel 2014) il revisore ha anche riportato nell'*opinion* l'impossibilità a esprimere il giudizio. Come accaduto negli ultimi due esercizi, anche nel 2015 le società di revisione non hanno espresso giudizi negativi (Fig. 10).

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.

Nel corso del 2016 l'attività di vigilanza è stata realizzata mediante interventi preventivi di controllo di qualità, ai sensi dell'art. 20 del d.lgs. 39/2010 nonché dell'art. 26 del Regolamento UE 537/2014, finalizzati alla verifica dell'esistenza e della corretta applicazione di procedure di controllo interno.

I controlli di qualità sono stati svolti e si sono conclusi con riferimento a tre società di revisione di grandi dimensioni. Per due delle suddette società di revisione sono stati trasmessi i report finali contenenti gli esiti dei controlli di qualità e le raccomandazioni da adottare entro termini stabiliti, la cui realizzazione ha costituito oggetto di monitoraggio nel corso dell'anno.

Inoltre, sono in corso di svolgimento i controlli di qualità con riferimento a nove società di revisione di medie e piccole dimensioni. Le verifiche svolte hanno riguardato l'esame, anche mediante attività di *testing*, della conformità delle procedure di controllo di qualità adottate dalle società di revisione rispetto al Principio di revisione 220 e al Principio internazionale sul controllo della qualità ISQC Italia 1, in vigore dal 1° gennaio 2015. La verifica ha riguardato alcune aree procedurali, che rappresentano presidi organizzativi chiave ai fini del miglioramento della qualità della revisione.

In particolare, per quanto attiene 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 gli aspetti concernenti la preparazione e la competenza, sono state esaminate le modalità di valutazione e di remunerazione dei partner, dai quali dipende in larga misura la qualità della revisione. Nell'ambito della direzione, supervisione e riesame del lavoro, si è proceduto a verificare l'efficacia dell'attività di controllo indipendente svolta sugli incarichi di revisione (EQCR 'Engagement Quality Control Review'). Per quanto riguarda il monitoraggio, si è ritenuto prioritario verificare gli interventi adottati dalle società di revisione nell'ambito dei propri programmi annuali di controllo interno della qualità, nelle aree procedurali e organizzative per le quali la Consob aveva chiesto un rafforzamento dei presidi in esito ai precedenti controlli di qualità.

Le analisi descritte sono state realizzate attraverso la metodologia 'Common Audit Inspection Methodology' (CAIM), adottata nell'ambito dell'European Audit Inspection Group (EAIG), organismo di coordinamento dei regolatori europei a cui la Consob partecipa.

Ad esito delle valutazioni effettuate, i modelli organizzativi e procedurali di cui si sono dotate le società sottoposte a verifica sono risultati nel complesso adeguati, mentre sono state rilevate talune carenze, per lo più di natura applicativa, su aspetti connessi all'efficacia operativa dei presidi di controllo interno.

In particolare, carenze emergono rispetto al processo di accettazione dei servizi *'non audit'* e all'adeguata valutazione dei rischi in termini di indipendenza del revisore. Nei casi critici è stato richiesto un rafforzamento dei presidi volti a evitare situazioni di possibili minacce all'indipendenza del revisore in termini di *self-review*.

Ulteriori carenze hanno poi riguardato l'efficacia dei controlli, sia *'di linea'* (EQCR) sia successivi (*monitoring*), sullo svolgimento degli incarichi di revisione nonché il processo di valutazione e remunerazione dei *partner*, con particolare riferimento alla valorizzazione in tale ambito di parametri legati alla qualità dei lavori da questi gestiti.

Anche dalla *review* degli incarichi selezionati, svolta nell'ambito dei controlli di qualità, sono emerse alcune carenze applicative che hanno riguardato diverse fasi del lavoro di revisione, con particolare riferimento alla pianificazione e al processo di valutazione dei rischi, alle modalità di svolgimento dei controlli e alla documentazione delle verifiche effettuate.



# La vigilanza su offerta al pubblico e informativa societaria III

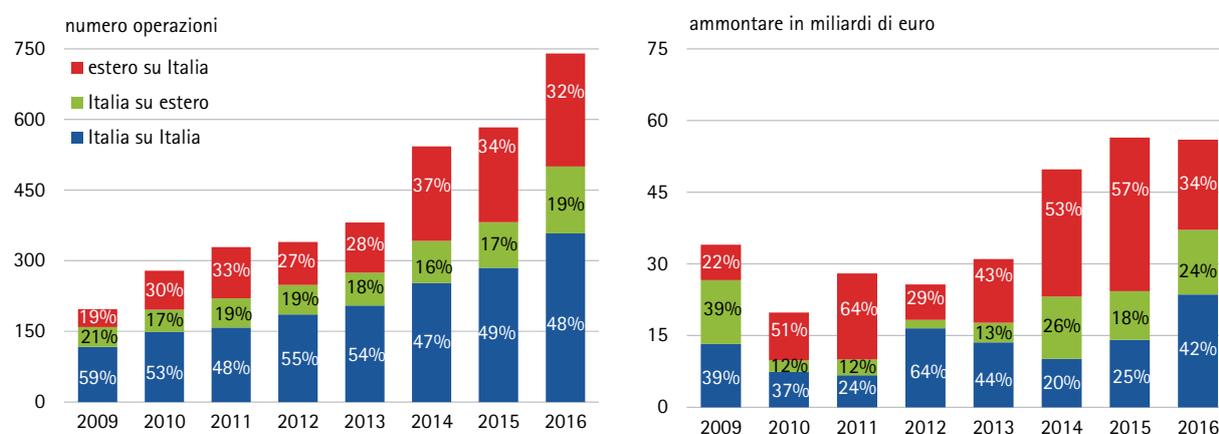
## 1 La raccolta di capitale di rischio e le operazioni di finanza straordinaria

Nel 2016 le operazioni di acquisizione e fusione che hanno interessato società italiane sono state circa 740 (583 nel 2015), per un controvalore di 56 miliardi di euro, sostanzialmente invariato rispetto al periodo precedente (Fig. 11).

Circa il 40 per cento del controvalore è riferibile a 76 operazioni legate a processi di concentrazione e ristrutturazione realizzati nel settore bancario. Tra le operazioni di maggior rilievo si segnalano la fusione tra Banco Popolare e BPM (2,9 miliardi) e le ricapitalizzazioni di Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca da parte del Fondo Atlante (rispettivamente 1,5 e un miliardo di euro; si veda il Riquadro 6).

Le operazioni oltreconfine intraprese da società italiane hanno raggiunto nel 2016 i valori più elevati negli ultimi anni (142 operazioni per un ammontare pari a 13,5 miliardi di euro). È cresciuto anche il peso delle operazioni domestiche, il cui controvalore rappresenta a fine 2016 il 42 per cento del totale (25 per cento nell'anno precedente), mentre ha registrato una flessione l'interesse degli investitori esteri nei confronti delle imprese italiane, con un'incidenza delle relative operazioni pari al 34 per cento del controvalore totale (57 per cento a fine 2015).

Fig. 11 Operazioni di acquisizione e fusione relative a imprese italiane

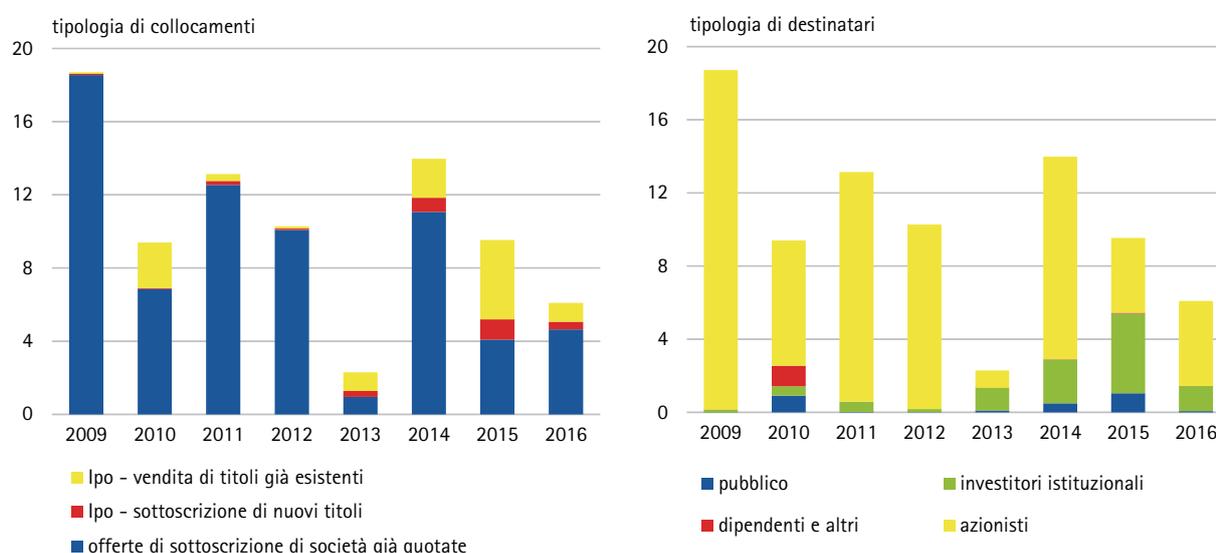


Fonte: KPMG.

La raccolta complessiva di risorse tramite i mercati azionari di Borsa Italiana, in contrazione già dal 2015, ha registrato un'ulteriore riduzione nel corso dell'anno, portandosi a 6 miliardi di euro (-36 per cento circa rispetto al periodo precedente), per effetto del minor contributo delle Ipo, passato da 5,5 a 1,4 miliardi (-73,6 per cento; Fig. 12).

Gli aumenti di capitale in opzione agli azionisti sono cresciuti da 4 a 4,6 miliardi di euro (+14 per cento circa); tale incremento è tuttavia da imputare quasi esclusivamente all'operazione effettuata da Saipem, pari a 3,5 miliardi (si veda il successivo Riquadro 8).

**Fig. 12 Collocamenti complessivi di azioni e obbligazioni convertibili quotate sul mercato italiano**  
(emissioni di nuovi titoli e vendita di titoli già esistenti; miliardi di euro)



Fonte: Borsa Italiana.

Le ammissioni a quotazione tramite offerta nel 2016 sono state complessivamente 14, di cui tre sul Mercato telematico azionario (MTA); il dato è in calo rispetto all'anno precedente, quando le operazioni sono state 27, di cui 8 sull'MTA (Tav. 42).

Nell'ultimo biennio, il maggior contributo in termini di controvalore delle Ipo sull'MTA è riferibile alla cessione di partecipazioni detenute dal Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF). In particolare, nel 2015 la sola offerta di azioni di Poste Italiane ha contribuito per circa due terzi al controvalore complessivo, mentre nel 2016 l'operazione relativa a Enav ha rappresentato quasi il 70 per cento del totale.

L'offerta di azioni Enav, società affidataria da parte dello Stato italiano della responsabilità sulla gestione e sul controllo del traffico aereo civile nello spazio aereo italiano, è consistita nella vendita rivolta al pubblico indistinto e agli investitori istituzionali di una quota non superiore al 49 per cento del capitale sociale della partecipazione detenuta dal MEF, sulla base del d.p.c.m. del 16 maggio 2014 che ha disciplinato il processo di privatizzazione di Enav. L'offerta globale ha riguardato il

46,6 per cento del capitale sociale della società e ha raccolto 833,6 milioni di euro. Al prezzo di offerta di 3,30 euro per azione, sono pervenute richieste per 1.816 milioni di azioni, pari a circa 2,4 volte l'offerta pubblica e quasi 8 volte l'offerta istituzionale. Le azioni sono state ammesse a negoziazione da Borsa Italiana il 26 luglio 2016 attribuendo alla società una capitalizzazione iniziale di 1.788 milioni di euro.

L'offerta Technogym, *leader* del mercato mondiale delle attrezzature per il *fitness*, è stata realizzata attraverso la vendita a investitori istituzionali di circa il 25 per cento del capitale sociale per un controvalore di 187 milioni di euro. La domanda è stata pari a circa quattro volte il quantitativo offerto. La capitalizzazione iniziale, al prezzo di offerta di 3,25 euro, è stata di 650 milioni di euro.

Infine, la terza offerta finalizzata alla quotazione sull'MTA, è stata quella di Coima Res, una Siiq (società di investimento immobiliare quotata), la cui istruttoria è iniziata lo scorso anno (per maggiori approfondimenti si veda il Riquadro 7 della Relazione per l'anno 2015). L'esito dell'offerta di sottoscrizione destinata al collocamento istituzionale è stato di circa 215 milioni di euro (pari al 60 per cento del capitale sociale), con una capitalizzazione della società di 360 milioni, sulla base del prezzo di offerta di 10 euro per azione.

**Tav. 42 Offerte finalizzate all'ammissione a quotazione di titoli azionari da parte di società italiane**  
(valori monetari in milioni di euro)

|      | numero società | capitalizzazione ante-offerta <sup>1</sup> | controvalore offerta |         |        | peso sulla capitalizzazione post-offerta <sup>2</sup> |
|------|----------------|--|----------------------|---------|--------|---|
|      |                |  | sottoscrizione       | vendita | totale |   |
| 2007 | 32             | 9.852                                      | 1.428                | 3.088   | 4.516  | 40,1  |
| 2008 | 8              | 341  | 147                  | 6       | 153    | 31,4  |
| 2009 | 5              | 342  | 52                   | 93      | 145    | 36,0  |
| 2010 | 10             | 8.354                                      | 46                   | 2.636   | 2.682  | 31,9  |
| 2011 | 8              | 1.602                                      | 61                   | 379     | 440    | 26,4  |
| 2012 | 6              | 602  | 71                   | 113     | 184    | 29,6  |
| 2013 | 16             | 3.389                                      | 312                  | 1.032   | 1.344  | 35,9  |
| 2014 | 26             | 6.865                                      | 765                  | 2.175   | 2.940  | 38,5  |
| 2015 | 27             | 13.144                                     | 1.056                | 4.688   | 5.744  | 41,7  |
| 2016 | 14             | 2.826                                      | 417                  | 1.026   | 1.443  | 44,5  |

Fonte: Consob e Borsa Italiana. Confronta Note metodologiche. Sono incluse le offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sull'AIM Italia/MAC dal 2012 e sui singoli MTF nei periodi precedenti all'accorpamento. Sono inclusi i dati relativi ai seguenti collocamenti all'estero contestuali all'Ipo in Italia: l'offerta di Enel Green Power in Spagna nel 2010 (71 milioni di euro circa) e quella di Moncler in Giappone nel 2013 (68 milioni di euro circa). <sup>1</sup> Capitalizzazione delle società ammesse a quotazione, calcolata sulla base del prezzo di offerta e del numero di azioni ante-offerta. <sup>2</sup> In rapporto alla capitalizzazione post-quotazione, misurata al prezzo di offerta. Valori in percentuale, ponderati per l'ammontare delle offerte.

Le operazioni sull'AIM Italia, in particolare, continuano a connotarsi per le contenute dimensioni delle offerte (in media 19 milioni di euro, a fronte di oltre 400 sull'MTA) e degli emittenti (con una capitalizzazione media ante quotazione, al prezzo di offerta, pari a 22 milioni di euro a fronte di 860 milioni per le società che si quotano sul mercato principale). La tipologia di offerta prescelta di solito è l'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione con collocamento privato presso investitori istituzionali.

## Riquadro 6

### I prospetti di offerta e ammissione a quotazione delle azioni di Veneto Banca e di Banca Popolare di Vicenza

Le operazioni di aumento di capitale di Veneto Banca e Banca Popolare di Vicenza rientravano nei progetti tesi al ripristino dei requisiti patrimoniali ai livelli stabiliti dalla BCE.

I prospetti relativi alle vicende dei due intermediari veneti ponevano in luce le particolari criticità che caratterizzavano le due società. In particolare, nelle 'Avvertenze' erano sintetizzati i principali profili di rischio connessi ai due emittenti bancari e agli investimenti proposti, tra cui quelli relativi alla liquidabilità degli investimenti in azioni delle due banche. Nei capitoli riguardanti i 'Fattori di rischio' erano invece evidenziati specifici dettagli in ordine al settore di attività e ai mercati in cui essi operano, alle offerte e alle quotazioni delle azioni oggetto delle due offerte. Nelle restanti parti dei prospetti, infine, diffusi elementi informativi riguardavano gli aspetti caratterizzanti la gestione e le operazioni delle due banche, i profili di irregolarità emersi a seguito delle verifiche ispettive condotte dalle Autorità di vigilanza di settore (BCE, Banca d'Italia e Consob), l'esiguità del margine supplementare dei requisiti patrimoniali *post-offerta* rispetto al livello minimo dei requisiti patrimoniali richiesti nonché la situazione di carenza di liquidità aggravatasi in prossimità dell'avvio delle operazioni di aumento di capitale.

A seguito delle modeste adesioni ricevute da parte dei soci/risparmiatori nel corso delle due offerte, entrambe le operazioni di aumento di capitale si sono concluse solo grazie all'intervento (in *sub-underwriting*) del Fondo Atlante, veicolo di investimento di diritto italiano, di tipo alternativo mobiliare chiuso, riservato a investitori professionali, promosso e gestito da Quaestio Capital Management Sgr Spa. In considerazione dell'elevata concentrazione della proprietà azionaria delle due banche in capo al Fondo Atlante, venutasi a costituire in esito ai richiamati interventi, sia le azioni di Banca Popolare di Vicenza sia quelle di Veneto Banca non sono state ammesse alla negoziazione sull'MTA.

Nel 2016 il ruolo degli investitori istituzionali nel buon esito delle Ipo è ulteriormente cresciuto, raggiungendo quasi il 95 per cento del totale delle quote assegnate, mentre è risultato marginale il contributo del segmento *retail* (Tav. 43).

Tav. 43 Società italiane ammesse a quotazione: esiti delle offerte

|      | quota assegnata <sup>1</sup> |                           |                             | rapporto domanda/offerta <sup>2</sup> |                       |
|------|------------------------------|---------------------------|-----------------------------|---------------------------------------|-----------------------|
|      | pubblico                     | investitori istituzionali | altri soggetti <sup>3</sup> | offerta pubblica                      | offerta istituzionale |
| 2007 | 16,6                         | 82,1                      | 1,5                         | 2,8                                   | 4,0                   |
| 2008 | 10,4                         | 74,0                      | 15,6                        | 1,0                                   | 1,1                   |
| 2009 | 6,9                          | 88,4                      | 4,7                         | 1,0                                   | 4,0                   |
| 2010 | 75,6                         | 24,4                      | --                          | 1,0                                   | 1,4                   |
| 2011 | 6,8                          | 92,9                      | 0,3                         | 1,0                                   | 1,9                   |
| 2012 | 10,0                         | 90,0                      | --                          | 6,2                                   | 16,5                  |
| 2013 | 7,2                          | 92,8                      | ....                        | 11,0                                  | 21,3                  |
| 2014 | 17,3                         | 82,7                      | --                          | 3,9                                   | 3,2                   |
| 2015 | 19,3                         | 80,7                      | --                          | 1,4                                   | 5,9                   |
| 2016 | 5,4                          | 94,6                      | --                          | 2,4                                   | 7,8                   |

Fonte: Consob e Borsa Italiana. Confronta Note metodologiche. Sono incluse le offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sull'AIM Italia/MAC dal 2012 e sui singoli MTF nei periodi precedenti all'accorpamento. I dati relativi al collocamento di Enel Green Power in Spagna nel 2010 (71 milioni di euro circa) sono inclusi nell'ambito della quota pubblica. I dati relativi al collocamento di Moncler in Giappone nel 2013 (68 milioni di euro circa) sono inclusi nell'ambito della quota istituzionale. <sup>1</sup> Medie ponderate per il valore delle offerte; valori in percentuale. <sup>2</sup> Le medie del rapporto domanda/offerta sono calcolate con riferimento alle sole offerte in cui sono noti sia i dati della parte pubblica sia quelli della parte istituzionale. <sup>3</sup> Si tratta di soggetti nominativamente indicati ai quali viene riservato un certo ammontare di azioni anche in virtù di accordi precedenti alla quotazione.

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

Nel 2016 la Commissione ha approvato 13 prospetti di ammissione alle negoziazioni, quattro prospetti relativi ad aumenti di capitale in opzione di società quotate e sei prospetti relativi a offerte di titoli non quotati di emittenti italiani; sono stati inoltre emessi cinque giudizi di equivalenza (Tav. 44).

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

|  | 2009      | 2010      | 2011      | 2012      | 2013      | 2014      | 2015      | 2016                  |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------------------|
| ammissione a quotazione di titoli azionari <sup>1</sup>          | 6         | 7         | 7         | 2         | 5         | 10        | 16        | 13                    |
| di cui tramite offerta   | 1         | 2         | 5         | 2         | 3         | 9         | 13        | 6                     |
| aumenti di capitale in opzione ai soci <sup>2</sup>              | 23        | 16        | 23        | 7         | 11        | 17        | 9         | 4                     |
| 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        | 6                     |
| giudizi di equivalenza   | 2         | 4         | 6         | 7         | 6         | 2         | 4         | 5                     |
| <i>totale</i>  | <i>59</i> | <i>56</i> | <i>67</i> | <i>41</i> | <i>33</i> | <i>48</i> | <i>44</i> | <i>28<sup>5</sup></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. <sup>5</sup> Il totale non include 3 documenti di registrazione ex art. 5, comma 5 del Regolamento Emittenti che, nel corso dell'anno, non sono stati completati dalla nota di sintesi e dalla nota informativa.

## Riquadro 7

### La ricapitalizzazione di Banca Monte Paschi di Siena

Banca Monte Paschi di Siena (MPS) ha programmato l'operazione di ricapitalizzazione per tener conto della Draft Decision del 23 giugno 2016 con la quale la BCE, anche alla luce degli esiti negativi dello *stress test* dell'EBA, richiedeva a MPS di proseguire nelle iniziative volte a ridurre la propria esposizione ai crediti deteriorati, entro il 2018, nei limiti indicati.

L'operazione si componeva di quattro fasi: i) il deconsolidamento dei *non-performing loans* (NPLs) nel portafoglio di MPS e delle sue controllate MPS Capital Services Spa e MPS Leasing&Factoring Spa alla data di *cut-off* (31 marzo 2016 per le posizioni classificate in sofferenza al 31 marzo 2016 e 30 giugno 2016 per le posizioni classificate in sofferenza tra il 1° aprile 2016 e il 30 giugno 2016) per circa 27,1 miliardi di euro al lordo degli accantonamenti (cui corrisponde un valore netto di bilancio al 30 settembre 2016 pari a 9,6 miliardi di euro), al netto di alcune categorie di crediti in sofferenza (tra cui i crediti derivanti da contratti di *leasing* assistiti da beni immobili e/o bene strumentale non ancora venduto pari a circa 0,9 miliardi di euro), per i quali si ipotizzava una separata operazione di smobilizzo e deconsolidamento, e di posizioni con vincoli di non trasferibilità per circa 0,9 miliardi di euro; ii) la promozione di un Liability Management Exercise (LME), volto al riacquisto di alcune passività subordinate della banca a fronte di un corrispettivo che non veniva incassato in denaro in quanto vincolato alla sottoscrizione delle nuove azioni LME della banca stessa, da emettere nell'ambito dell'aumento di capitale di cui al successivo punto *iii*), finalizzato a migliorare il profilo di rischio della Banca; iii) l'aumento di capitale della Banca, con esclusione del diritto di opzione, con la possibilità di concedere un diritto di prelazione agli azionisti esistenti, per un controvalore di cinque miliardi di euro, in esercizio della delega conferita dall'assemblea straordinaria al consiglio di amministrazione ai sensi dell'articolo

La Consob ha approvato anche tre documenti di registrazione, i quali tuttavia non sono stati successivamente accompagnati dalla nota di sintesi e dalla nota informativa necessarie a dar corso a un'offerta al pubblico e/o a un'ammissione alle negoziazioni di strumenti azionari.

Dei sei prospetti di offerta e quotazione, due istruttorie si riferiscono a società che hanno concluso favorevolmente il processo di ammissione alla negoziazione sull'MTA (Enav e Tecnoinvestimenti, già quotata sull'AIM Italia). In due casi, l'offerta non ha avuto esito positivo, in ragione del ridotto numero di adesioni (Riquadro 6). In un altro caso l'offerta è stata programmata per il 2017, avendo la società ricevuto l'approvazione del documento di

2443 del codice civile, che mirava a soddisfare il fabbisogno patrimoniale della banca destinato a originarsi a seguito e per effetto del deconsolidamento del portafoglio NPLs, di cui al punto i); iv) la copertura media al 40 per cento dei crediti classificati nelle categorie delle 'inadempienze probabili' ed 'esposizioni scadute deteriorate'.

Nel prospetto si è rilevato che le componenti dell'operazione erano inscindibilmente e funzionalmente collegate tra loro e, pertanto, il perfezionamento di ciascuna di esse rappresentava una condizione necessaria per il perfezionamento delle altre. A tale riguardo, si è evidenziato che il completamento di ciascuna fase dell'operazione, oltre a presentare caratteristiche di significativa complessità, era soggetto a un numero rilevante di incertezze, in quanto si basava su azioni ed eventi al di fuori della sfera di controllo della Banca e sui quali la stessa non era in grado di influire se non in misura limitata.

Pertanto, nel prospetto si è evidenziato che, in considerazione delle significative incertezze che caratterizzano il perfezionamento di ciascuna delle componenti dell'operazione complessiva e del rigetto da parte della BCE della richiesta di prorogare l'operazione, sussisteva il rischio che quest'ultima non giungesse ad esito positivo e non potesse essere completata, con grave pregiudizio per l'attività della Banca e del Gruppo, tale da compromettere la sussistenza dei presupposti per la continuità aziendale nonché incidere negativamente sulla propria situazione economica, patrimoniale e finanziaria, con il conseguente rischio che la Banca potesse essere sottoposta all'applicazione delle misure previste dalla BRRD (Direttiva UE 59/2014), tra le quali il *bail-in*.

In seguito all'insuccesso della predetta operazione di aumento di capitale MPS ha presentato istanza di sostegno finanziario straordinario e temporaneo allo Stato Italiano per l'accesso alla misura della 'ricapitalizzazione precauzionale', prevista dal decreto legge 23 dicembre 2016, n. 237 (cosiddetto 'decreto salva-banche').

registrazione alla fine del mese di dicembre 2016. Infine, la sesta offerta si riferisce all'operazione di ricapitalizzazione di Banca Monte dei Paschi di Siena (già quotata), che non ha avuto esito positivo (Riquadro 7).

L'attività istruttoria sui prospetti degli emittenti/offerenti di natura bancaria e finanziaria ha comportato un'intensa attività di collaborazione e cooperazione con la Banca d'Italia e, in taluni casi, anche con la Banca centrale europea (BCE).

Dei sette prospetti di mera ammissione a quotazione, due si riferiscono a vendite riservate agli investitori istituzionali, quattro riguardano operazioni di ricapitalizzazione di emittenti quotati in situazione di tensione

finanziaria nell'ambito di manovre concordatarie o di processi di risanamento aziendale (DMail Group) nonché operazioni di rafforzamento patrimoniale finalizzate al rimborso del debito e/o al perseguimento di progetti di investimento industriale o di crescita per linee esterne (ASTM, Snai, LVenture Group). L'ultimo prospetto di ammissione a quotazione è scaturito dalle operazioni di ricapitalizzazione di emittenti bancari quotati tese all'integrazione tra i soggetti coinvolti (Banco Popolare e Banca Popolare di Milano), insieme al documento relativo all'offerta in opzione e ammissione alle negoziazioni dei titoli di capitale di nuova emissione.

Nell'ambito dei quattro prospetti di aumento di capitale in opzione, se ne segnalano, in particolare, uno relativo a un emittente quotato in situazione di tensione finanziaria (Investimenti e Sviluppo) e uno concernente l'aumento di capitale di 3,5 miliardi di euro deliberato da Saipem nell'ambito di un'ampia operazione di ridefinizione della struttura patrimoniale e finanziaria del gruppo (Riquadro 8).

Tra i sei prospetti d'offerta di titoli non quotati di emittenti italiani, cinque derivano da operazioni di aumento di capitale sociale di banche (in un caso, il prospetto di offerta comprendeva anche l'emissione di obbligazioni subordinate convertibili) e uno da un'offerta al pubblico finalizzata alla costituzione di una banca (Tav. 45).

Nel corso dell'anno cinque società quotate si sono avvalse delle ipotesi di esenzione dalla pubblicazione del prospetto di offerta o di quotazione previste dal Regolamento Emittenti, mettendo a disposizione del pubblico documenti giudicati dall'Istituto equivalenti al prospetto informativo (Cairo Communication, Snam/Italgas, Centrale del Latte di Torino, Exor e Seat Pagine Gialle).

In particolare, la Commissione ha giudicato equivalente al prospetto il documento riguardante l'operazione di offerta di scambio volontaria promossa da Cairo Communication Spa, avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie di RCS MediaGroup Spa. Il corrispettivo iniziale era costituito da azioni Cairo Communication di nuova emissione e di cui Cairo richiedeva l'ammissione a quotazione. In ragione delle caratteristiche dell'offerta di scambio, il documento, pubblicato ai sensi degli artt. 102 e 106 del Tuf, è stato integrato con i requisiti informativi previsti dal Regolamento 809/CE/2004 al fine di essere ritenuto equivalente al prospetto informativo. Nel documento equivalente la finalità dell'offerta era individuata nell'integrazione dei due gruppi editoriali, sfruttando le reciproche aree di complementarietà, e nel rafforzamento del profilo economico-finanziario del Gruppo RCS. Il documento, successivamente integrato con due supplementi, poneva in rilievo i rischi derivanti dall'integrazione delle due realtà, con particolare riguardo alla sostenibilità dell'indebitamento del Gruppo RCS nell'ambito del gruppo Cairo, e i rischi connessi al piano industriale elaborato da Cairo Communication su base *combined*, senza previa *due diligence*, e al raggiungimento degli obiettivi individuati in fase di pianificazione.

## Riquadro 8

### L'aumento di capitale di Saipem

L'operazione posta in essere nel corso del 2016 era finalizzata principalmente a conseguire una situazione di indipendenza finanziaria di Saipem da attuare attraverso il rimborso del debito del gruppo (di importo pari a circa 6,7 miliardi di euro alla data del prospetto) verso Eni Spa, azionista di maggioranza di Saipem, al fine di incrementare la flessibilità operativa e finanziaria e ottenere, al completamento dell'operazione di ricapitalizzazione, un giudizio rientrante nell'*investment grade* da parte di talune agenzie di rating.

In particolare, l'operazione prevedeva che i proventi dell'aumento di capitale fossero destinati a rimborsare una porzione del debito verso Eni, mentre l'ulteriore debito residuo verso Eni sarebbe stato rimborsato tramite parte delle risorse derivanti da un contratto di finanziamento che un *pool* di banche si era impegnato a concedere, ad esito della liberazione integrale dell'aumento di capitale.

Il prospetto conteneva stime di risultato del gruppo per l'esercizio 2015 (cosiddetta *Guidance 2015*) e previsioni di risultato del gruppo tratte dal Piano Strategico 2016-2019. Nel dettaglio, il prospetto poneva in rilievo i rischi connessi al deterioramento del trend del prezzo del petrolio al barile, assunto come *driver* delle stime di piano, nonché la circostanza che negli ultimi anni, in diverse occasioni, la società avesse aggiornato al ribasso le previsioni di risultato relative al primo esercizio. Il prospetto, quindi, richiamava l'attenzione sul rischio che gli utili potessero discostarsi in misura significativa dalle attese, a causa delle rilevanti incertezze che caratterizzavano l'andamento operativo del gruppo in termini di costi, negoziazioni commerciali e problematiche tecniche. Inoltre, il prospetto evidenziava che, laddove fosse stato rilevato un significativo scostamento negativo tra i dati di *pre-consuntivo* 2015 e le stime di risultato per il 2016 rispetto alle corrispondenti grandezze contenute nel prospetto, in grado di determinare una modifica significativa delle condizioni finanziarie e di profittabilità del gruppo Saipem, tale evento avrebbe potuto legittimare le banche a non erogare il finanziamento, ovvero a richiederne il rimborso anticipato, pregiudicando la prospettiva della continuità aziendale dell'emittente e del gruppo.

In due casi, gli emittenti che avevano presentato istanza di approvazione di prospetti relativi a operazioni di offerta e quotazione hanno richiesto l'estinzione del procedimento nel corso dell'istruttoria.

All'annullamento dell'offerta ha fatto seguito la notizia dell'ingresso di fondi di *private equity* nel capitale delle due società, come tipicamente si riscontra nell'ambito di processi cosiddetti *dual track*, ossia processi di ricerca di capitale di rischio tramite la contestuale programmazione di un'offerta al pubblico e/o a

investitori istituzionali finalizzata alla quotazione e di indagini selettive volte a individuare eventuali investitori interessati a partecipare al capitale in forma chiusa, senza ingresso della società sul mercato.

Anche nel 2016 è proseguita la prassi delle società di richiedere chiarimenti preliminari alla domanda di approvazione del prospetto tramite il cosiddetto *pre-filing*.

Gli artt. 4 e 52, comma 1-*bis*, e l'art. 63, comma 2, del Regolamento Emittenti consentono infatti di analizzare specificità riguardanti l'operazione e/o l'emittente prima dell'invio formale dell'istanza, al fine di favorire la trasparenza e la correttezza del prospetto e ridurre i tempi di svolgimento delle istruttorie.

Con specifico riferimento all'attività regolamentare, infine, nel corso dell'anno è stata pubblicata una raccomandazione in merito alla rappresentazione, nell'ambito del prospetto, di specifiche 'Avvertenze per l'investitore', con la finalità di dare risalto in via immediata, chiara, sintetica e comprensibile ai più significativi e rilevanti profili di criticità dell'emittente e dell'investimento proposto (si veda il successivo Capitolo VI 'L'attività regolamentare').

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

Nel corso del 2016 la Consob ha approvato 604 prospetti di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di strumenti non azionari, di cui 146 riferibili a prestiti obbligazionari, 412 a Oicr e 46 a *covered warrant* e *certificates* (Tav. 45).

Il numero di condizioni definitive depositate relative a operazioni di offerta e/o ammissione a negoziazione su mercati regolamentati effettuate a valere su prospetti base approvati dalla Commissione è stato pari a 580, confermando il trend decrescente già evidenziatosi nell'ultimo biennio (circa 1.320 nel 2015).

Sono proseguite, inoltre, le attività di monitoraggio delle macro-caratteristiche strutturali dei prodotti finanziari *non-equity* emessi a valere su prospetti, nell'ambito di una complementarietà tra vigilanza informativa e vigilanza sulla prestazione dei servizi di investimento e sul rispetto delle regole di condotta da parte degli intermediari.

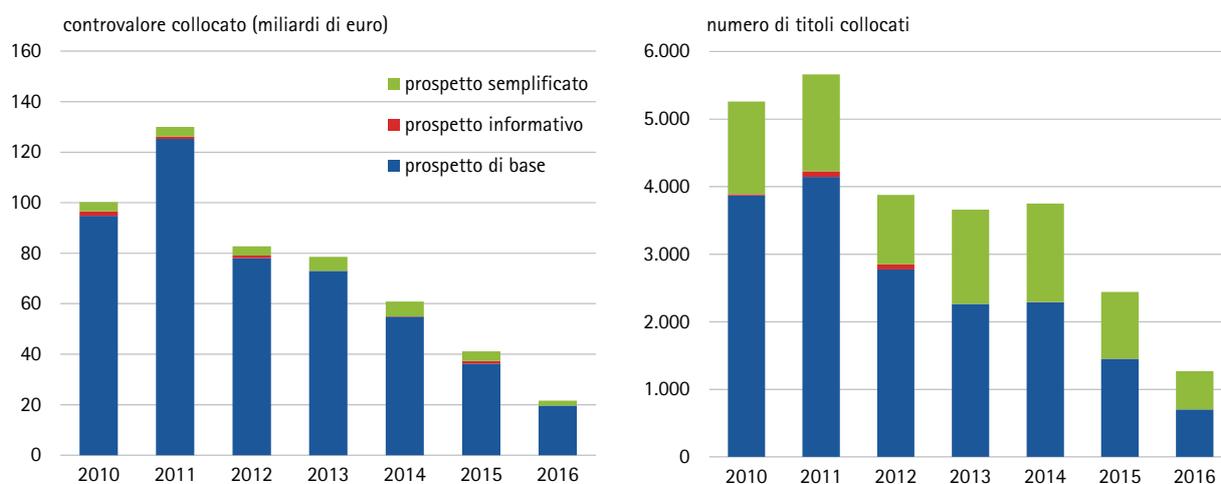
Le emissioni di prodotti finanziari *non-equity* di emanazione bancaria si è sostanzialmente dimezzata rispetto al 2015, sia con riferimento ai volumi (quasi 22 miliardi di euro nel 2016 a fronte di circa 41 nel periodo precedente) sia considerando il numero di titoli offerti (1.270 a fronte di 2.440; Fig. 13).

**Tav. 45 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       | 2016       |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|------------|------------|
| prestiti obbligazionari                                   | 748          | 655          | 777          | 535          | 517          | 313        | 272        | 146        |
| di cui: <i>prospetti base</i>                             | 472          | 405          | 416          | 286          | 196          | 148        | 117        | 58         |
| <i>prospetti informativi</i>                              | 36           | 24           | 14           | 7            | 3            | 8          | 8          | 3          |
| <i>documenti di registrazione e supplementi</i>           | 240          | 226          | 347          | 242          | 327          | 157        | 147        | 85         |
| <i>covered warrant</i> <sup>1</sup> e <i>certificates</i> | 102          | 27           | 66           | 52           | 104          | 58         | 33         | 46         |
| ammissione a quotazione di <i>warrant</i>                 | 10           | --           | --           | --           | --           | 1          | 1          | --         |
| Oicr <sup>2</sup>   | 337          | 380          | 330          | 415          | 478          | 537        | 424        | 412        |
| <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> | <i>604</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* (nel corso del 2016 sono stati emessi circa 5.650 *covered warrants*, la maggior parte dei quali oggetto di diretta ammissione alle negoziazioni presso mercati regolamentati, e 520 *certificates*). Il totale include 29 prospetti di base, cinque documenti di registrazione e 12 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.

**Fig. 13 Offerte di obbligazioni, *certificates* e *covered warrant* di banche italiane per tipologia di documento**



Fonte: Consob.

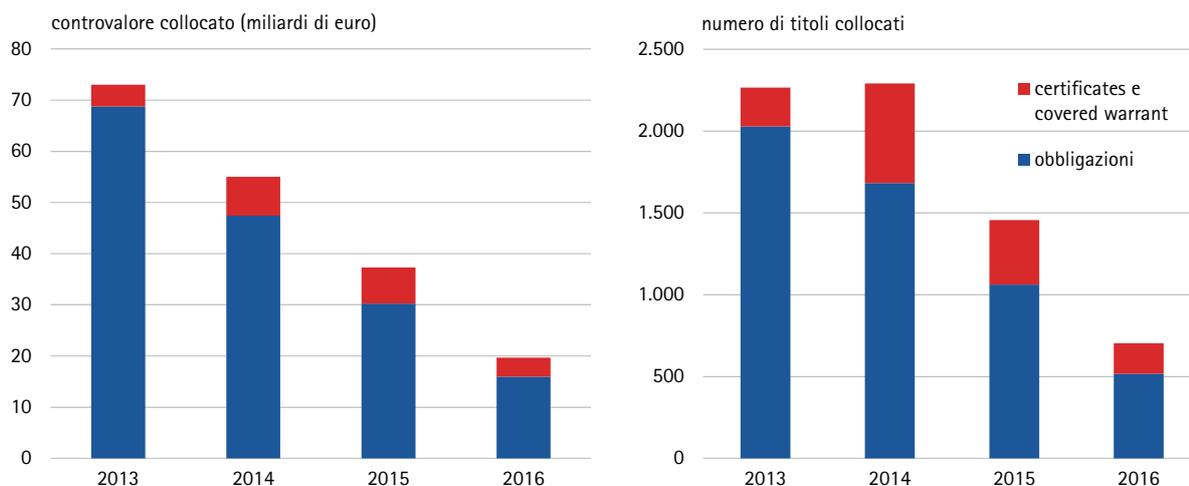
Gli emittenti bancari (e gli investitori) si sono orientati, dunque, verso forme di raccolta (e investimento) diverse dal tradizionale strumento obbligazionario, anche in ragione dei bassi tassi di mercato e della sopravvenuta ammissibilità di tali strumenti alle procedure di *bail-in* in caso di crisi dell'ente creditizio emittente.

Il suddetto fenomeno interessa in misura sostanzialmente equivalente sia le offerte sottoposte al regime ordinario di cui agli artt. 94 e ss. del Tuf, per le quali il prospetto è sottoposto alla preventiva approvazione della Consob, sia le offerte rientranti nel regime semplificato di cui all'art. 34-ter, comma 4 del Regolamento Emittenti, per le quali la pubblicazione del prospetto non è condizionata ad

approvazione né oggetto di deposito presso l'Istituto. In particolare, gli emittenti hanno segnalato 704 offerte effettuate a valere su prospetti approvati da Consob (circa 1.460 nel 2015) e circa 570 offerte realizzate tramite prospetti semplificati (circa 980 nel 2015).

Analoghe dinamiche caratterizzano anche il segmento degli strumenti finanziari derivati cartolarizzati (*certificates* e *covered warrants*), che registra una flessione pari a circa il 50 per cento rispetto al precedente periodo in termini sia di controvalore sia di numero di titoli (Fig. 14).

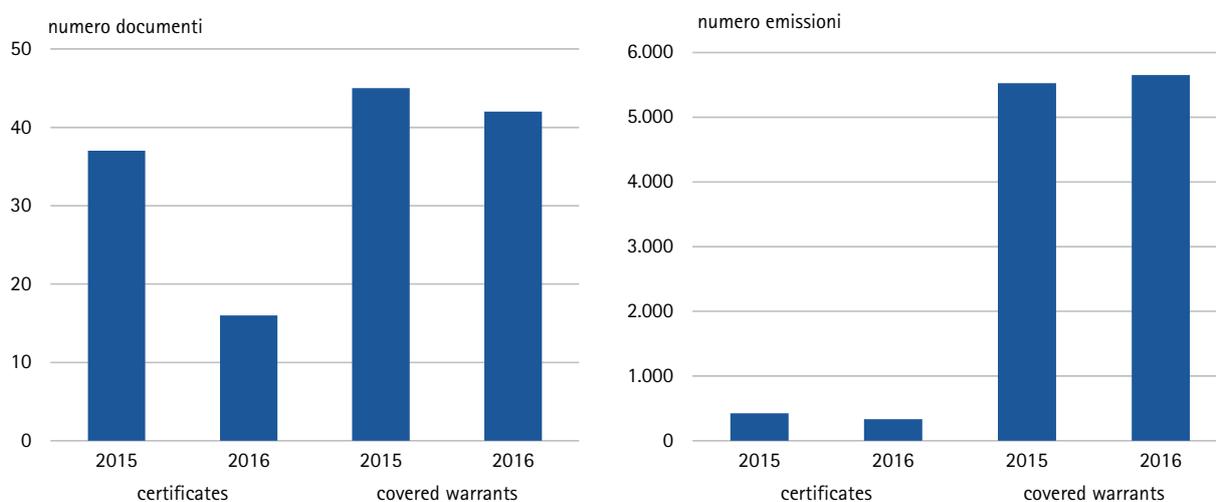
**Fig. 14 Offerte di obbligazioni, *certificates* e *covered warrant* di banche italiane per tipologia di strumento**



Fonte: Consob.

Si rileva, tuttavia, che *certificates* e *covered warrants* risultano prevalentemente oggetto di mera ammissione alle negoziazioni presso mercati regolamentati e tali ammissioni, per il 2016, non evidenziano particolari flessioni rispetto all'anno precedente (Fig. 15).

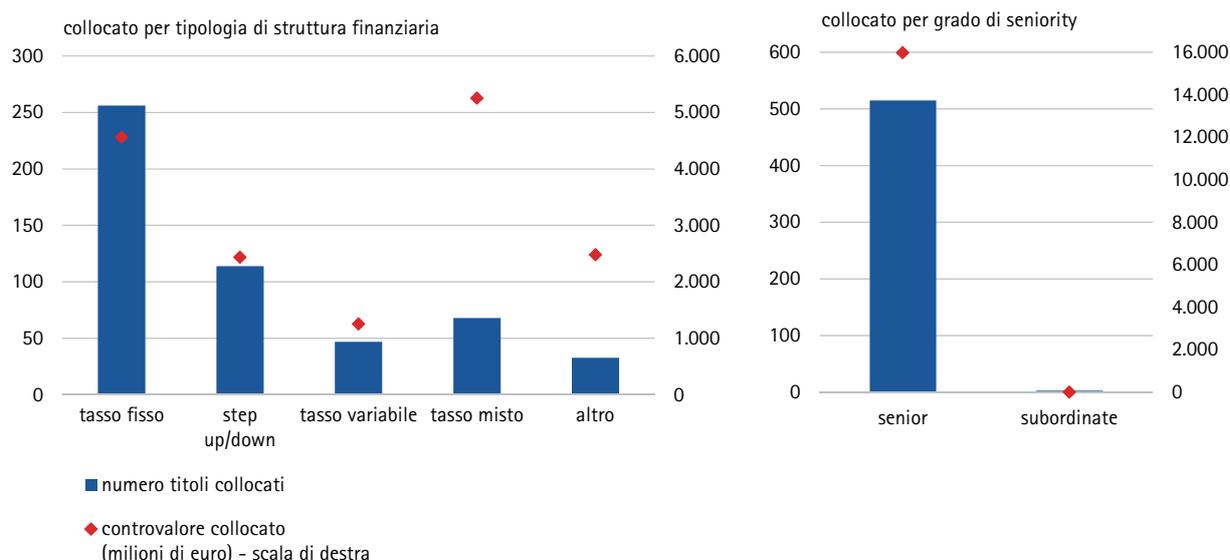
**Fig. 15 *Certificates* e *covered warrant* di banche italiane ammessi direttamente a negoziazione**



Fonte: Consob.

In merito alla struttura finanziaria delle obbligazioni emesse da banche, i titoli offerti sono caratterizzati prevalentemente da tasso fisso, anche se le obbligazioni a tasso misto rappresentano la quota principale dei controvalori effettivamente collocati (circa un terzo del totale; Fig. 16).

**Fig. 16 Offerte al pubblico di obbligazioni bancarie a valere su prospetti approvati dalla Consob per tipologia di struttura finanziaria e per *seniority* nel 2016**



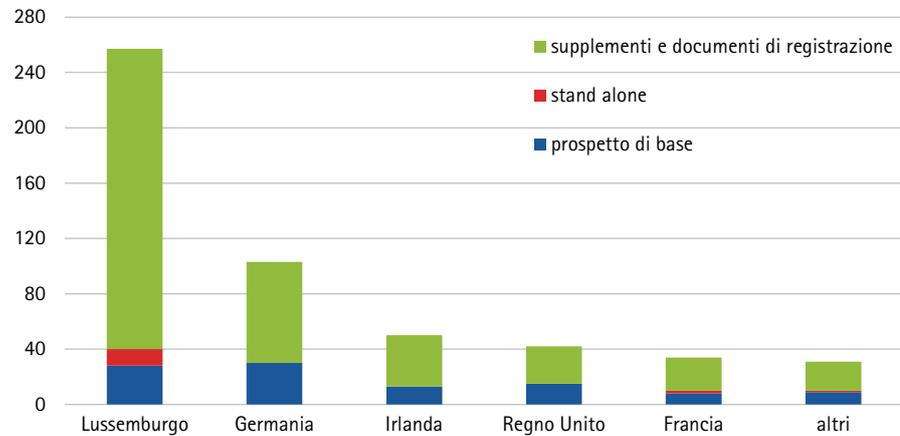
Fonte: Consob. La categoria 'altro' include titoli obbligazionari a tasso variabile con *cap/floor*, titoli a tasso misto con *cap/floor*, titoli strutturati e zero coupon.

Per quanto concerne la *seniority* dei titoli, la maggior parte delle emissioni riguardano obbligazioni *senior* (oltre 500 milioni), mentre le emissioni subordinate di tipo Tier 2 ammontano complessivamente a circa 7,5 milioni di euro, equivalenti allo 0,04 per cento del totale collocato del comparto obbligazionario a valere su prospetti sottoposti all'approvazione dell'Istituto.

Ai suddetti volumi deve aggiungersi un'ulteriore emissione di obbligazioni subordinate Tier 2, oggetto di diretta ammissione alla negoziazione presso il mercato MOT, pari a 300 milioni di euro.

Con riferimento agli strumenti finanziari comunitari *non-equity* di emittenti finanziari, nel corso del 2016 la Consob ha verificato la completezza documentale e la regolarità del certificato di approvazione di 517 documenti (463 nel 2015) approvati da autorità dell'Unione Europea e da queste notificati alla Consob, ai sensi della Direttiva 71/2003/CE. Tali documenti sono costituiti da 399 supplementi (77 per cento del totale), 103 prospetti di base (20 per cento) e 15 prospetti (3 per cento; Fig. 17).

**Fig. 17 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 gli emittenti hanno provveduto, su indicazione della Commissione, a integrare l'informativa resa in sede d'offerta in merito a taluni aspetti concernenti anche il rischio di credito.

In particolare, ove disponibili, sono state recepite le principali risultanze del Supervisory Review and Evaluation Process (SREP) e degli esercizi di stress condotti dalle competenti autorità di vigilanza prudenziale. È stata prevista, inoltre, la pubblicazione dell'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 indicazione di un rischio di credito ritenuto significativo dagli operatori di mercato. La Commissione ha previsto di dare particolare rilievo, anche per il tramite di appositi supplementi al prospetto, alle circostanze in cui il *credit spread* presenti valori elevati.

Nel corso del 2016 è proseguito il monitoraggio dell'attività pubblicitaria effettuata nell'ambito di operazioni di offerta/ammissione alla negoziazione sui mercati regolamentati di obbligazioni e strumenti derivati cartolarizzati a valere su prospetti domestici e passportati in Italia nell'ambito del regime di validità transfrontaliera dei prospetti.

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 lordi, senza adeguata evidenziazione dei relativi rendimenti netti; ii) la carente rappresentazione dei meccanismi di protezione parziale del capitale investito; iii) la rappresentazione di informazioni relative alle caratteristiche e alle rischiosità dei prodotti all'interno di *disclaimer* aventi un carattere grafico di dimensioni ridotte rispetto alle restanti parti

del messaggio pubblicitario; iv) l'inserimento di informazioni non coerenti rispetto al set informativo contenuto nel relativo prospetto.

In tale ambito emittenti e offerenti sono stati richiamati all'osservanza dei principi dettati dalla normativa applicabile all'attività pubblicitaria nonché delle raccomandazioni formulate dalla comunicazione Consob 11021864 del 24 marzo 2011 in materia di messaggi pubblicitari. È stata altresì 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. Gli interventi di vigilanza hanno comportato un tempestivo allineamento, da parte degli operatori, alle indicazioni fornite.

Per quanto riguarda le emissioni di Titoli di Risparmio per l'Economia Meridionale, la Consob come di consueto ha verificato la sussistenza dei presupposti fissati dalla normativa e ha pubblicato sul proprio sito internet l'elenco dei nominativi degli emittenti e dei controvalori dei titoli emessi.

In particolare, nel corso del 2016, sei soggetti (otto nel 2015) sono stati autorizzati a procedere, nei limiti di quanto previamente comunicato, a nove emissioni di Titoli di Risparmio dell'Economia Meridionale (12 nel 2015). Nonostante il minor numero di emissioni rispetto all'anno precedente, il controvalore collocato è risultato in notevole aumento e pari a circa 89 milioni di euro (39 milioni nel 2015), in ragione di due emissioni che complessivamente ammontavano a 63 milioni di euro (79 per cento del totale). Si rammenta che il trattamento fiscale applicabile a tali titoli prevede un'aliquota agevolata del 5 per cento a titolo di imposta sostitutiva, in luogo dell'aliquota ordinaria del 26 per cento.

## 4 La vigilanza sull'informazione societaria

Nel 2016 l'Istituto ha esercitato, come di consueto, i poteri di cui dispone per garantire che gli investitori abbiano accesso tempestivo a elementi informativi chiari, completi e utili alle loro scelte di investimento.

In particolare, sono state formulate 448 richieste di informazioni ai sensi dell'art. 115 del Tuf e 65 richieste di pubblicazione di dati e notizie ai sensi dell'art. 114 del Tuf (Tav. 46).

In tre casi la Commissione ha richiesto la pubblicazione immediata di raccomandazioni in presenza di *rumours*, ex art. 69-*novies* del Regolamento Emittenti. L'Istituto ha inoltre inviato tre lettere di richiamo e ha avviato un procedimento di non conformità ex art. 154-*ter*, comma 7 del Tuf. Infine, in 22 circostanze la Commissione ha proceduto a segnalare all'Autorità Giudiziaria fatti accertati nello svolgimento della propria attività, potenzialmente rilevanti sotto il profilo penale.

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

|   | 2009 | 2010 | 2011 | 2012             | 2013 | 2014             | 2015 | 2016 <sup>4</sup> |
|---|------|------|------|------------------|------|------------------|------|-------------------|
| richieste di informazioni <i>ex art. 115 Tuf</i> <sup>1</sup>   | 811  | 506  | 611  | 570              | 691  | 633 <sup>2</sup> | 502  | 448               |
| richieste di pubblicazione di dati e notizie <i>ex art. 114 Tuf</i>   | 267  | 164  | 129  | 128 <sup>3</sup> | 171  | 106              | 89   | 65                |
| 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 ex art. 69-novies Regolamento Emittenti</i> | 4    | 4    | 2    | --               | 9    | 29               | 14   | 3                 |
| segnalazioni all'Autorità Giudiziaria   | 10   | 6    | 3    | 8                | 13   | 18               | 8    | 22                |
| lettere di richiamo   | --   | 2    | --   | --               | 2    | 10               | 6    | 3                 |
| 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    | 1                 |

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. <sup>4</sup> Nel corso dell'anno l'Istituto ha ricevuto 70 comunicazioni di ritardo di diffusione di informazioni privilegiate, ai sensi del novellato MAR, e un'istanza di reclamo motivato *ex art. 114, comma 6, del Tuf*.

Con delibera 19702 del 3 agosto 2016 è stato aggiornato l'elenco degli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante, ai quali si applicano i medesimi articoli 114 (ad eccezione del comma 7) e 115 del Tuf. Alla data del 29 luglio 2016, sulla base delle comunicazioni trasmesse dagli stessi soggetti ai sensi del comma 2 dell'art. 108 del Regolamento Consob, gli emittenti strumenti finanziari diffusi sono risultati pari a 64, rispetto ai 66 dell'anno precedente, a seguito di 11 esclusioni e nove inclusioni.

Gli emittenti strumenti finanziari diffusi sono rappresentati in prevalenza da banche, che hanno fatto ricorso al mercato del capitale di rischio mediante offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita. Le società industriali incluse nell'elenco sono rappresentate da emittenti le cui azioni sono state oggetto di revoca dalla quotazione sui mercati regolamentati o sono negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione, quali l'AIM Italia.

Nel corso dell'anno, ai sensi dell'art. 17, comma 4, del nuovo Regolamento MAR (Market Abuse Regulation), in applicazione dal mese di luglio, l'Istituto ha ricevuto da parte degli emittenti 70 comunicazioni di ritardo di diffusione di informazioni privilegiate.

La nuova normativa attribuisce all'emittente, infatti, la facoltà di ritardare, sotto la propria responsabilità, la diffusione dell'informazione privilegiata al fine di evitare un probabile danno ai propri legittimi interessi, a condizione che il differimento non sia fuorviante per gli investitori e che sia garantita la riservatezza dell'informazione. In questi casi il mantenimento della confidenzialità, con gli opportuni presidi (tra cui, procedure interne, elenchi delle persone che hanno accesso

a informazioni privilegiate), è cruciale per evitare fughe di notizie di cui l'emittente rimane responsabile. Alla comunicazione segue la verifica da parte dell'Istituto dei presupposti previsti dalla normativa.

L'informazione oggetto della comunicazione di ritardo è stata rappresentata prevalentemente da dati contabili/finanziari (nel 36 per cento dei casi), operazioni di acquisizione/integrazione o vendita (nel 34 per cento dei casi) e cessione di crediti (nel 7 per cento dei casi).

Un solo emittente di strumenti diffusi tra il pubblico in misura rilevante ha presentato istanza di reclamo motivato ex art. 114, comma 6, del Tuf, a seguito della richiesta della Consob di diffondere informazioni necessarie per il pubblico, formulata in base all'art. 114, comma 5 del Tuf.

L'emittente ha chiesto di ritardare la diffusione della notizia, sul presupposto del grave danno ai propri interessi derivante dalla sua *disclosure* immediata. A seguito dell'accoglimento del reclamo, l'emittente ha fornito l'informativa entro i nuovi termini ritenuti dalla Commissione compatibili con una corretta informativa al pubblico.

#### 4.1 L'informazione contabile

La vigilanza sull'informativa finanziaria e contabile delle società quotate è svolta su base campionaria, come previsto dagli articoli 118-*bis* del Tuf e 89-*quater* del Regolamento Emittenti e coerentemente con i principi emanati in materia dall'ESMA.

Il meccanismo della vigilanza campionaria è conforme alle iniziative avviate dall'ESMA in materia di *enforcement* volte a garantire un approccio uniforme nell'attività di vigilanza delle autorità nazionali (ESMA Guidelines on Enforcement of Financial Information).

L'ESMA identifica annualmente le aree tematiche (European Common Enforcement Priorities, ECEP) che rappresentano gli aspetti prioritari da considerare nella vigilanza sui bilanci delle società quotate. Tali priorità di vigilanza sono confluite nel documento European Common Enforcement Priorities for 2015 Financial Statements del 27 ottobre 2015, cui è seguita la Comunicazione Consob 7780 del 28 gennaio 2016, con la quale sono stati indicati ai redattori del bilancio i temi di maggior rilevanza da considerare nelle rendicontazioni finanziarie al 31 dicembre 2015, richiamando l'attenzione sulle priorità di vigilanza individuate dall'ESMA.

L'ESMA ha posto l'attenzione sull'applicazione rigorosa dei principi concernenti la *disclosure* del possibile impatto di cambiamenti negli assunti di base e nei tassi di attualizzazione utilizzati nei modelli per la valutazione del valore recuperabile delle attività iscritte in bilancio (IAS 36.134), del valore attuale delle obbligazioni per benefici definiti (IAS 19.144-145) nonché del valore attuale degli accantonamenti iscritti in bilancio (IAS 37). L'ESMA ha posto inoltre l'attenzione sugli

eventuali effetti derivanti dalla volatilità e dalla persistente contrazione dei prezzi delle materie prime. Per quanto concerne, invece, l'applicazione dei principi contabili relativi alla preparazione e alla presentazione del rendiconto finanziario (IAS 7), l'ESMA ha richiamato l'attenzione sulla classificazione dei diversi flussi finanziari nonché sulle voci di capitale circolante soggette a significative variazioni rispetto all'esercizio precedente, invitando gli emittenti a fornire *disclosure* ampia ed esaustiva in ordine ai criteri adottati per classificare un'attività come disponibilità liquida o mezzi equivalenti.

Tra le priorità indicate dall'ESMA vi è poi anche la corretta applicazione dei principi contabili relativi alla determinazione e alla *disclosure* del *fair value* di attività e passività non finanziarie iscritte in bilancio (IFRS 13). In particolare, l'ESMA pone l'attenzione sulla determinazione del *fair value* di attività e passività non finanziarie in applicazione dei principi concernenti le aggregazioni aziendali (IFRS 3), gli investimenti immobiliari (IAS 40) e le attività non correnti possedute per la vendita (IFRS 5).

Infine, l'ESMA ha richiamato gli eventuali impatti conseguenti l'applicazione di nuovi principi contabili, in particolare, dell'IFRS 9 in materia di strumenti finanziari e dell'IFRS 15 in materia di rilevazione dei ricavi, applicabili a partire dal 1° gennaio 2018.

Per quanto concerne i procedimenti di non conformità ai sensi dell'art. 154-ter, comma 7 del Tuf, in data 23 dicembre 2016 la Consob ha comunicato alla Gruppo Waste Italia Spa che, in esito all'attività istruttoria svolta, erano emerse ipotesi di non conformità ai principi contabili applicati nella predisposizione dei bilanci di esercizio e consolidato dell'emittente chiusi al 31 dicembre 2015, nonché del bilancio consolidato semestrale abbreviato al 30 giugno 2016. Con delibera Consob 19851 del 25 gennaio 2017, poi, è stata sancita la non conformità dei bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2015 e della relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2016 alle norme che ne disciplinano la redazione.

L'accertamento ha riguardato, in particolare, la non conformità ai principi contabili IAS12, paragrafo 34, IAS36, paragrafi 33, 44, 48 e conseguentemente dello IAS1, in relazione alle verifiche condotte dalla società in ordine alla recuperabilità dei valori iscritti nelle poste del bilancio consolidato al 31 dicembre 2015 e nel bilancio consolidato semestrale abbreviato al 30 giugno 2016 denominate 'Avviamento' e 'Crediti per imposte anticipate', e nella posta iscritta nel bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2015 denominata 'Partecipazioni'.

Approfondimenti specifici sono stati condotti sulla modalità di iscrizione dei ricavi derivanti dai diritti televisivi da partecipazione a competizioni UEFA da parte delle società di calcio.

Avendo rilevato che la SS Lazio ha utilizzato un trattamento contabile diverso da quello delle altre società quotate italiane e dalla maggior parte delle

società europee, la Commissione ha richiesto all'emittente, ai sensi dell'art. 114 del Tuf, a integrazione delle informazioni rese nel bilancio al 30 giugno 2015 e nella relazione finanziaria semestrale al 31 dicembre 2015, di rendere informazioni finanziarie *pro forma* idonee a rappresentare una situazione comparabile con gli altri emittenti.

Nel corso del secondo semestre 2016 sono emersi profili di criticità in ordine alle informazioni rese nell'informativa finanziaria da Il Sole 24 Ore Spa in relazione al numero delle copie diffuse dall'omonimo quotidiano.

In occasione dell'assemblea del 22 dicembre 2016, la Commissione, ai sensi dell'art. 114 del Tuf, ha richiesto la pubblicazione di informazioni integrative che illustrassero i suddetti profili di criticità, le verifiche in corso nonché informazioni aggiornate sull'andamento storico e attuale delle copie oggetto di diffusione. Altri approfondimenti hanno riguardato l'iscrizione nel bilancio consolidato di interessenze residue in società partecipate nei casi di perdita del controllo, disciplinate dall'IFRS 10 'Bilancio Consolidato'.

Anche nel corso del 2016 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 2016, 25 società quotate risultano sottoposte a obblighi di informazione mensili (21 a fine 2015) e 16 società a obblighi di informazione trimestrali (17 a fine 2015). Nel 2016 la Commissione ha introdotto obblighi mensili per Premuda e Stefanel, che precedentemente erano soggette a obblighi trimestrali, e per il Gruppo Waste Italia, che non era soggetto ad alcun obbligo di informativa supplementare. A loro volta Il Sole 24 Ore, Acotel e CHL sono stati assoggettati nel 2016 prima a obblighi di informativa trimestrali e poi a obblighi di informativa mensili. Seat PG è passata, invece, da obblighi mensili a obblighi trimestrali. Banca Monte dei Paschi di Siena è stata oggetto di richieste trimestrali a partire dalla pubblicazione del bilancio 2016. Arena è stata, infine, oggetto del provvedimento di revoca dalla quotazione delle azioni da parte di Borsa Italiana e pertanto gli obblighi di informativa supplementare sono venuti meno.

Nell'ambito delle iniziative attivate dalla Consob al fine di rafforzare la trasparenza delle informazioni rese dagli emittenti in merito a talune fattispecie ritenute di particolare interesse, si segnala la proposta, presentata in consultazione il 19 aprile 2016, di Raccomandazione in materia di rappresentazione, nel bilancio separato o d'esercizio, degli effetti delle fusioni per incorporazione di società operative non quotate in società non operative quotate nei mercati regolamentati, con effetti contabili infrannuali (Riquadro 9).

## Riquadro 9

### Rappresentazione in bilancio degli effetti delle fusioni per incorporazione di società operative non quotate in società non operative quotate

La quotazione di una società operativa senza effettuare un'offerta al pubblico delle proprie azioni, bensì mediante fusione per incorporazione in una società quotata non operativa, è un'operazione sempre più diffusa. Detta operazione presenta, dal punto di vista contabile, due aspetti problematici: i) il primo attiene al generale inquadramento contabile dell'operazione; ii) il secondo alla predisposizione del primo bilancio successivo al perfezionamento dell'operazione. Con riferimento al primo aspetto, l'operazione, sebbene comporti di fatto l'integrazione tra due entità (*legal entity*), potrebbe non presentare i requisiti richiesti dall'IFRS 3 per l'applicazione del trattamento contabile delle 'aggregazioni aziendali', nei casi in cui la società quotata coinvolta non sia un'entità operativa e, pertanto, non rappresenti un '*business*'. Con riferimento, invece, al secondo aspetto, ossia alla predisposizione del primo bilancio successivo al perfezionamento dell'operazione, i principi contabili internazionali di riferimento non forniscono una specifica disciplina per la modalità di contabilizzazione di tali operazioni nel bilancio separato o d'esercizio.

Pertanto, in assenza di retrodatazione contabile, ossia in presenza di decorrenza infrannuale degli effetti contabili della fusione, occorre fornire informazioni idonee a ricostruire gli effetti di tali operazioni nel bilancio separato o d'esercizio, presentando con chiarezza l'attività della società operativa. Nel documento sottoposto alla consultazione, la Consob ha dunque inteso raccomandare, alle società coinvolte in operazioni simili per le quali non fosse prevista la retroattività contabile della fusione, di fornire la rappresentazione nel bilancio separato o d'esercizio degli effetti economici dell'operazione medesima come se la stessa fosse avvenuta il primo giorno dell'esercizio di riferimento. Detta rappresentazione dovrebbe essere fornita nella sezione della Relazione sulla gestione nella quale viene descritta l'operazione ovvero in un apposito allegato al bilancio.

## 4.2 Il settore bancario e assicurativo

In ragione del peggioramento del contesto di riferimento del settore bancario osservato nel corso dell'anno e a seguito dell'entrata in vigore, dal 1° gennaio 2016, del cosiddetto *bail-in* per la risoluzione delle crisi bancarie, la Consob ha intensificato l'attività di monitoraggio sull'informativa finanziaria diffusa dagli emittenti bancari quotati. Il settore era caratterizzato da vari fattori di debolezza specifici, quali la bassa redditività, la crisi dei modelli di *business* bancari tradizionali e il livello eccessivo di crediti deteriorati (*non-performing loans*, NPLs), e da incertezze relative all'impatto

dell'inasprimento dei requisiti prudenziali e delle nuove regole attese nei prossimi anni (principio contabile IFRS 9 e revisione delle regole di Basilea per i modelli interni di valutazione dei rischi).

In linea con un approccio *risk based*, la vigilanza della Consob si è focalizzata sulle aree di bilancio di maggiore interesse per il settore e per gli investitori, tenuto conto altresì delle priorità identificate dall'ESMA per i bilanci 2015 (ECEP). 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 l'informativa resa al mercato e la comparabilità dei bilanci delle istituzioni finanziarie.

In particolare, i controlli si sono concentrati sulle informazioni relative alla qualità del credito, tenuto conto della priorità che tale area ha assunto sia per i *regulators* bancari sia per gli investitori. A tale riguardo, la Commissione ha attivato specifiche iniziative di vigilanza sull'informativa resa dalle banche che, su pressione delle autorità di vigilanza prudenziale, hanno deliberato piani di significativo incremento delle coperture contabili e di rapida dismissione dei volumi di NPLs.

In tale ambito, sono state svolte verifiche in ordine alla conformità dell'informativa finanziaria ai principi contabili 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 suddetti. Particolare attenzione è stata dedicata alla verifica della correttezza contabile delle modalità di rappresentazione delle operazioni di cartolarizzazione deliberate da diverse banche per contenere l'incidenza delle sofferenze. Al riguardo, è apparsa complessa la verifica della sussistenza di tutte le condizioni previste dal principio contabile IAS 39 per poter cancellare definitivamente dai bilanci delle banche *originator* tutti i crediti oggetto di cartolarizzazione (cosiddetta *derecognition* contabile).

I principali interventi di vigilanza svolti nel corso dell'anno hanno riguardato emittenti bancari di grande dimensione, che hanno deliberato operazioni di rafforzamento patrimoniale e/o di profonda ristrutturazione accompagnate spesso da piani di dismissione di rilevanti quote di NPLs.

Tra questi, particolarmente degne di nota sono le attività istruttorie svolte su Banca Popolare di Vicenza, Veneto Banca, Banco Popolare – BPM, Banca Monte dei Paschi di Siena e Unicredit.

Ad esito delle attività istruttorie sulle due banche venete, numerosi sono stati gli interventi volti a richiedere alle due banche di integrare le informazioni rese agli investitori nella documentazione predisposta per l'assemblea dei soci chiamata a deliberare la ricapitalizzazione o la trasformazione societaria e nei documenti d'offerta predisposti per gli aumenti di capitale (per maggiori dettagli si rinvia al Riquadro 6).

L'operazione di rafforzamento patrimoniale e di cartolarizzazione delle sofferenze deliberata da Banca Monte dei Paschi di Siena ha presentato rilevanti profili contabili di interesse, connessi con la *derecognition* delle sofferenze oggetto di

cartolarizzazione e l'incremento dei *coverage ratios* pianificato dalla banca. Inoltre, i rischi relativi all'esecuzione del piano industriale e del rafforzamento patrimoniale hanno reso necessario intensificare le attività di verifica delle informazioni finanziarie fornite al mercato da MPS in merito a tale operazione. In questo ambito, la Consob ha richiesto alla banca di integrare l'informativa per l'assemblea dei soci convocata il 24 novembre 2016 per deliberare l'aumento di capitale. Inoltre, numerosi interventi hanno riguardato la trasparenza delle informazioni riportate nei documenti d'offerta del citato aumento di capitale approvati dalla Commissione (per maggiori dettagli si rinvia al Riquadro 7). In seguito all'insuccesso della predetta operazione di aumento di capitale e alla successiva istanza di sostegno finanziario straordinario e temporaneo presentata da MPS allo Stato Italiano per l'accesso alla misura della 'ricapitalizzazione precauzionale', prevista dal d.l. 237/2016 (cosiddetto 'decreto salva-banche'), la Commissione si è concentrata sul monitoraggio del processo di ristrutturazione della banca, al fine di verificare la trasparenza del quadro informativo fornito al mercato.

Nel 2016 è inoltre proseguita l'azione di vigilanza della Consob relativamente alle risultanze del cosiddetto processo di valutazione prudenziale (Supervisory Review and Evaluation Process, SREP), condotto dalla BCE sulle istituzioni creditizie europee 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).

Al riguardo, si rammenta che lo scorso anno, a seguito dell'attività condotta sugli esiti del processo SREP 2015, la Consob aveva diffuso la comunicazione 90883/15 del 26 novembre 2015, indirizzata a tutte le banche quotate e diffuse, contenente linee-guida per le comunicazioni al pubblico degli esiti del SREP. La Commissione ha pertanto verificato la corretta applicazione di tali linee-guida da parte delle banche italiane in relazione alla diffusione al mercato dei risultati del processo SREP 2016.

Infine, nel 2016 la Commissione ha dedicato particolare attenzione all'esame delle problematiche inerenti il prevedibile impatto sui bilanci delle banche italiane del nuovo standard contabile IFRS 9 '*Financial Instruments*', che sostituirà lo IAS 39 a partire dai bilanci degli esercizi che iniziano il 1° gennaio 2018, dal momento che il nuovo principio comporterà una significativa modifica delle modalità di classificazione e valutazione degli strumenti finanziari.

Al riguardo, si segnala che l'ESMA ha pubblicato il 10 novembre 2016 il *public statement 'Issues for consideration in implementing IFRS 9: Financial Instruments'* (2016/ESMA/1563). La Consob è stata coinvolta, nell'ambito dei gruppi di lavoro permanenti dell'ESMA, nella stesura di tale documento, che ha richiamato l'attenzione degli emittenti, e in special modo delle istituzioni finanziarie, sulla necessità di fornire informazioni quantitative e/o qualitative relative all'impatto dell'introduzione dell'IFRS 9 già a partire dai bilanci predisposti a una data precedente rispetto a quella di prima applicazione del principio (1° gennaio 2018).

Nell'ambito dell'attività di vigilanza sulle compagnie di assicurazione quotate, nel corso del 2016 l'Istituto ha rivolto particolare attenzione alle novità conseguenti all'entrata in vigore dal 1° gennaio 2016 della Direttiva 138/2009 (cosiddetta Solvency II) e, in particolare, al nuovo regime di vigilanza prudenziale e ai nuovi requisiti patrimoniali di solvibilità, che saranno oggetto di informativa nei bilanci pubblicati a chiusura dell'esercizio 2016.

Tra gli interventi di vigilanza di particolare rilievo si segnala l'esercizio dei poteri, ex art. 114 del Tuf, nei confronti di Società Cattolica di Assicurazioni Scarl, in occasione dell'assemblea dei soci di aprile 2016, convocata per l'approvazione del bilancio 2015. In particolare, tenuto anche conto dei profili emersi dall'esame della documentazione acquisita nel corso dell'attività istruttoria, è stato richiesto all'emittente di informare il mercato in merito, tra l'altro, a profili concernenti: i) la validità degli obiettivi al 2017 previsti nel Piano d'Impresa 2014-2017 approvato a settembre 2014; ii) l'attualità della rilevanza strategica degli accordi di *partnership* all'epoca in essere con la Banca Popolare di Vicenza; iii) l'impiego dei proventi derivanti dall'aumento di capitale eseguito nel 2014 e la validità della strategia di crescita per linee esterne, rappresentata nel relativo prospetto informativo; iv) le motivazioni sottostanti all'adozione da parte del Cda della proposta di distribuire un dividendo complessivo di 0,35 euro per azione - di cui 0,15 euro a valere sulla riserva straordinaria - tenuto conto delle raccomandazioni al riguardo fornite dall'IVASS nella sua Lettera al mercato del 20 gennaio 2016.

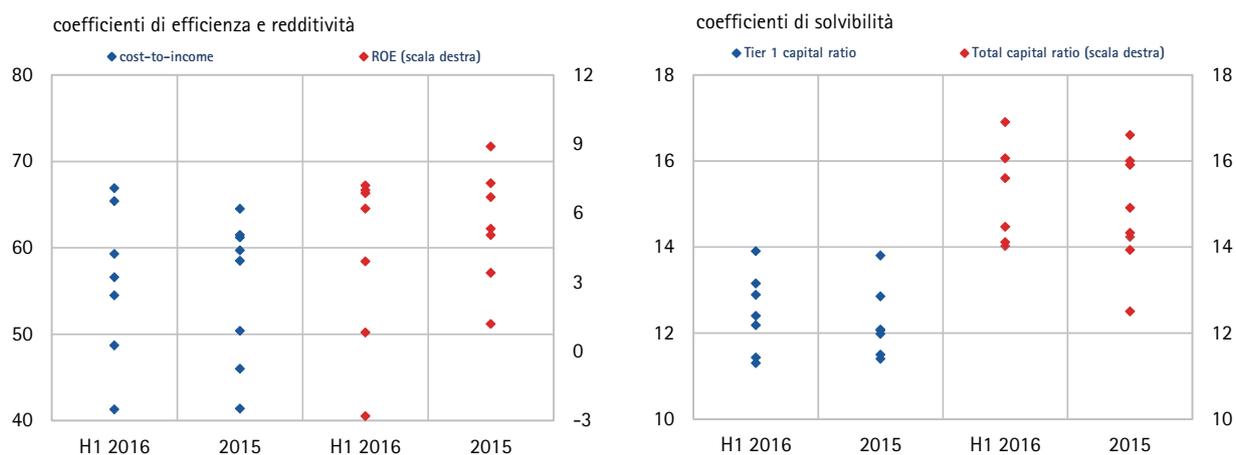


# La vigilanza sugli intermediari IV

## 1 Le banche

Nel primo semestre del 2016 la redditività dei principali gruppi bancari italiani si è leggermente ridotta rispetto all'anno precedente, nonostante un lieve miglioramento dell'efficienza operativa e la conseguente riduzione del *cost-to-income*. L'adeguatezza patrimoniale invece si è mantenuta sostanzialmente stabile (Fig. 18).

Fig. 18 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, il ROE si è ridotto di oltre un punto percentuale. Il coefficiente di solvibilità primario (*Tier 1 capital ratio*), in media, è rimasto prossimo al 12 per cento, mentre è risultato in lieve aumento il coefficiente di solvibilità complessivo (*Total capital ratio*), che ha superato il 15,5 per cento (poco meno del 15 per cento nel 2015).

Con riferimento alla dinamica delle voci reddituali, nei primi sei mesi del 2016 si è osservata una riduzione del margine di intermediazione (-3,4 per cento) per effetto della contrazione del margine di interesse (-2,9 per cento), delle commissioni (-4 per cento) e dei proventi da operazioni finanziarie (-9,8 per cento). Tale contrazione, congiuntamente all'incremento delle rettifiche su crediti (+16 per cento), ha più che compensato la lieve

riduzione dei costi operativi (-1,5 per cento), determinando una diminuzione dell'utile netto pari al 29,3 per cento (dato confermato al 30 settembre 2016; Tav. 47).

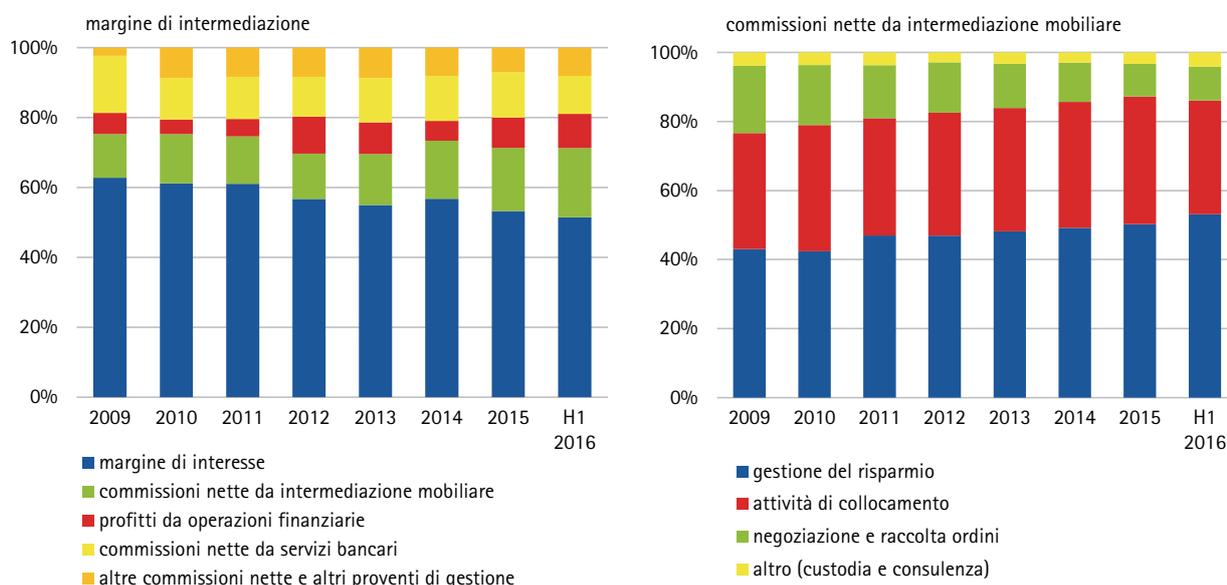
**Tav. 47 Conto economico aggregato dei principali gruppi bancari italiani**  
(milioni di euro e variazioni percentuali rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente)

|   | 2012    | 2013    | 2014    | 2015    | 30 giu.<br>2016 | var. % <sup>1</sup> | 30 set.<br>2016 <sup>2</sup> |
|---|---------|---------|---------|---------|-----------------|---------------------|------------------------------|
| <b>margini di interesse (a)<sup>3</sup></b>                           | 34.779  | 30.728  | 31.402  | 30.343  | 13.928          | -2.9                | 19.938                       |
| <b>commissioni nette (b = b.1 + b.2 + b.3)</b>                        | 19.372  | 19.223  | 20.161  | 21.393  | 10.161          | -4.0                | 14.857                       |
| <i>di cui: da servizi di investimento e gestioni collettive (b.1)</i> | 7.940   | 8.165   | 9.181   | 10.293  | 5.353           | -7.1                |                              |
| negoziare titoli e valute e raccolta ordini                           | 1.165   | 1.046   | 1.040   | 976     | 525             | -14.0               |                              |
| gestioni individuali  | 626     | 603     | 626     | 906     | 559             | 23.3                |                              |
| gestioni collettive   | 3.017   | 3.250   | 3.812   | 4.183   | 2.250           | -14.1               |                              |
| banca depositaria   | 83      | 80      | 83      | 80      | 38              | -18.8               |                              |
| custodia titoli   | 53      | 37      | 18      | 59      | 47              | 67.6                |                              |
| collocamento e distribuzione prodotti fin. e ass.                     | 2.825   | 2.921   | 3.347   | 3.810   | 1.764           | -3.9                |                              |
| Consulenza  | 170     | 228     | 254     | 279     | 154             | -3.2                |                              |
| <i>da servizi bancari (b.2)<sup>4</sup></i>                           | 6.956   | 7.054   | 7.099   | 7.375   | 2.935           | -2.7                |                              |
| <i>altre commissioni nette (b.3)<sup>5</sup></i>                      | 4.304   | 4.003   | 3.881   | 3.726   | 1.874           | 4.1                 |                              |
| <b>profitti/perdite da operazioni finanziarie (c)<sup>6</sup></b>     | 6.521   | 5.032   | 3.159   | 4.932   | 2.649           | -9.8                | 3.628                        |
| <b>altri proventi netti di gestione (d)</b>                           | 809     | 869     | 593     | 258     | 307             | 243.0               | 279                          |
| <b>risultato della gestione assicurativa (e)</b>                      | 828     | 790     | 932     | 997     | 571             | -8.6                | 829                          |
| <b>margini di intermediazione (f = a+b+c+d+e)</b>                     | 61.601  | 56.642  | 56.247  | 57.924  | 27.617          | -3.4                | 39.530                       |
| <b>costi operativi (g)<sup>7</sup></b>                                | 35.209  | 33.278  | 32.752  | 33.325  | 15.130          | -1.5                | 22.391                       |
| <b>risultato di gestione (f-g)</b>                                    | 26.393  | 23.363  | 23.495  | 24.599  | 12.486          | -5.6                | 17.139                       |
| <b>rettifiche nette su crediti</b>                                    | -20.004 | -28.069 | -23.225 | -12.627 | -6.704          | 16.1                | -10.692                      |
| <b>rettifiche nette su altre operazioni finanziarie</b>               | -1.696  | -999    | -616    | -249    | 15              | -160.0              | -40                          |
| <b>utile netto<sup>8</sup></b>  | 1.053   | -4.217  | -1.607  | 7.004   | 3.245           | -29.3               | 2.879                        |

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 2016 rispetto al primo semestre del 2015. <sup>2</sup> I dati al 30 giugno e al 30 settembre 2016 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 esattoria 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 2016, il peso del margine di interesse sul totale dei ricavi si è attestato al 46 per cento circa, confermando il calo in atto da diversi anni. Con riferimento alla composizione del margine di intermediazione, continua ad aumentare l'incidenza delle commissioni nette derivanti dalla gestione del risparmio (attestata al 53 per cento alla fine del primo semestre del 2016), mentre prosegue la contrazione del contributo delle commissioni da collocamento di prodotti finanziari (33 per cento; Fig. 19).

**Fig. 19 Composizione dei ricavi dei principali gruppi bancari italiani**

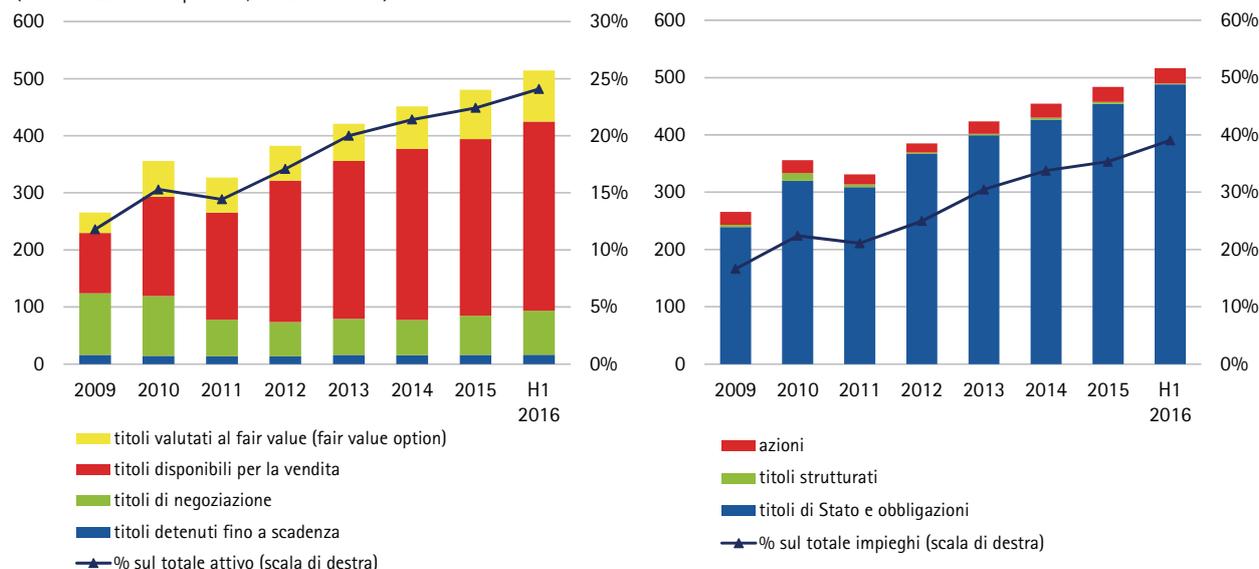


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali relativi ai primi otto gruppi bancari per totale attivo. Confronta Note metodologiche. I dati al 30 giugno 2016 non includono il gruppo Bnl.

Rispetto alla fine del 2015 il portafoglio titoli dei maggiori istituti di credito italiani è cresciuto, attestandosi al primo semestre 2016 al 24 per cento sul totale attivo, principalmente per effetto dell'incremento delle attività finanziarie disponibili per la vendita (da 309 a 331 miliardi di euro). Nello stesso periodo, è aumentata anche l'incidenza del portafoglio titoli sul totale degli impieghi, passando dal 35 al 39 per cento (Fig. 20).

**Fig. 20 Composizione del portafoglio titoli dei principali gruppi bancari italiani**

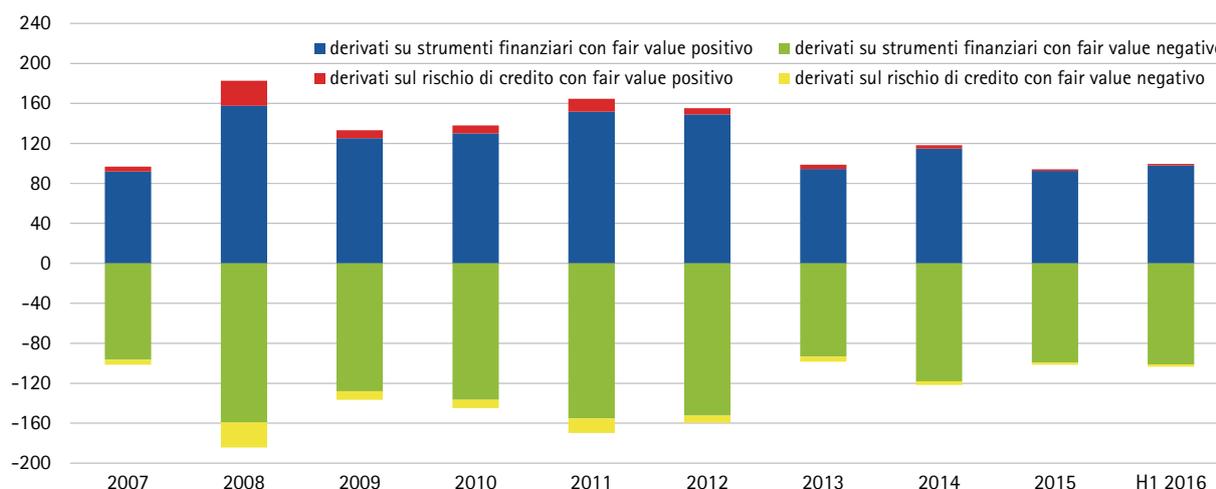
(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)



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 2016 non includono il gruppo Bnl.

Il valore di mercato lordo dei derivati (inteso come somma in valore assoluto del *fair value* dei derivati attivi e passivi) è risultato in lieve crescita, passando da 196 miliardi di euro a fine 2015 a 203 miliardi circa a giugno 2016. Il valore di mercato netto invece (dato dalla differenza tra il *fair value* dei derivati iscritti all'attivo e quello dei derivati iscritti al passivo) risulta negativo di circa 4 miliardi di euro (-7 miliardi circa nel 2015; Fig. 21).

**Fig. 21 Valore di mercato (*fair value*) dei derivati di negoziazione dei principali gruppi bancari italiani**  
(dati di fine periodo; miliardi di euro)



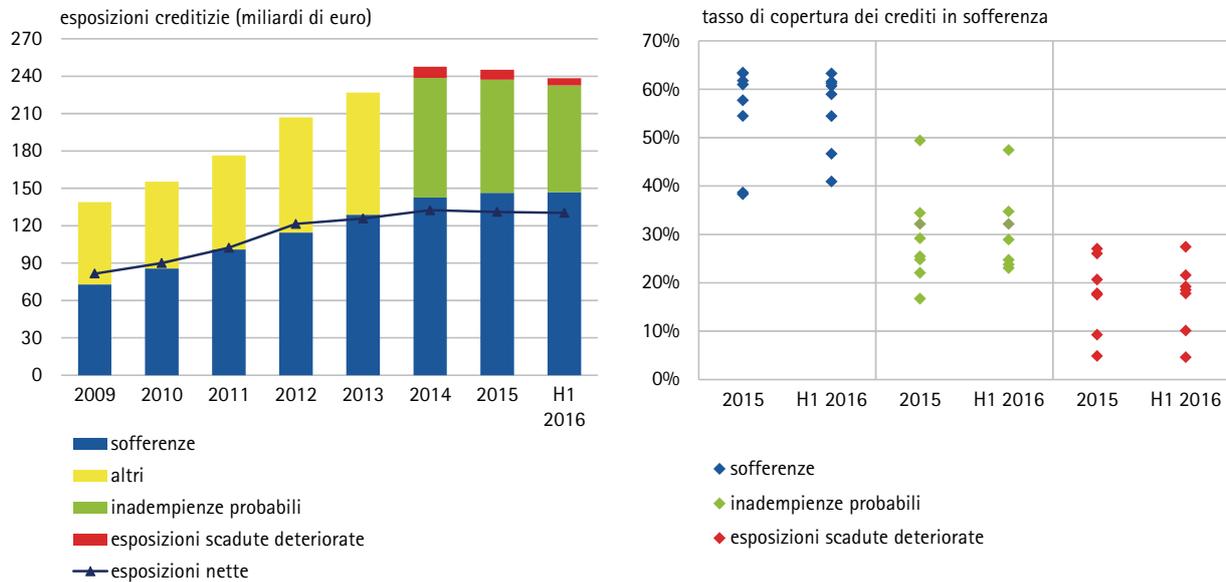
Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali relativi ai primi otto gruppi bancari per totale attivo. Confronta Note metodologiche. I dati al 30 giugno 2016 non includono il gruppo Bnl.

A giugno 2016, la qualità del credito ha mostrato un lieve miglioramento per i principali gruppi bancari, per effetto del calo dell'incidenza delle inadempienze probabili e delle esposizioni scadute deteriorate sul totale dei crediti lordi, a fronte della persistente stabilità delle sofferenze.

Lo *stock* dei crediti deteriorati lordi verso la clientela è costituito per il 62 per cento dalle sofferenze (147 miliardi di euro circa) e per il 36 per cento dalle inadempienze probabili (86 miliardi di euro circa), mentre l'ammontare lordo dei crediti scaduti deteriorati è al di sotto del 3 per cento. Nel primo semestre dell'anno, il tasso di copertura dei crediti in sofferenza è rimasto tendenzialmente invariato per tutte le categorie di crediti (Fig. 22).

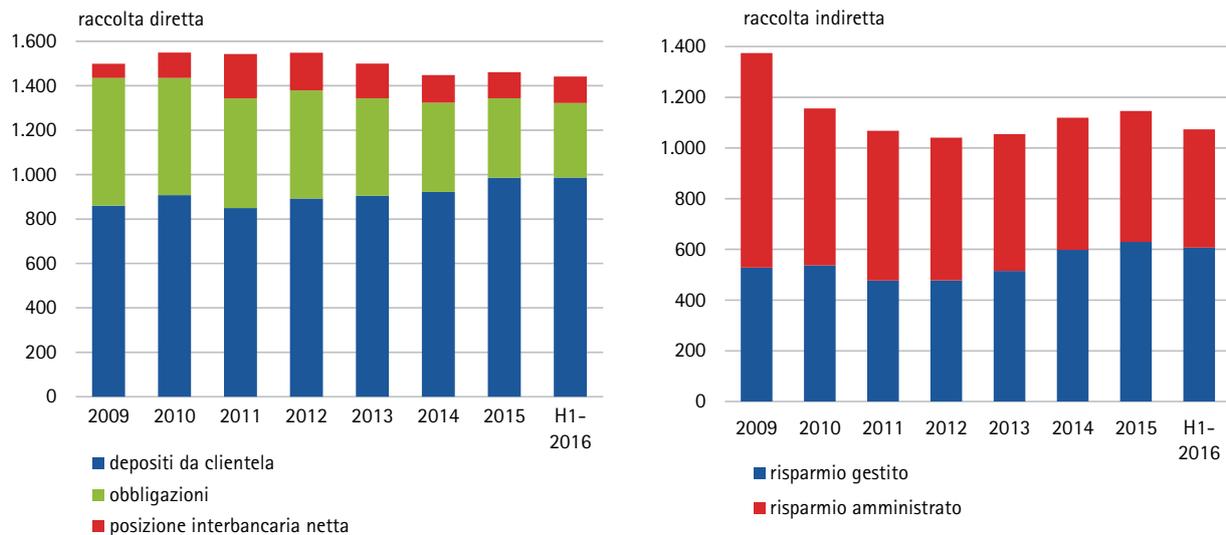
Con riferimento al *funding*, la raccolta diretta è rimasta sostanzialmente invariata, a fronte della stabilità di depositi e raccolta interbancaria e della leggera contrazione della raccolta obbligazionaria (-7 per cento circa). La raccolta indiretta, invece, ha esibito un calo principalmente riconducibile all'andamento del risparmio amministrato (-10 per cento circa; Fig. 23).

**Fig. 22 Evoluzione della qualità del credito dei principali gruppi bancari italiani**



Fonte: stime elaborate su dati contenuti nei bilanci consolidati e nelle relazioni semestrali relativi ai primi otto gruppi bancari per totale attivo. Confronta Note metodologiche. A partire dal 1° trimestre 2015 trova applicazione la nuova nozione di attività deteriorate adottata dalla Banca d'Italia nell'aggiornamento del 20 gennaio 2015 della circolare 272 'Matrice dei Conti', in seguito al recepimento delle nuove definizioni di *non-performing exposures* (NPE) introdotte dalle norme tecniche di attuazione relative alle segnalazioni statistiche di vigilanza consolidate, armonizzate e definite dall'Autorità Bancaria Europea e approvate dalla Commissione europea il 9 gennaio 2015. Conseguentemente, i crediti deteriorati sono stati ripartiti nelle categorie delle sofferenze, inadempienze probabili, esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate, abrogando le nozioni di esposizioni incagliate e di quelle ristrutturate ricondotte nell'aggregato inadempienze probabili, ad eccezione degli incagli oggettivi inseriti tra le esposizioni scadute e/o deteriorate.

**Fig. 23 Raccolta dei principali gruppi bancari italiani**  
(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)

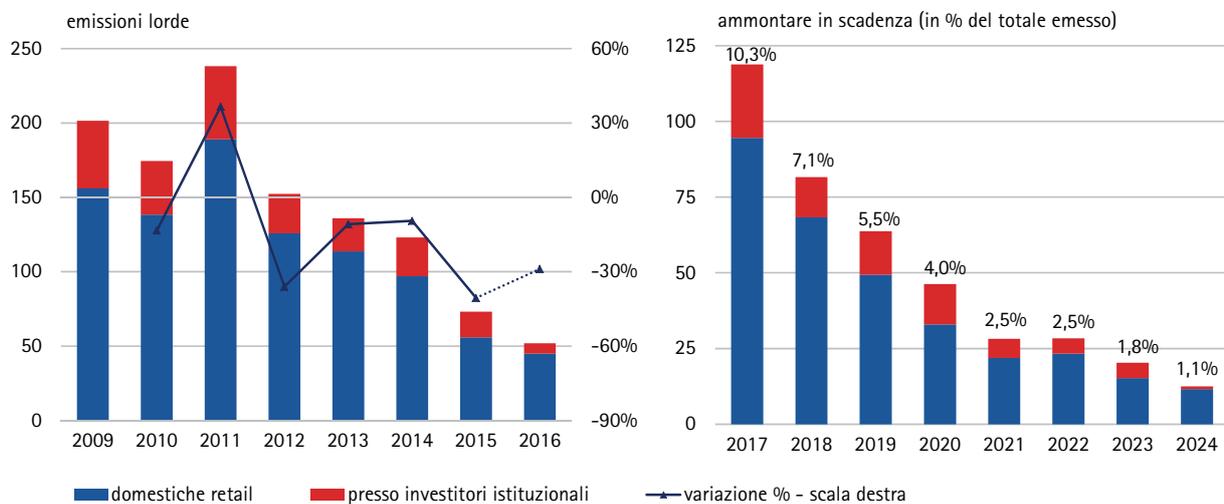


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali relativi ai primi otto gruppi bancari per totale attivo. Confronta Note metodologiche. Il risparmio gestito include le riserve tecniche a fronte di prodotti assicurativi e previdenziali di società del gruppo. Nella raccolta diretta sono escluse le passività subordinate e di negoziazione. I dati al 30 giugno 2016 non includono il gruppo Bnl.

Le emissioni obbligazionarie di banche italiane infatti si sono ridotte di oltre 21 miliardi di euro nel 2016, attestandosi a 52 miliardi circa (73 miliardi nell'anno precedente). Il calo è pari al 20 per cento circa per le emissioni sul mercato domestico e a quasi il 60 per cento per i collocamenti sul mercato internazionale.

Riguardo al fabbisogno di rifinanziamento, l'ammontare stimato in scadenza nel 2017 risulta pari a circa 120 miliardi di euro, ossia oltre il 10 per cento dell'ammontare in essere dal 2009 e il 30 per cento dello *stock* previsto in scadenza entro il 2024 (circa 400 miliardi di euro; Fig. 24).

**Fig. 24 Emissioni di obbligazioni di banche italiane**  
(miliardi di euro)

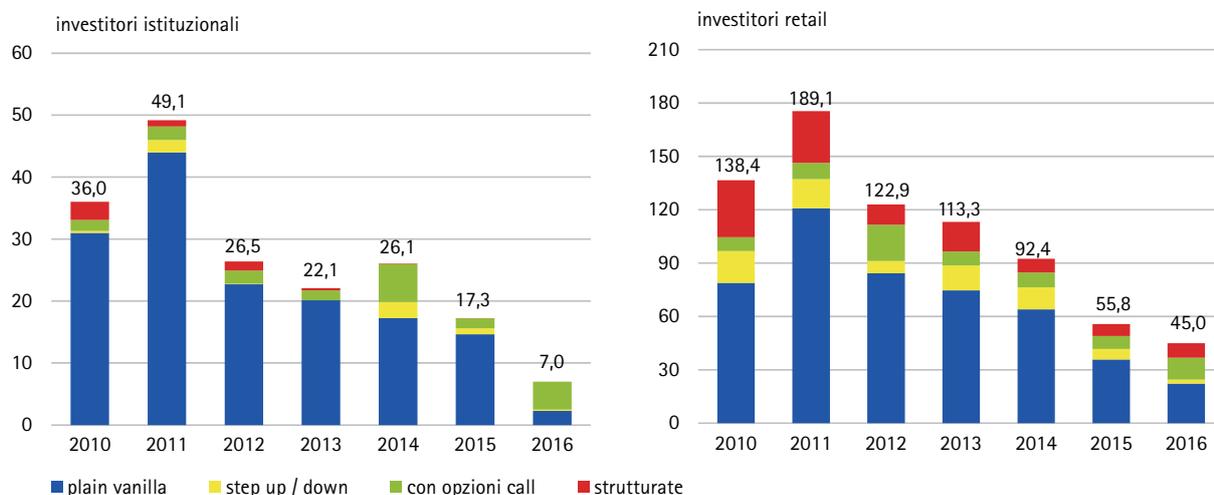


Fonte: elaborazioni su dati Dealogic, Consob e Kler's. Le scadenze si riferiscono alle obbligazioni emesse a partire dal 2009.

Con riferimento alla tipologia di titoli, nel primo semestre dell'anno è calata la quota di obbligazioni *plain vanilla* (ossia titoli semplici a tasso fisso o variabile) sul totale delle emissioni sia sul mercato domestico sia sull'euromercato, mentre è aumentata l'incidenza delle obbligazioni con opzione di rimborso anticipato (*call*).

I collocamenti destinati a investitori professionali sono rappresentati per un terzo da titoli *plain vanilla* (85 per cento nel 2015), per circa due terzi da obbligazioni con opzione *call* e, in misura residuale, da titoli a cedole fisse con andamento crescente o decrescente (*step up* e *step down*). I titoli *plain vanilla* collocati alla clientela *retail* si attestano alla metà delle emissioni complessive, in calo rispetto al 64 per cento dell'anno precedente a beneficio delle obbligazioni *call* e strutturate (Fig. 25).

**Fig. 25 Emissioni di obbligazioni di banche italiane per tipologia**  
(ammontare collocato in miliardi di euro)

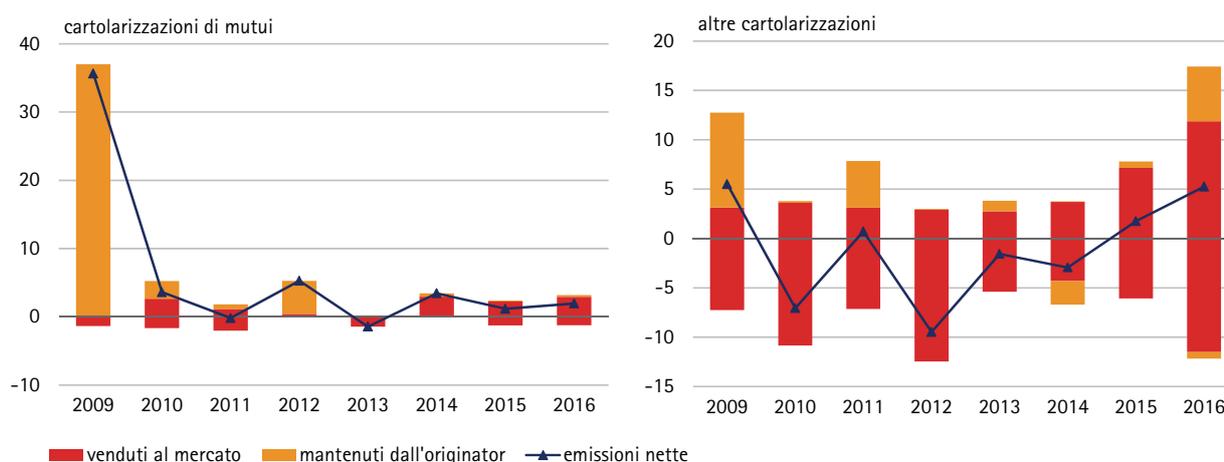


Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza. Dati provvisori e parzialmente stimati. Sono escluse le obbligazioni garantite dallo Stato.

Il mercato delle cartolarizzazioni ha mostrato segnali di crescita, come attesta l'aumento del volume complessivo delle emissioni nette di titoli con sottostanti mutui e di altre tipologie di cartolarizzazioni.

In particolare l'ammontare delle operazioni legate ai mutui è passato da 1,2 miliardi di euro nel 2015 a 2 miliardi nel 2016, mentre nello stesso periodo il volume delle altre cartolarizzazioni si è triplicato passando da 1,7 a 5,2 miliardi di euro (Fig. 26).

**Fig. 26 Emissioni di cartolarizzazioni italiane**  
(miliardi di euro)

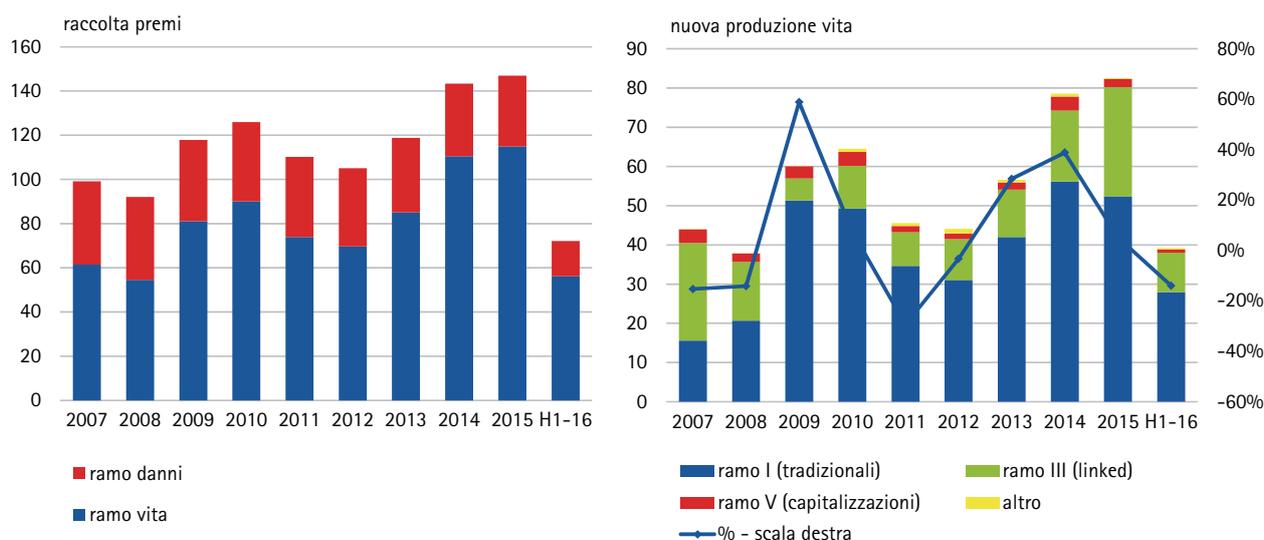


Fonte: elaborazioni su dati Dealogic.

## 2 Le assicurazioni

Nel primo semestre del 2016, la raccolta delle assicurazioni italiane si è ridotta per il ramo vita rispetto al medesimo periodo dell'anno precedente, mentre è rimasta sostanzialmente stabile nel ramo danni portandosi, rispettivamente, a 56 e 16 miliardi di euro circa.

**Fig. 27 Andamento della raccolta premi delle assicurazioni italiane**  
(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)



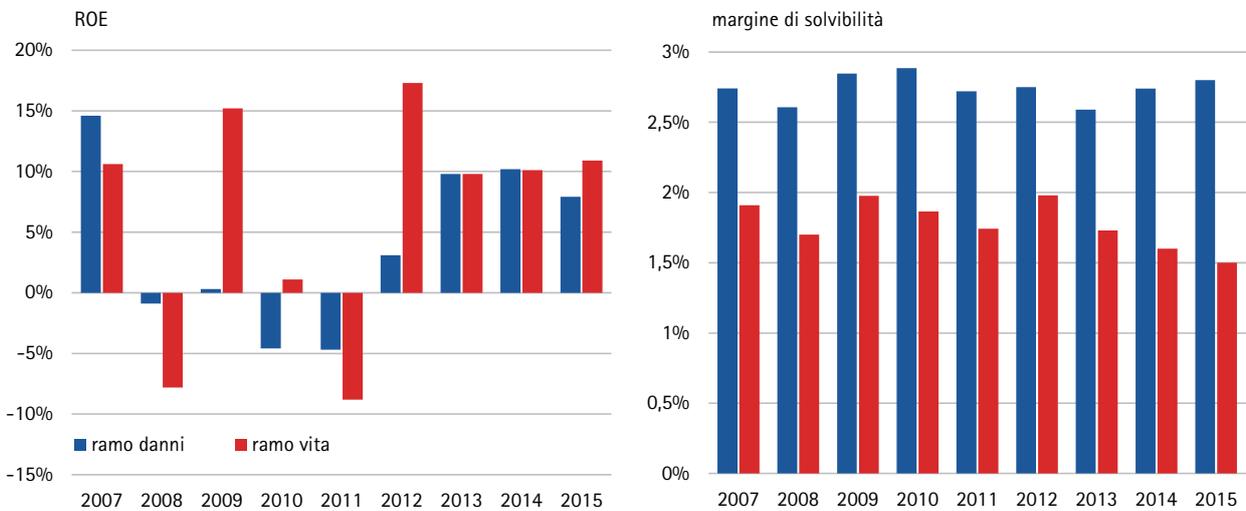
Fonte: elaborazioni su dati IVASS. I dati si riferiscono al lavoro diretto italiano. La variazione percentuale a giugno 2016 è calcolata rispetto a giugno 2015.

In particolare, nel ramo vita si è registrata una contrazione pari a 5,5 miliardi di euro (-11 per cento). È parallelamente calata del 36 per cento circa la nuova produzione di premi sia per le assicurazioni del ramo III (collegate a quote di Oicr, di fondi interni o altri indici) sia per quelle del ramo V (operazioni di capitalizzazione) passando complessivamente a 11 miliardi di euro nel primo semestre del 2016 dai 17 miliardi del primo semestre del 2015 (Fig. 27).

Redditività e solvibilità delle compagnie di assicurazione hanno mostrato un andamento eterogeneo. Nel 2015, in particolare, il ROE è calato nel ramo danni, attestandosi all'8 per cento dal 10 per cento nell'anno precedente, mentre è cresciuto di un punto percentuale nel ramo vita, dal 10 per cento nel periodo precedente.

Il margine di solvibilità è diminuito nel settore vita (da 1,6 a 1,5 per cento), mentre ha registrato un aumento nel settore danni (da 2,7 a 2,8 per cento; Fig. 28).

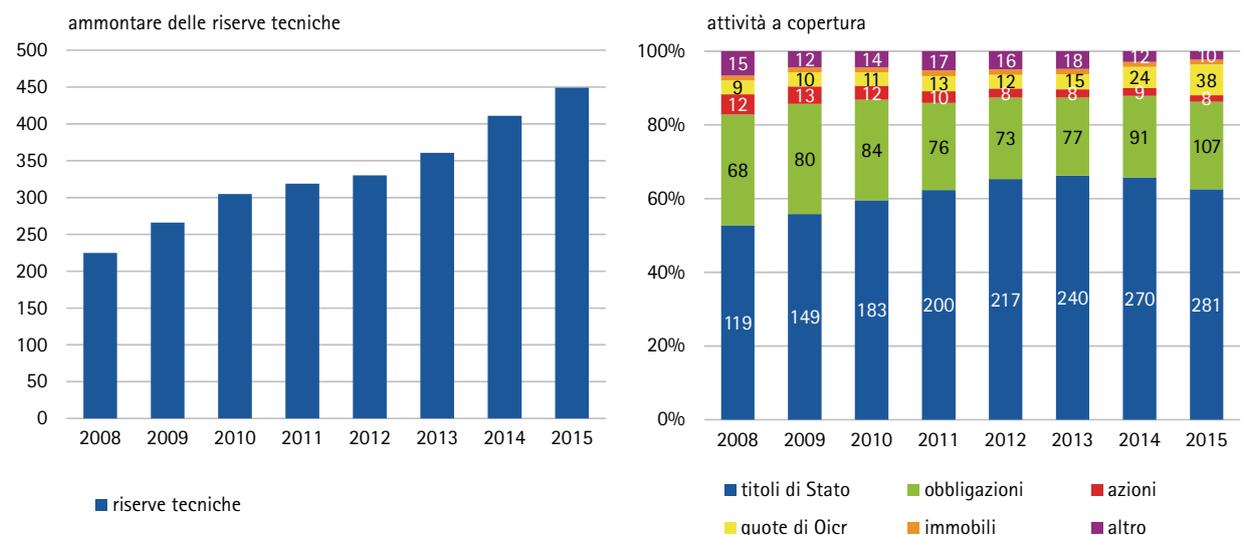
**Fig. 28 Indici di redditività e solvibilità delle assicurazioni italiane**



Fonte: elaborazioni su dati IVASS.

Le riserve tecniche, al lordo delle riserve a carico dei riassicuratori, risultano pari a 449 miliardi di euro nel ramo vita (+9 per cento rispetto al 2014). Le attività poste a copertura delle riserve tecniche sono rappresentate quasi al 90 per cento da titoli di Stato e obbligazioni (per un ammontare pari rispettivamente a 281 miliardi e 107 miliardi di euro). Il restante 10 per cento è costituito da quote di Oicr (38 miliardi), azioni (8 miliardi) e immobili (6 miliardi; Fig. 29).

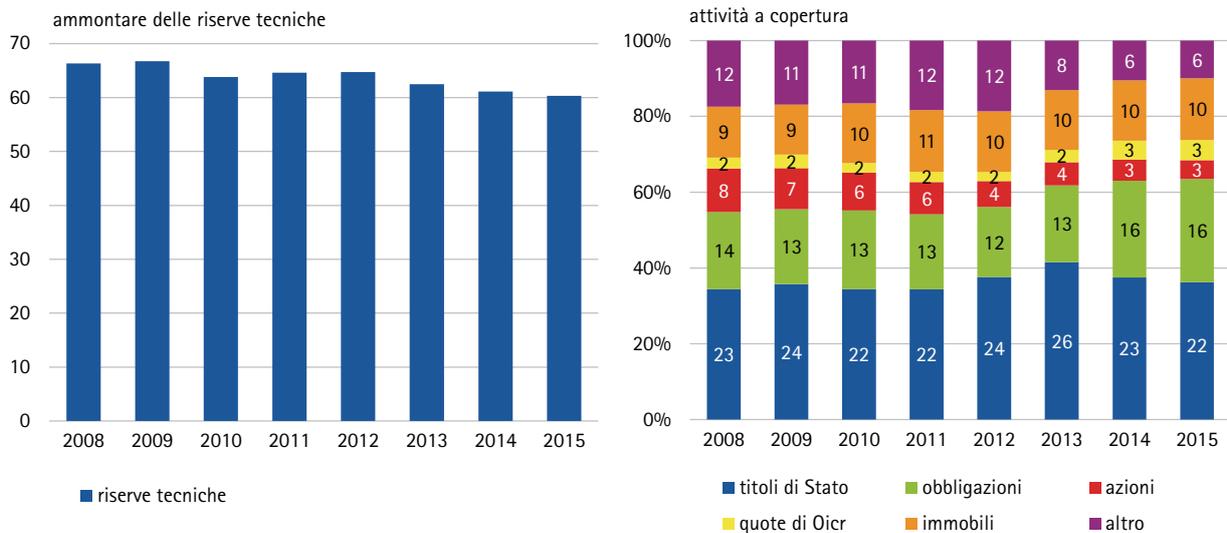
**Fig. 29 Riserve tecniche e investimenti nel ramo vita**  
(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati IVASS.

Per quanto riguarda il ramo danni, a fine 2015, l'ammontare complessivo delle riserve tecniche si attesta a 60,3 miliardi di euro, in lieve calo rispetto all'anno precedente. Gli investimenti effettuati dalle compagnie a fronte delle riserve tecniche iscritte al passivo, sono costituiti prevalentemente da titoli governativi (22 miliardi di euro), obbligazioni (16 miliardi) e immobili (10 miliardi). Le restanti attività, pari a 10 miliardi di euro, si riferiscono a quote di Oicr, azioni e altre attività (Fig. 30).

**Fig. 30 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

La vigilanza della Consob sugli intermediari, ai sensi della legislazione vigente, persegue l'obiettivo della trasparenza e della correttezza dei comportamenti degli operatori ed è condotta nel rispetto dei principi generali di buon andamento dell'amministrazione, di economicità ed efficacia che presidono lo svolgimento di ogni attività amministrativa.

Nel 2016 l'attività di vigilanza dell'Istituto nei confronti di banche e altri intermediari autorizzati alla prestazione di servizi di investimento è stata condotta secondo una logica *risk based*, orientando gli accertamenti (anche di natura ispettiva) su soggetti e fenomeni considerati a maggior rischio di non conformità alle norme, anche sulla base di indicatori di anomalie, tenuto conto della significatività rispetto all'interesse pubblico e alle priorità delle attività.

In particolare, l'approccio seguito nella vigilanza sugli intermediari bancari si fonda su procedure standardizzate di analisi delle informazioni disponibili al fine di selezionare gli intermediari rilevanti da sottoporre a vigilanza continuativa e di indirizzare il grado di discrezionalità tecnica nella fase di decisione degli interventi di vigilanza e della relativa tipologia (quali soggetti interessare, quali aree indagare, quali strumenti attivare).

Il modello di vigilanza sugli intermediari adottato dalla Consob è stato esaminato e valutato positivamente da organismi internazionali quali il Fondo Monetario Internazionale e l'ESMA.

Nell'ultimo anno il numero di intermediari bancari autorizzati alla prestazione di servizi di investimento ha continuato a ridursi, portandosi a 528, così confermando la dinamica avviatasi dal 2009 (quando il numero di banche abilitate si attestava a 725; Tav. 48). Il fenomeno è stato particolarmente significativo nel 2016 anche per effetto dei processi di aggregazione e consolidamento determinati da operazioni di razionalizzazione e da situazioni di crisi.

**Tav. 48 Intermediari per servizi di investimento autorizzati**

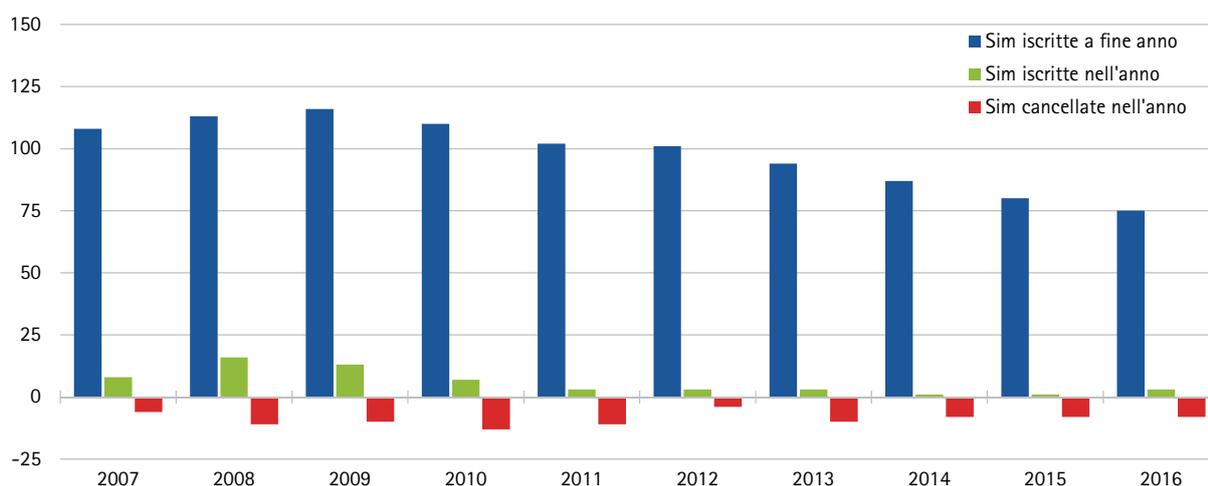
|   | 2009        | 2010        | 2011        | 2012        | 2013        | 2014        | 2015        | 2016        |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <i>totale soggetti autorizzati</i>                        | <i>840</i>  | <i>811</i>  | <i>778</i>  | <i>744</i>  | <i>723</i>  | <i>692</i>  | <i>663</i>  | <i>603</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>   | <i>75</i>   |
| consulenza  | 110         | 103         | 94          | 92          | 84          | 77          | 70          | 64          |
| negoziazione per conto proprio                            | 17          | 15          | 14          | 14          | 15          | 16          | 15          | 14          |
| negoziazione per conto terzi                              | 25          | 23          | 20          | 20          | 22          | 23          | 22          | 20          |
| collocamento con preventiva sottoscrizione <sup>1</sup>   | 8           | 6           | 5           | 5           | 5           | 5           | 4           | 5           |
| collocamento senza preventiva sottoscrizione <sup>1</sup> | 61          | 53          | 47          | 46          | 44          | 45          | 42          | 40          |
| gestione su base individuale                              | 49          | 47          | 46          | 44          | 43          | 39          | 38          | 38          |
| ricezione e trasmissione di ordini e mediazione           | 54          | 52          | 49          | 50          | 48          | 46          | 43          | 39          |
| gestione di MTF   | 2           | 3           | 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> | <i>2,97</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>  | <i>528</i>  |
| consulenza  | 692         | 673         | 651         | 617         | 602         | 583         | 560         | 510         |
| negoziazione per conto proprio                            | 535         | 516         | 500         | 467         | 461         | 445         | 421         | 382         |
| negoziazione per conto terzi                              | 536         | 515         | 499         | 466         | 461         | 447         | 425         | 386         |
| collocamento con preventiva sottoscrizione <sup>1</sup>   | 261         | 242         | 225         | 208         | 201         | 195         | 184         | 173         |
| collocamento senza preventiva sottoscrizione <sup>1</sup> | 699         | 674         | 651         | 616         | 603         | 587         | 565         | 511         |
| gestione su base individuale                              | 208         | 195         | 181         | 170         | 169         | 166         | 158         | 154         |
| ricezione e trasmissione di ordini e mediazione           | 705         | 683         | 660         | 624         | 614         | 593         | 572         | 518         |
| gestione di MTF   | 1           | 1           | 1           | 1           | 1           | 1           | 2           | 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> | <i>4,66</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.

Il mercato dell'intermediazione mobiliare bancaria rimane relativamente concentrato, con il 29 per cento della clientela complessiva riferibile alle prime tre banche e il 66 per cento riferibile ai primi dieci gruppi.

Un'evoluzione simile si coglie anche con riferimento a Sim e società fiduciarie autorizzate alla prestazione di servizi di investimento, portatesi a 75, in diminuzione di cinque unità rispetto all'anno precedente (Fig. 31). In particolare nel 2016 sono intervenute tre iscrizioni all'Albo e otto cancellazioni, in prevalenza connesse a operazioni di riorganizzazione dell'attività all'interno del gruppo di appartenenza. Una Sim, inoltre, è stata cancellata dall'Albo a seguito del provvedimento di messa in liquidazione coatta amministrativa adottato nei suoi confronti dal MEF su proposta della Banca d'Italia.

Fig. 31 Albo delle Sim e delle società fiduciarie



Fonte: Consob.

Il numero di società fiduciarie iscritte nella sezione speciale dell'Albo è risultato pari a quattro, invariato rispetto al 2015.

Le imprese di investimento comunitarie autorizzate a operare in Italia mediante stabilimento di succursale iscritte al relativo elenco erano 60 a fine 2016 (in calo di una unità rispetto all'anno precedente). Nel corso del 2016 sono intervenute cinque iscrizioni all'elenco (quattro imprese inglesi e una impresa tedesca) e sei cancellazioni (cinque imprese inglesi e una tedesca). Il Regno Unito è il paese di origine della maggior parte delle imprese di investimento comunitarie autorizzate a operare in Italia mediante succursale (47 intermediari).

Di tali imprese comunitarie, 11 sono autorizzate alla negoziazione per conto proprio, 30 all'esecuzione di ordini per conto dei clienti, dieci alla sottoscrizione e/o al collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente, 21 al collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente, 23 alla gestione di portafogli, 52 alla ricezione e trasmissione di ordini, 44 alla consulenza in materia di investimenti e una alla gestione di sistemi multilaterali di negoziazione.

Nel 2016 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 in 38 casi di insolvenza (21 Sim, dieci agenti di cambio, cinque Sgr e due banche). Tale gestione si affianca alla cosiddetta gestione speciale relativa alle insolvenze pregresse alla cui copertura concorre il MEF (Tav. 49).

Il Fondo rappresenta il sistema di indennizzo operante in Italia 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 2016; 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  | --                      | --               | --       | --       | --        |
| 2016  | 1                       | --               | --       | --       | 1         |
| <i>totale insolvenze</i>                                | <i>21</i>               | <i>10</i>        | <i>5</i> | <i>2</i> | <i>38</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                  | 41.396           | 3.751    | --       | 71.599    |
| <b>interventi del fondo<sup>3</sup></b>                 | 9.411                   | 11.408           | --       | --       | 20.819    |

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 dell'anno la Commissione ha inviato, nell'ambito dei controlli sulle banche, 132 richieste di dati e notizie aventi ad oggetto profili di attenzione sulle modalità di prestazione dei servizi di investimento (di cui 11 riferite all'operatività di consulenti finanziari).

Tali richieste sono derivate dall'attività di monitoraggio sugli intermediari, anche con riguardo alle offerte di titoli propri, e si sono focalizzate sulle modalità di distribuzione di strumenti finanziari alla clientela. Una specifica area di attenzione, da cui sono scaturite iniziative di vigilanza informativa, è stata rappresentata dai presidi posti a tutela del rischio di concentrazione. In particolare, le richieste di dati e notizie hanno riguardato le modalità adottate dagli operatori per valorizzare efficacemente, nell'ambito delle valutazioni di adeguatezza, il rischio di concentrazione dei titoli propri nei portafogli dei clienti.

Sulla scorta delle risultanze delle indagini cartolari sono stati posti in essere due procedimenti sanzionatori (si veda il successivo Capitolo V 'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori').

Gli interventi di vigilanza si sono avvalsi, come di consueto, anche di incontri con esponenti aziendali. In particolare, hanno avuto luogo 59 riunioni, nell'ambito delle quali sono state affrontate questioni meritevoli di considerazione in relazione alle singole situazioni aziendali, sono stati forniti chiarimenti ed è stata richiamata l'attenzione degli operatori su possibili profili di criticità.

Ad esito di verifiche ispettive, la Commissione ha altresì ordinato la convocazione del consiglio di amministrazione di tre intermediari bancari, richiedendo la rimozione di taluni aspetti di criticità. Parallelamente, per i tre soggetti bancari richiamati, in ragione delle violazioni accertate, sono stati avviati procedimenti sanzionatori. Nel complesso i procedimenti sanzionatori che hanno preso avvio nei confronti delle banche nel 2016 sono stati nove e hanno coinvolto 240 esponenti aziendali.

Relativamente alle imprese di investimento, come noto, la Consob ha competenze di vigilanza nei confronti delle Sim e delle imprese di investimento comunitarie che hanno stabilito una succursale in Italia (per queste ultime, limitatamente alla verifica del rispetto delle regole di condotta nei confronti della clientela italiana). Le imprese di investimento comunitarie operative in Italia senza succursale, invece, sono soggette alla vigilanza esclusiva della relativa autorità competente del paese di origine.

Come per le banche, anche per le imprese di investimento, e in particolare per le Sim, l'attività di vigilanza si è concretizzata in convocazioni di esponenti aziendali, richieste formali di dati e notizie, accertamenti ispettivi e analisi degli esposti pervenuti alla Consob.

In particolare, sono state effettuate una convocazione di esponenti aziendali di Sim, un ordine di convocazione del consiglio di amministrazione con fissazione dell'ordine del giorno e 33 richieste di dati e notizie (di cui 20 nei confronti di Sim e 13 nei confronti di imprese di investimento comunitarie con succursale in Italia). Due delle 20 richieste di dati nei confronti di Sim hanno riguardato un richiamo d'attenzione, di cui uno con richiesta di interventi correttivi nei confronti dell'intermediario (Tav. 50).

**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 8, c. 1, del Tuf                    | 101        | 68 <sup>1</sup>                           |
|      | convocazione esponenti aziendali ex 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 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 8, c. 1, del Tuf                    | 129        | 46  |
|      | convocazione esponenti aziendali ex 7, c. 1, lett. a) del Tuf      | 35         | 1   |
|      | <i>totale</i>  | <i>164</i> | <i>47</i>                                 |
| 2016 | richieste di dati e notizie ex 8, c. 1, del Tuf                    | 132        | 33  |
|      | convocazione esponenti aziendali ex art. 7, c. 1, lett. a) del Tuf | 7          | 1   |
|      | <i>totale</i>  | <i>139</i> | <i>34</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).

Sono state inoltre trasmesse alla Banca d'Italia cinque richieste di collaborazione, ai sensi dell'art. 10, comma 2, del Tuf, per l'estensione su verifiche ispettive in corso su altrettante Sim.

Nell'ambito dell'attività di vigilanza, inoltre, si sono tenute, su istanza dei soggetti vigilati, 16 riunioni con Sim, nove con imprese di investimento comunitarie con succursale in Italia e 12 incontri con soggetti che hanno chiesto chiarimenti per intraprendere iniziative di gestione di portali di *equity-crowdfunding*.

A fronte dell'avvenuto accertamento di ipotesi di violazione della normativa di settore, sono state trasmesse lettere di contestazione nei confronti di quattro Sim e dei relativi 50 esponenti aziendali; è stata inoltre trasmessa una lettera di contestazione nei confronti di un'impresa di investimento comunitaria con succursale in Italia e dei relativi due esponenti aziendali. Sono state altresì mosse contestazioni nei confronti di un'impresa di investimento comunitaria di diritto inglese e dei relativi esponenti

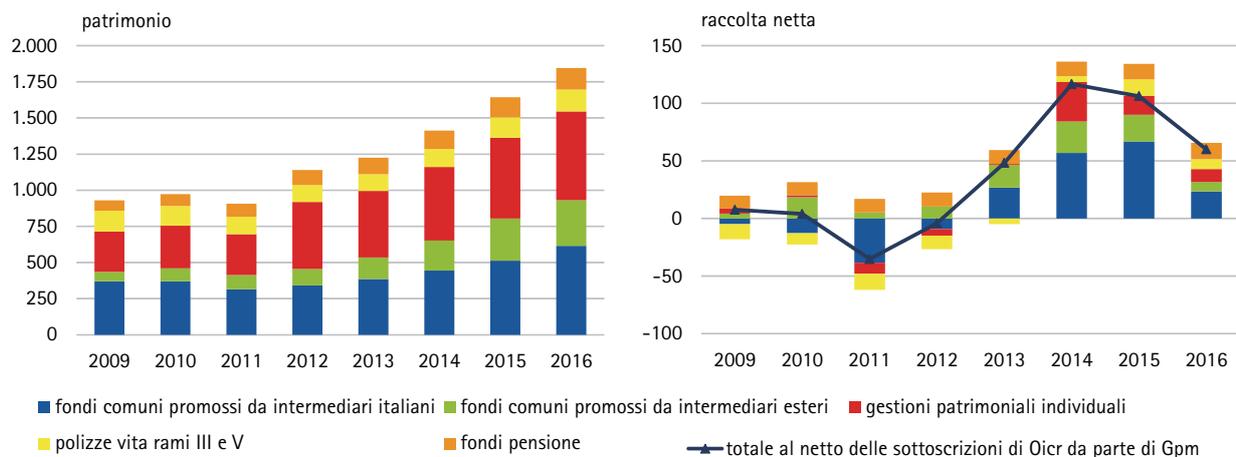
aziendali, operativa in Italia in libera prestazione di servizi e attraverso l'utilizzo di consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede.

Con particolare riguardo alle Sim, nel corso del 2016, 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*).

## 5 Il risparmio gestito

Nel 2016 il patrimonio riferibile ai prodotti del risparmio gestito ha continuato a crescere collocandosi complessivamente a oltre 1.800 miliardi di euro dai 1.600 nel 2015 (+12 per cento circa; Fig. 32). La raccolta netta invece è risultata in calo in tutti i comparti ad eccezione di quello relativo ai fondi pensione.

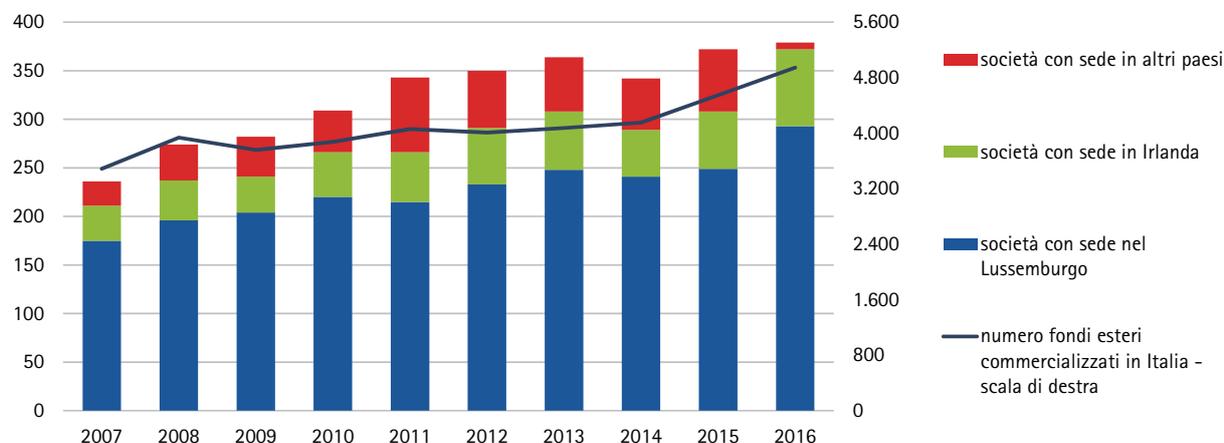
**Fig. 32 Patrimonio e raccolta netta dei prodotti del risparmio gestito collocati in Italia**  
(miliardi di euro)



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 provvisori e parzialmente stimati.

Il numero di fondi esteri commercializzati in Italia è aumentato nel corso dell'anno, passando da 4.546 a 4.943 (+9 per cento circa). In particolare è cresciuto significativamente il numero di società con sede in Lussemburgo e in Irlanda (rispettivamente di 44 e 20 unità), mentre si è ridotto di 57 unità il numero di società aventi sede in altri paesi che commercializzano fondi in Italia (Fig. 33).

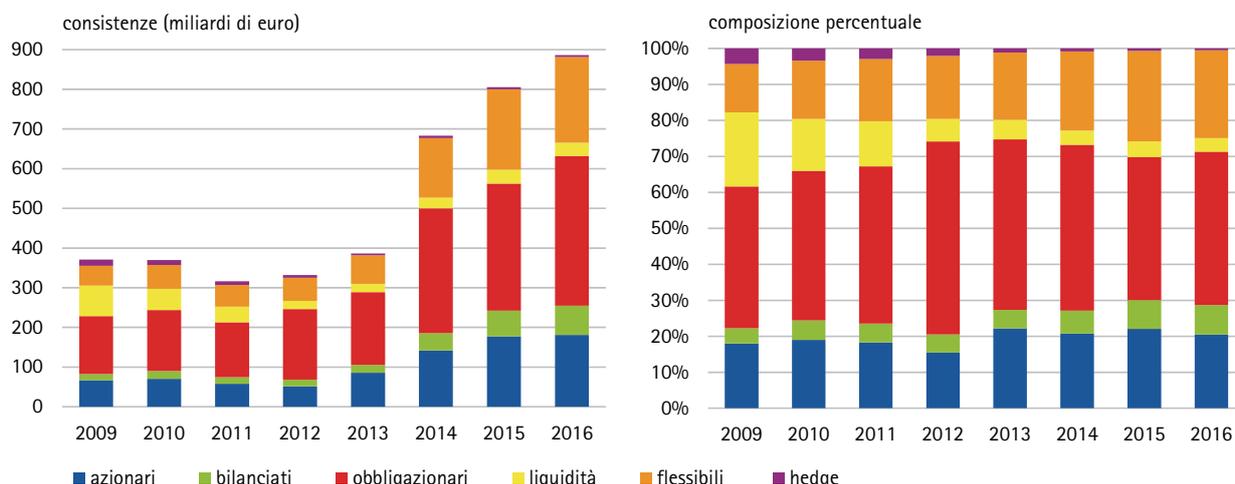
**Fig. 33 Numero di fondi di diritto estero commercializzati in Italia e numero di società estere autorizzate alla commercializzazione di fondi per sede legale**



Fonte: elaborazioni su prospetti informativi.

Complessivamente, nel 2016 il patrimonio gestito riferibile ai fondi comuni commercializzati in Italia è risultato pari a quasi 900 miliardi di euro, registrando una crescita di circa 100 miliardi rispetto all'anno precedente. La composizione percentuale del patrimonio gestito mostra una contrazione del peso dei fondi azionari e un lieve incremento della quota di quelli obbligazionari (Fig. 34).

**Fig. 34 Patrimonio netto dei fondi comuni collocati in Italia**

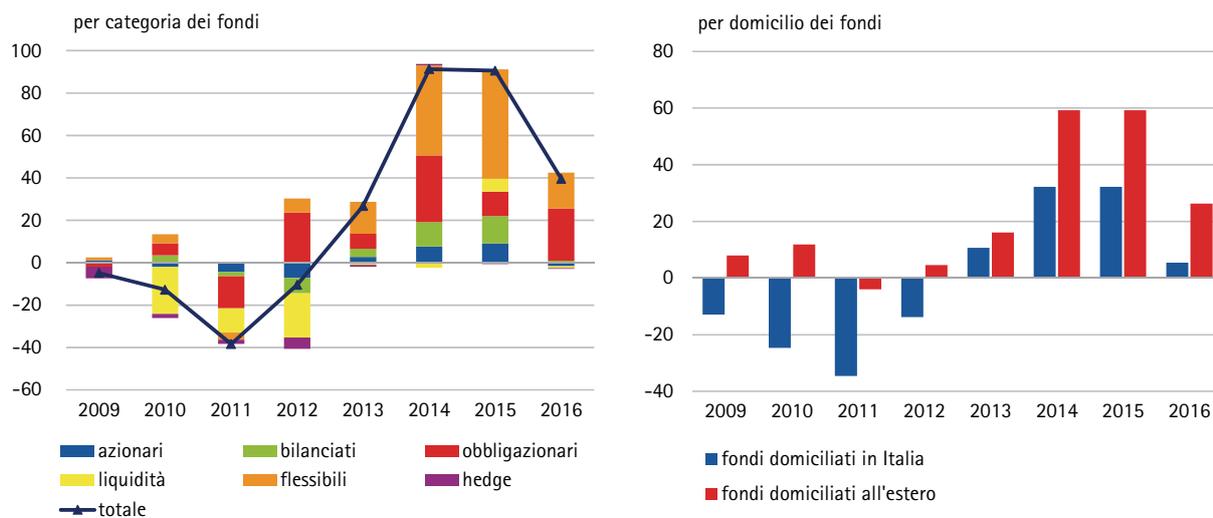


Fonte: Assogestioni. I dati si riferiscono ai fondi di diritto italiano controllati da intermediari esteri, fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*); sono inclusi i fondi di fondi. Per i fondi domiciliati all'estero i dati si riferiscono al patrimonio complessivo.

La raccolta netta, seppur positiva, ha sperimentato un calo, attestandosi a circa 40 miliardi di euro dai 90 miliardi nel 2015. Il fenomeno

ha riguardato tutti i comparti, ad eccezione di quello obbligazionario la cui raccolta netta ha superato i 24 miliardi di euro nel corso dell'anno dagli 11 miliardi nell'anno precedente. La dinamica negativa della raccolta ha riguardato sia i fondi domiciliati all'estero sia quelli domiciliati in Italia (Fig. 35).

**Fig. 35 Raccolta netta dei fondi comuni collocati in Italia**  
(miliardi di euro)

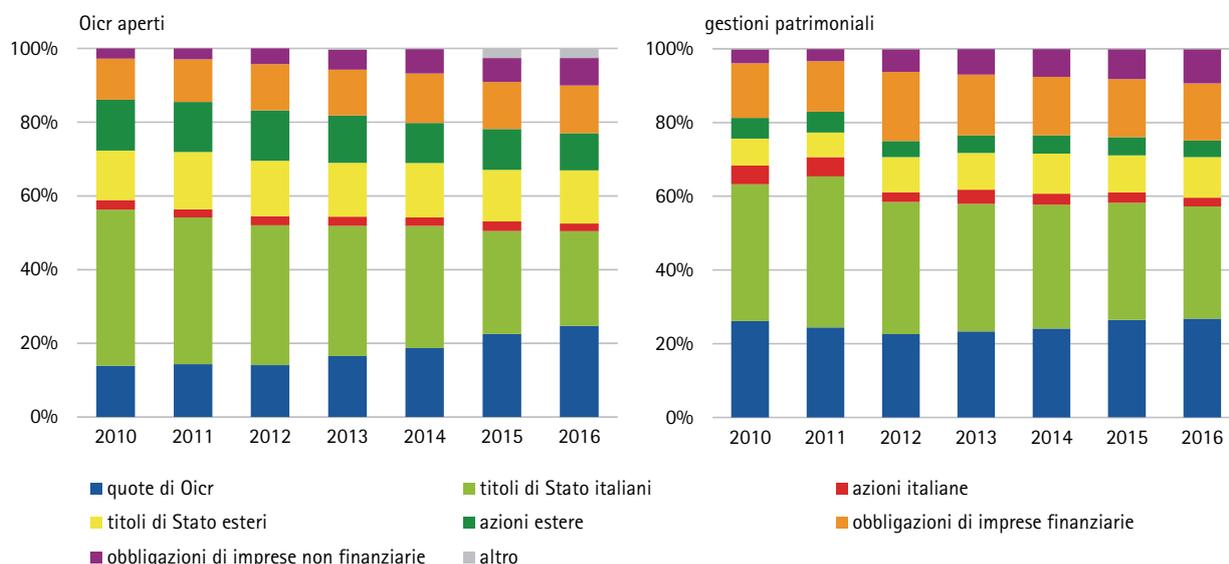


Fonte: Assogestioni. I dati si riferiscono ai fondi di diritto italiano controllati da intermediari esteri, fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*); sono inclusi i fondi di fondi. Per i fondi domiciliati all'estero i dati includono anche la raccolta presso sottoscrittori esteri.

Con riferimento alla composizione del portafoglio degli Oicr aperti di diritto italiano, quasi la metà del patrimonio risulta investito in titoli di Stato italiani (25 per cento) e quote di Oicr (24 per cento). L'incidenza dei titoli del debito pubblico, sebbene resti la più elevata, risulta in calo ormai da diversi anni; viceversa quella relativa alle quote di Oicr mostra un costante incremento. Significativo risulta inoltre l'investimento in azioni e titoli di Stato esteri (pari rispettivamente al 10 e 14 per cento).

Anche per le gestioni patrimoniali su base individuale istituite in Italia si registra una prevalenza dell'investimento in titoli di Stato italiani (con un peso che si colloca stabilmente attorno al 30 per cento circa) e in quote di Oicr (27 per cento). Nell'ultimo periodo, inoltre, le gestioni patrimoniali su base individuale si caratterizzano per una rilevante quota di patrimonio investita in obbligazioni di imprese finanziarie e non finanziarie (pari rispettivamente al 16 e 9 per cento; Fig. 36).

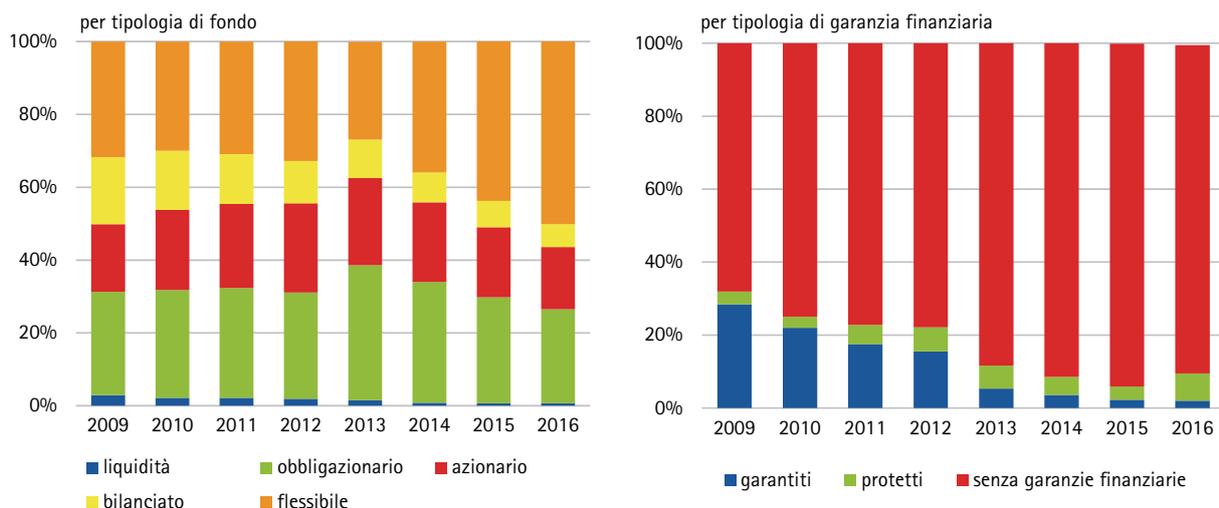
**Fig. 36** Composizione del portafoglio Oicr aperti di diritto italiano e delle gestioni patrimoniali di intermediari italiani



Fonte: Consob. I dati del 2016 si riferiscono al 30 settembre.

Con riferimento ai fondi collegati a polizze *unit linked*, nel corso dell'anno l'incidenza delle gestioni flessibili è cresciuta portandosi a circa il 50 per cento del patrimonio gestito. Restano preponderanti i fondi non assistiti da alcuna garanzia, il cui patrimonio rappresenta circa il 90 per cento del totale del patrimonio dei fondi collegati a polizze *unit linked* (Fig. 37).

**Fig. 37** 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 2016, coerentemente al modello di vigilanza di tipo *risk based*, l'attività di vigilanza sulle società di gestione del risparmio ha fatto ricorso a informazioni acquisite per il tramite di accertamenti ispettivi, incontri con esponenti aziendali, richieste di dati e notizie.

In particolare, oltre alle ispezioni avviate direttamente (si veda il successivo Capitolo V 'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori'), sono state trasmesse alla Banca d'Italia due richieste di collaborazione, ai sensi dell'art. 10, comma 2, del Tuf, per estendere verifiche ispettive in corso con riferimento a tre Sgr. 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 22 lettere di contestazione agli esponenti aziendali di due Sgr. Nei confronti di una Sgr, parallelamente all'avvio del procedimento sanzionatorio, è stato effettuato un formale richiamo di attenzione.

Si è tenuto, inoltre, un incontro con esponenti aziendali (ai sensi dell'art. 7 del Tuf) e, su istanza delle società di gestione, 11 incontri con esponenti aziendali. Sono state inviate, altresì, 11 richieste formali di dati e notizie (ex art. 8, comma 1, del Tuf).

Riguardo ai gestori di Oicvm (organismi rientranti nell'ambito di applicazione della Direttiva 2009/65/CE), le analisi hanno riguardato i profili di correttezza dei comportamenti connessi all'assunzione delle scelte di investimento dei fondi gestiti, anche in termini di aderenza di tali scelte alla politica di investimento rappresentata nella documentazione di offerta.

Relativamente al servizio di gestione collettiva del risparmio, i controlli svolti hanno rilevato casi di investimento in Oicr del gruppo di appartenenza del gestore, per i quali è stato richiesto di migliorare l'esposizione della politica di investimento nella documentazione d'offerta. Sono state altresì evidenziate alcune incongruenze tra l'operatività posta in essere e la descrizione della politica di investimento del fondo nella documentazione d'offerta con riferimento, tra l'altro, al *turnover* di portafoglio. Profili di attenzione sono emersi con riferimento alla liquidità detenuta dal fondo, la cui incidenza sul totale dell'attivo è risultata elevata.

Con particolare riguardo al servizio di gestione di portafogli, è stata riscontrata la necessità di approfondire le motivazioni sottese alla notevole incidenza dell'investimento in Oicr del gruppo di appartenenza del gestore, all'elevata movimentazione del portafoglio e all'investimento in strumenti finanziari derivati. In alcuni casi è stato richiesto di potenziare le procedure di selezione degli Oicr da inserire all'interno dei portafogli gestiti.

Nel corso dell'anno, l'Istituto ha proseguito l'attività di vigilanza sul comparto dei fondi immobiliari. Tale comparto ha registrato l'incremento di una unità nel numero delle Sgr attive nella gestione dei fondi chiusi immobiliari (pari a 54) e un aumento del numero dei fondi immobiliari,

passati da 412 a 418. Nessun fondo tra quelli lanciati nel 2016 è destinato al pubblico *retail*. A fine anno il patrimonio netto in gestione è pari a circa 41 miliardi di euro, in lieve crescita rispetto al periodo precedente. I dati segnalano, inoltre, un progressivo miglioramento della posizione debitoria media dei fondi (Tav. 51).

Nella vigilanza sulle Sgr di fondi immobiliari, l'attenzione è stata rivolta in primo luogo ai gestori di fondi destinati al pubblico *retail*, sia in considerazione dell'approssimarsi della scadenza dei fondi medesimi sia in relazione al lancio di offerte pubbliche di acquisto sulle quote di alcuni fondi quotati sul Mercato degli Investment Vehicles (MIV), organizzato e gestito da Borsa Italiana. In tale ambito, l'azione di vigilanza è stata condotta, da un lato, verificando la coerenza tra l'attività di dismissione dei patrimoni immobiliari e le previsioni contenute nel *business plan* dei fondi e, dall'altro, controllando la corretta applicazione della disciplina in materia di conflitto di interessi.

In secondo luogo anche i gestori di fondi immobiliari riservati sono stati oggetto di attenzione con riguardo alle modalità di gestione delle situazioni di conflitto di interessi nonché all'efficacia del rapporto instaurato con gli esperti indipendenti.

#### 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            |
| 2016 <sup>2</sup> | 54            | 418                    | 41,2                 | 60,8              | 32,3                      | 86,8                                 | 5,2                  | 4,7                          | 3,3            |

Fonte: elaborazioni su dati di rendiconto. <sup>1</sup> L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. <sup>2</sup> I valori si riferiscono al 30 giugno 2016 stante la mancata disponibilità di dati a fine anno per effetto dell'art. 3, comma 1, lett. b), del d.m. 30/2015 che ha posticipato la data ultima per la pubblicazione della relazione annuale da parte dei gestori di Fia.

Nel 2016, inoltre, nell'ambito della collaborazione tra Consob, MEF e Banca d'Italia, sono state formulate osservazioni al Ministero con riferimento alla proposta di liquidazione coatta amministrativa nei confronti di una Sgr (ai sensi dell'art. 57 del Tuf) e sono stati forniti alla Banca d'Italia 28 pareri.

Di questi, 17 hanno riguardato iscrizioni all'Albo di Sgr, Sicaf e gestori EuVECA, uno la cancellazione di una Sgr dall'Albo, due l'estensione dell'operatività di Sgr, tre l'assoggettamento volontario al regime dei gestori di fondi di investimento

alternativi (Gefia) 'sopra-soglia' e i restanti cinque pareri hanno riguardato operazioni straordinarie (fusioni, scissioni, trasformazioni).

Sul piano della vigilanza sulla trasparenza, nel corso del 2016 è proseguita l'analisi della documentazione di offerta degli Oicvm destinati a investitori *retail*, basata anche su valutazioni di coerenza tra le informazioni chiave per gli investitori contenute nei Key Investor Information Documents (KIID) e quelle, maggiormente dettagliate, rappresentate nel prospetto informativo.

La vigilanza si è concentrata, inoltre, sull'analisi dell'attività pubblicitaria effettuata dalle Sgr, con la principale finalità di verificare l'aderenza dei contenuti dei messaggi, veicolati ai potenziali investitori attraverso la documentazione di *marketing*, alle caratteristiche dei prodotti oggetto di annunci pubblicitari.

Si è proceduto, altresì, all'esame della documentazione relativa alle istanze per la commercializzazione in Italia e/o negli Stati membri dell'Unione Europea di quote di Fia italiani riservati, ai sensi dell'art. 43 del Tuf (complessivamente, 49 istruttorie). Si è provveduto inoltre all'analisi della documentazione relativa all'istanza di commercializzazione in Italia al pubblico *retail* di un Fia comunitario, ai sensi dell'art. 44 del Tuf.

Nella fase istruttoria che segue l'istanza di commercializzazione dei Fia immobiliari riservati, le verifiche hanno avuto ad oggetto completezza, comprensibilità e coerenza del documento di offerta, che deve soddisfare gli obblighi informativi nei confronti degli investitori previsti dettagliatamente dalla Direttiva AIFM.

Ai sensi delle direttive europee sui fondi di investimento sono state altresì controllate, ai fini della completezza documentale e della regolarità, 514 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 280 notifiche relative alla commercializzazione in Italia di quote o azioni di Fia da parte di Gefia di diritto estero (ai sensi dell'art. 32 della Direttiva 2011/61/UE), 12 notifiche per la commercializzazione in Italia di fondi europei di *venture capital* con denominazione EuVECA (ai sensi del Regolamento UE 345/2013) e una notifica per la commercializzazione in Italia di fondi europei per l'economia sociale con denominazione EuSEF (ai sensi del Regolamento UE 346/2013).

L'esame della struttura dei consigli di amministrazione delle Sgr e dei requisiti di indipendenza degli amministratori è proseguito anche nel 2016. In particolare, è stata analizzata la composizione dei consigli di amministrazione delle maggiori 15 Sgr di matrice bancaria e assicurativa che gestiscono almeno un fondo *retail* di diritto italiano (rappresentanti circa il 93 per cento del totale del patrimonio detenuto dai fondi aperti gestiti da

società di diritto italiano), ponendola a confronto con gli omologhi dati del 2015 (Tav. 52).

Nel 2016 il numero complessivo dei consiglieri è diminuito di quattro unità, passando da 108 a 104. In particolare, si è osservato un decremento del numero di consiglieri non qualificabili né come esecutivi né come indipendenti (passati da 46 nel 2015 a 43 nel 2016); è rimasto sostanzialmente immutato il peso dei consiglieri esecutivi (14 su 104 in luogo dei precedenti 14 su 108). Infine, si è osservato un lieve incremento degli incroci tra i consiglieri della Sgr e quelli della capogruppo e/o di altre società del gruppo da 47 nel 2015 a 49 nel 2016.

Il numero degli amministratori indipendenti è diminuito di una unità, attestandosi a 47 a fine 2016, con una media di 4,5 consiglieri indipendenti ogni 10 (sostanzialmente stabile rispetto all'anno precedente quando era pari a 4,4). È leggermente diminuito il numero degli amministratori che, pur qualificati come indipendenti, ricoprono cariche in altre società del gruppo (si tratta di sei amministratori, di cui due 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:   |            |                          | di cui:    |                   |           |            |
|      | presidente                             | amm. delegato               |           | presidente |                          | presidente |                   |           |            |
| 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> |
| 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> |
| 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>--</b> | <b>14</b>  | <b>48</b>                | <b>5</b>   | <b>46</b>         | <b>10</b> | <b>108</b> |
| 2016 | cariche ricoperte nella capogruppo     | 1                           | --        | 1          | 2                        | 1          | 8                 | 1         | 11         |
|      | cariche in altre società del gruppo    | 6                           | --        | 6          | 4                        | 2          | 28                | 7         | 38         |
|      | senza cariche nelle società del gruppo | 7                           | --        | 7          | 41                       | 2          | 7                 | 2         | 55         |
|      | <b>totale</b>                          | <b>14</b>                   | <b>--</b> | <b>14</b>  | <b>47</b>                | <b>5</b>   | <b>43</b>         | <b>10</b> | <b>104</b> |

Fonte: prospetti informativi. Dati relativi a un campione costruito considerando le prime 15 Sgr di matrice bancaria o assicurativa per patrimonio gestito nel 2016. 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 consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede

A seguito della legge 28 dicembre 2015, n. 208 (Legge di stabilità per il 2016) i promotori finanziari di cui all'art. 31 del Tuf hanno assunto la denominazione di «consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede», l'Albo unico dei promotori finanziari di cui all'art. 31, comma 4, del Tuf ha assunto la denominazione di «Albo unico dei consulenti finanziari» e i consulenti finanziari di cui all'art. 18-bis del Tuf hanno assunto la denominazione di «consulenti finanziari autonomi». Con delibera 19548 del 17 marzo 2016 la Consob ha adottato le nuove denominazioni prescritte dalla citata Legge di stabilità per il 2016 in tutti gli atti regolamentari e di carattere generale di competenza della Consob nei quali sono menzionati i predetti soggetti (si veda il successivo Capitolo VI 'L'attività regolamentare').

I consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede iscritti all'Albo sono aumentati, raggiungendo 55.119 unità a fine 2016 da 54.994 dell'anno precedente. Nel medesimo periodo anche il numero di consulenti attivi è cresciuto da 36.313 a 36.819.

Nello svolgimento dei compiti di tenuta e gestione dell'Albo da parte dell'Organismo di cui all'art. 31, comma 4, del Tuf (operativo dal 1° gennaio 2009) non si sono verificate situazioni di criticità. In particolare, nel corso dell'anno sono stati ricevuti due reclami avverso i provvedimenti adottati dall'Organismo, entrambi ritenuti manifestamente infondati.

Nelle more dell'avvio del nuovo impianto normativo delineato dalla Legge di stabilità per il 2016, nel corso dell'anno l'azione di vigilanza sui consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede ha principalmente tratto impulso, come di consueto, dalle segnalazioni degli intermediari nonché dagli esposti provenienti dagli investitori, dalle comunicazioni dell'Organismo, dell'Autorità Giudiziaria e della Polizia Giudiziaria.

L'approccio di tipo *risk based* alla base dell'attività di vigilanza nei confronti dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede si fonda sull'applicazione di criteri oggettivi di selezione preventiva delle segnalazioni e degli esposti relativi alla violazione della normativa di settore, con l'effetto di una maggiore focalizzazione sulle condotte caratterizzate da un più elevato grado di offensività.

Nel 2016 sono pervenute 311 segnalazioni (a fronte delle 377 del 2015). Sono state effettuate 196 richieste di dati e notizie agli intermediari relative a consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede (a fronte delle 190 del 2015) e sono stati avviati 85 procedimenti amministrativo-sanzionatori (87 nel 2015). 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 consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede 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 e, in particolare, la consegna di rendiconti artefatti e la simulazione di operazioni di investimento; il compimento di operazioni non autorizzate dal cliente.

Con particolare riguardo agli accertamenti di natura cautelare ai sensi dell'art. 55, comma 2, del Tuf nel 2016 sono stati avviati 25 procedimenti, a fronte dei 22 avviati nel 2015 (per i procedimenti conclusi e le sanzioni deliberate si veda il successivo Capitolo V 'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori').

Con riguardo agli intermediari-rete, sulla base del modello di vigilanza di tipo *risk based* e alla luce della comunicazione 0012130 dell'11 febbraio 2016 relativa ai controlli sulle reti di promotori finanziari, nel 2016 l'attività di vigilanza di tipo informativo della Consob ha continuato a concentrarsi sull'idoneità delle procedure interne di controllo della rete dei consulenti finanziari a indirizzare in modo proattivo gli operatori verso soluzioni in grado di contenere il rischio di comportamenti non corretti.

Le risultanze derivanti dagli specifici riscontri informativi pervenuti dagli intermediari sono state integrate con la disamina della documentazione periodicamente inviata dagli stessi soggetti vigilati (si fa riferimento, in particolare, alla '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 alla 'Relazione della funzione di controllo di conformità alle norme' di cui alla delibera Consob 17297/2010) nonché con gli esiti delle analisi periodiche di tipo quantitativo svolte dall'Istituto.

Nel complesso, il carattere proattivo dell'approccio di vigilanza ha consentito alla Commissione di proseguire nel processo di orientamento del sistema finanziario verso logiche in linea con la disciplina di riferimento e con quella di prossima introduzione per effetto del recepimento della Direttiva 2014/65/UE (MiFID II) e dell'adeguamento della normativa nazionale al Regolamento 600/2014/UE (MiFIR).

Ad esito della attività di vigilanza sopra descritta, sono state individuate talune *best practices* nel sistema dei controlli sui consulenti finanziari, veicolate al mercato mediante la citata 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. In capo a taluni intermediari inoltre sono stati riscontrati profili di attenzione oggetto di specifiche e mirate iniziative di vigilanza.

Sono altresì proseguite anche nel 2016 le iniziative avviate dalla Commissione sulle modalità di distribuzione dei prodotti complessi alla clientela al dettaglio da parte dei soggetti vigilati, anche alla luce dei chiarimenti interpretativi forniti con la comunicazione 0097996 del 22 dicembre 2014.

In particolare, la comunicazione sulle *best practices* si inquadra in un'ottica di indirizzo del sistema finanziario verso meccanismi di controllo più evoluti nei confronti delle reti di consulenza finanziaria, che diventeranno particolarmente rilevanti in fase di applicazione della MiFID II. 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 (articolazione dei controlli a distanza, forme di contatto con la clientela, modalità di svolgimento delle ispezioni).

## 8 La vigilanza sui portali di *equity crowdfunding*

Al 31 dicembre 2016 risultavano iscritti nella sezione ordinaria del registro dei gestori di portali per l'*equity crowdfunding* 16 gestori (18 a fine 2015), mentre un solo gestore figurava nella sezione speciale dedicata a banche e imprese di investimento (dato invariato rispetto all'anno precedente).

Nel corso dell'anno sono intervenute una iscrizione e tre cancellazioni alla sezione ordinaria, ossia quella dedicata a soggetti diversi da banche e imprese di investimento.

Le evidenze dei dati relativi all'operatività dei portali nel 2016 segnalano che il fenomeno dell'*equity crowdfunding* in Italia stenta a decollare. Al riguardo, al fine di semplificare la disciplina, con delibera Consob 19520 del 24 febbraio 2016 è stato modificato il Regolamento 18592 del 26 giugno 2013 introducendo, in particolare, la possibilità per i gestori di portali iscritti alla sezione ordinaria di scegliere di effettuare direttamente la valutazione di appropriatezza degli investimenti eseguiti per il tramite dei rispettivi portali (cosiddetto '*opt-in*'). A dicembre 2016, cinque dei 16 portali iscritti nella sezione ordinaria si sono avvalsi di tale facoltà.

Nell'ottica di favorire lo sviluppo dell'*equity crowdfunding*, la legge 232/2016 (Legge di stabilità 2017) ha esteso la possibilità di raccogliere capitali tramite portali *online* non solo alle cosiddette *start-up* e alle piccole medie imprese innovative ma anche a tutte le piccole medie imprese, adottando per esse la stessa definizione introdotta dalla Raccomandazione della Commissione europea 361/2003.

Nel corso dell'anno, infine, la Consob non ha ricevuto esposti relativi ai gestori di portali.

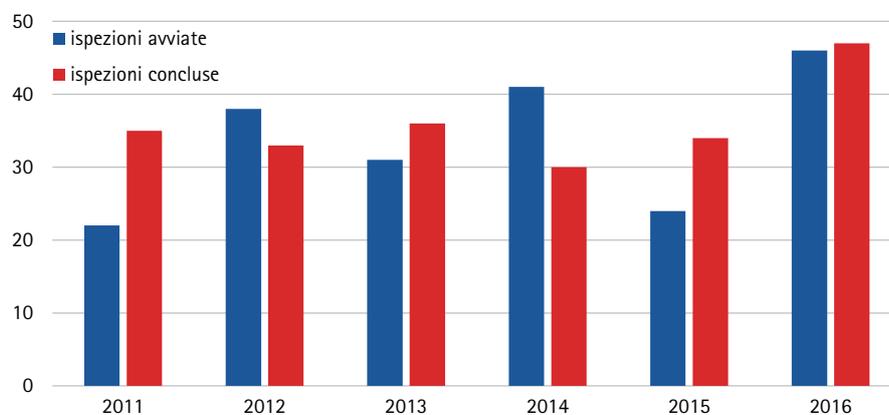
# L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori

## 1 Gli accertamenti ispettivi

Nel 2016 sono state avviate 46 verifiche ispettive e ne sono state concluse 47, di cui otto avviate nel 2015; a fine anno pertanto risultavano ancora in corso sette verifiche (Fig. 38).

In 28 casi (pari al 61 per cento delle verifiche avviate) ci si è avvalsi della collaborazione del Nucleo Speciale di Polizia Valutaria della Guardia di Finanza nella fase di accesso. In 16 casi gli accertamenti hanno riguardato filiali di banche interessate da operazioni di rafforzamento patrimoniale. La Banca d'Italia ha chiesto inoltre l'esecuzione di tre ispezioni sulla base dei vigenti protocolli di intesa.

Fig. 38 Accertamenti ispettivi avviati e conclusi



Fonte: Consob.

Metà degli accertamenti ispettivi avviati nel 2016 hanno riguardato le regole di comportamento e trasparenza degli intermediari; otto hanno avuto ad oggetto gli assetti proprietari e le offerte pubbliche di acquisto; sette si sono riferiti all'applicazione dei presidi antiriciclaggio (di cui due svolti per conto della Banca d'Italia). Negli altri casi le ispezioni sono state dirette ad accertare eventuali violazioni della disciplina in tema di informativa societaria e di abusi di mercato, nonché l'attività di società di revisione nell'espletamento dei propri incarichi (Tav. 53).

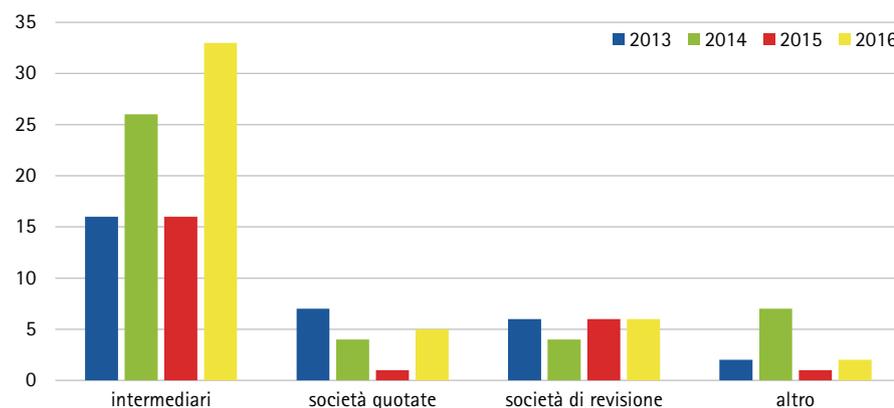
Tav. 53 Aree di indagine delle verifiche ispettive avviate

|      | intermediari e prodotti |   | emittenti e società di revisione |                           |                                     | mercati          | altro       |                         |
|------|-------------------------|---|----------------------------------|---------------------------|-------------------------------------|------------------|-------------|-------------------------|
|      | servizi investimento    | fondi immobiliari clientela <i>retail</i> | informazione societaria          | assetto 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                       |
| 2016 | 23                      | --  | 4                                | 8                         | 1                                   | 2                | 7           | 1                       |

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 33 casi si è trattato di intermediari, in sei casi di società di revisione, in cinque di società quotate e in due casi, rispettivamente, di una società fiduciaria e di una società partecipante indirettamente al capitale di un emittente quotato (Fig. 39).

Fig. 39 Soggetti sottoposti ad accertamenti ispettivi



Fonte: Consob.

## 2 La vigilanza per la prevenzione del riciclaggio e il contrasto del terrorismo

Nel corso dell'anno sono state avviate verifiche ispettive nei confronti di cinque società di revisione e, su richiesta della Banca d'Italia, nei confronti della succursale di una impresa di investimento e di una Sim. Sulla base degli esiti delle verifiche condotte, nello stesso periodo sono stati avviati procedimenti sanzionatori ex artt. 56 e 60 del d.lgs. 231/2007 nei confronti di tre società di revisione.

Nel corso del 2016, inoltre, hanno formato oggetto di verifica numerose segnalazioni di possibili irregolarità in materia di antiriciclaggio compiute da parte di consulenti finanziari. A seguito delle analisi svolte, sono stati avviati cinque procedimenti sanzionatori nei confronti di altrettanti consulenti finanziari per violazioni delle disposizioni in tema di adeguata verifica della clientela (per i procedimenti conclusi e le sanzioni deliberate si veda il successivo paragrafo 'I provvedimenti sanzionatori').

In diversi 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 nell'ambito dei rapporti di collaborazione regolati da appositi protocolli di intesa.

L'attività svolta in tema di antiriciclaggio e contrasto al finanziamento del terrorismo ha formato oggetto di positiva valutazione da parte del Gruppo d'azione finanziaria (GAFI) - Financial Action Task Force (FATF), i cui esiti sono raccolti in un apposito Report pubblicato nel mese di febbraio 2016.

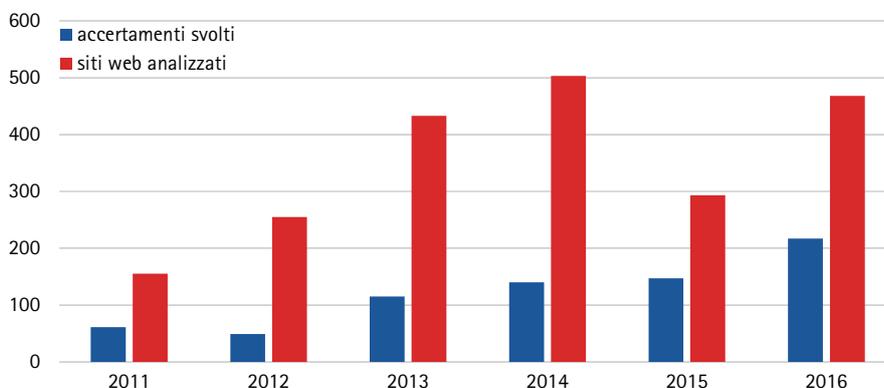
Infine, la Consob ha attivamente partecipato ai lavori del Comitato di Sicurezza Finanziaria volti al coordinamento dell'apparato nazionale di contrasto al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo e, nell'ambito di tale collaborazione, ha fornito il proprio contributo per il recepimento in Italia della IV Direttiva UE in materia di antiriciclaggio e di contrasto al finanziamento del terrorismo.

### 3 Gli accertamenti e i provvedimenti per abusivismo

#### 3.1 Gli accertamenti

Nel 2016 si sono svolti 217 accertamenti che hanno comportato analisi e approfondimenti relativi a 468 siti web con riferimento a fenomeni abusivi realizzati via internet e rientranti nelle competenze della Consob (Fig. 40).

Fig. 40 Accertamenti su siti internet

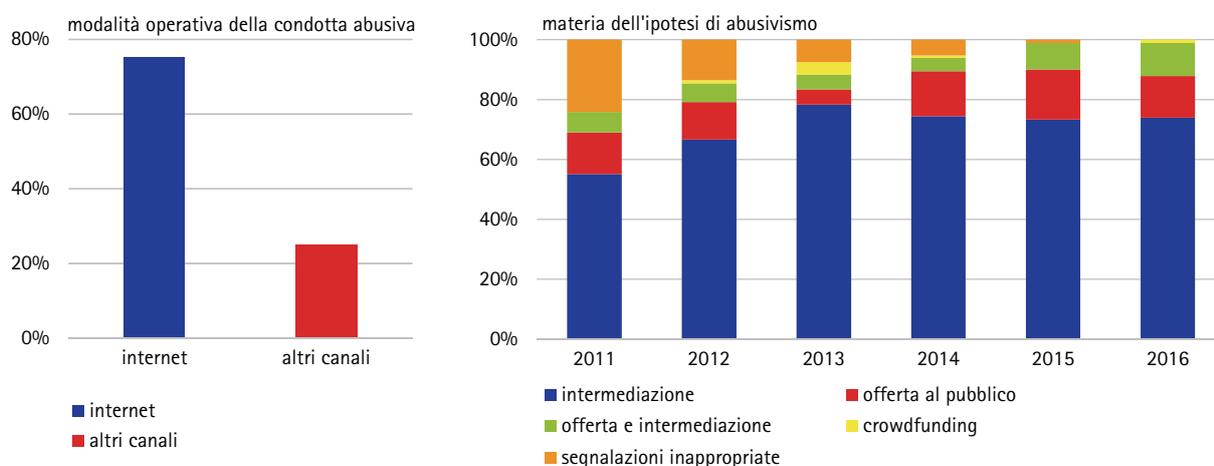


Fonte: Consob.

Nel corso dell'anno l'Istituto ha avviato 173 istruttorie per ipotesi di abusivismo, dato in crescita del 30 per cento rispetto al 2015 e del 56 per cento rispetto al valore medio del quinquennio 2011-2015, anche per effetto dell'incremento del numero di segnalazioni pervenute.

Nel 75 per cento dei casi il soggetto abusivo si è avvalso del canale internet per realizzare la condotta illecita. Inoltre, il 74 per cento delle istruttorie avviate ha riguardato ipotesi di abusivismo per violazione delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (Fig. 41).

Fig. 41 Ipotesi di abusivismo



Fonte: Consob.

Gli accertamenti svolti nel corso del 2016 hanno confermato le note difficoltà nell'individuazione dei soggetti autori di condotte illecite, per effetto degli accorgimenti adottati per rendere più complicata la propria identificazione.

Con riferimento alle prassi operative più diffuse nell'attività abusiva, la rete (email, chat e social network) e le sollecitazioni telefoniche (cosiddette *cold calling*) si confermano i canali di contatto maggiormente utilizzati dai soggetti non autorizzati per promuovere le proprie iniziative nei confronti del pubblico dei risparmiatori. Risulta molto frequente, inoltre, che soggetti non provvisti della necessaria autorizzazione ricorrano alla prassi, assimilabile alla gestione di portafogli, di proporre ai potenziali clienti di aprire conti di trading presso intermediari autorizzati e di farsi rilasciare un'apposita procura per la 'movimentazione' di tali conti.

Sono stati riscontrati, inoltre, più frequentemente che in passato, schemi operativi correlati all'utilizzo di *software* (conosciuti come *forex robot*, *robo advisor*, *expert advisor* e/o *trading system*) che, sulla base di dati di mercato, elaborano e propongono opzioni di investimento.

In particolare, è stato sovente rilevato che soggetti non autorizzati alla prestazione di servizi di investimento offrono agli utenti *online* la possibilità di utilizzare tali *software* contestualmente all'apertura di un conto di trading presso *broker* terzi convenzionati - eventualmente anche autorizzati. Tale prassi può configurare offerta di servizi di investimento mediante tecniche di comunicazione a distanza. Inoltre, qualora il *broker* esegua in modalità automatica, e senza il compimento di alcun atto dispositivo da parte dell'investitore, i 'segnali di trading' generati dal *software* (cosiddetto '*mirror trading*'), tale operatività è assimilabile alla prestazione del servizio di gestione di portafogli.

Nell'ambito degli accertamenti degli abusivismi per violazione delle disposizioni in materia di emittenti, le indagini hanno riguardato principalmente iniziative presentate al pubblico dei risparmiatori italiani come opportunità di investimento in progetti imprenditoriali altamente remunerativi.

Tali investimenti sono qualificabili come prodotti finanziari, poiché il rendimento prospettato viene presentato come decorrelato dall'andamento economico dell'attività di impresa sottostante.

Le iniziative sono risultate per lo più riconducibili a soggetti di nazionalità estera, operanti tramite il canale internet, che si sono avvalsi dell'attività di soggetti di nazionalità italiana - anch'essi operanti tramite il canale web attraverso cosiddetti siti internet '*referral*' - al fine di diffondere l'iniziativa stessa nei confronti del pubblico residente in Italia. In relazione all'operato di tali soggetti è stata rilevata la presenza di un meccanismo remunerativo di tipo 'affiliativo-piramidale'.

La Commissione ha inoltre avviato specifiche istruttorie relative all'offerta *online* di 'pacchetti formativi' per generare e scambiare cripto-valute nell'ambito di apposite piattaforme messe a disposizione dal proponente. Nei casi esaminati l'operatività si è connotata per scarsa trasparenza, enfasi sulla possibilità di conseguire utili considerevoli, presenza di una politica commerciale pervasiva e schemi di vendita di tipo piramidale sviluppati attraverso un network ramificato di siti web tra loro collegati (cosiddetti '*referral*'). Tali fattispecie sono state segnalate all'Autorità garante della concorrenza e del mercato per gli eventuali profili di interesse.

### 3.2 I provvedimenti

Nel 2016 la Commissione ha adottato 147 iniziative di contrasto all'abusivismo (118 nel 2015) tra provvedimenti cautelari e interdittivi, comunicazioni a tutela dei risparmiatori e segnalazioni all'Autorità Giudiziaria (Tav. 54). In relazione alle ipotesi di abusivismo indagate, l'Istituto ha avviato 37 procedimenti sanzionatori.

In particolare, sono stati assunti 26 provvedimenti cautelari e interdittivi (11 nel 2015) per ipotesi di abusivismo riferibili a violazioni 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).

Si sono attestate a 44 le comunicazioni a tutela dei risparmiatori (*warning*), relative a soggetti che hanno operato quasi tutti tramite il canale internet, mettendo in atto violazioni della disciplina in materia di intermediari.

Risulta inoltre in crescita il numero delle segnalazioni all'Autorità Giudiziaria, passate da 63 nel 2015 a 77 nel 2016. Tali segnalazioni riguardano sia ipotesi di prestazione abusiva di servizi e attività di investimento sia ipotesi di illiceità penale connesse al presunto svolgimento di condotte tese a carpire la buona fede dei risparmiatori.

**Tav. 54 Provvedimenti per prestazione abusiva dei servizi di investimento, offerta abusiva di prodotti finanziari e pubblicità relativa all'offerta abusiva di prodotti finanziari**

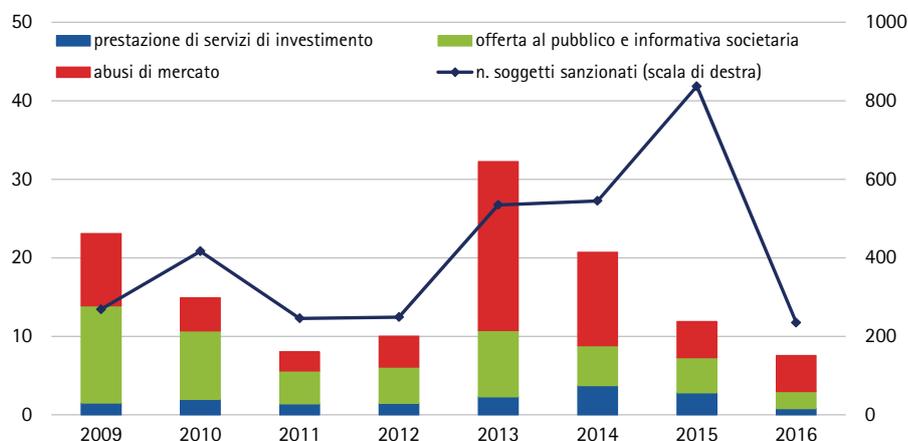
|      | violazione delle disposizioni in tema di offerta al pubblico |         | comunicazioni a tutela dei risparmiatori | segnalazioni all'Autorità Giudiziaria | totale |
|------|--|---------|--|---------------------------------------|--------|
|      | sospensione cautelare  | divieto |  |                                       |        |
| 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    |
| 2016 | 14   | 12      | 44                                       | 77                                    | 147    |

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Il dato include una iniziativa che ha successivamente generato un provvedimento di divieto nel corso del 2015.

## 4 I provvedimenti sanzionatori

Nel 2016 i procedimenti sanzionatori portati a compimento sono stati 152, di cui 136 si sono conclusi con l'applicazione di sanzioni (rispettivamente, 268 e 236 nell'anno precedente). L'importo delle sanzioni pecuniarie applicate è stato complessivamente pari a 7,8 milioni di euro (12,1 milioni nel 2015). Nel corso dell'anno sono state inoltre comminate sanzioni accessorie interdittive per complessivi 144 mesi (142 a fronte di abusi di mercato e due in ragione di provvedimenti relativi a emittenti; 138 mesi nel 2015). Infine il valore dei beni confiscati ad esito di procedimenti per violazioni in materia di abusi di mercato ammonta a 1,1 milioni di euro (594 mila euro nel periodo precedente; Fig. 42).

**Fig. 42 Sanzioni pecuniarie irrogate dalla Consob**  
(milioni di euro)



Fonte: Consob. 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

I provvedimenti sanzionatori assunti nel 2016 per violazioni della normativa in materia di abusi di mercato sono stati in totale sette (20 nel 2015), di cui quattro casi hanno riguardato fattispecie di abuso di informazioni privilegiate e tre l'accertata manipolazione del mercato (Tav. 55).

**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 confisci | 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 | 20                     | 33 <sup>3</sup>            | 4,6              | 0,6              | 31   | 138                    |            |
| 2016 | <i>insider trading</i> | 4                          | 5 <sup>4</sup>   | 1,1              | 1,1  | 5                      | 32         |
|      | <i>manipolazione</i>   | 3                          | 11 <sup>5</sup>  | 3,5              | 0  | 8                      | 110        |
|      | <i>totale</i>          | <i>7</i>                   | <i>16</i>        | <i>4,6</i>       | <i>1,1</i>                                     | <i>13</i>              | <i>142</i> |

Fonte: Consob. L'*insider trading* è sanzionato ai sensi degli artt. 187-bis, quater, quinquies e sexies Tuf; la manipolazione è sanzionata ai sensi degli artt. 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. <sup>4</sup> Il dato comprende i soggetti sanzionati ai sensi dell'art. 187-bis, non è incluso un soggetto giuridico nei confronti del quale la sanzione è stata applicata soltanto in qualità di responsabile in solido con gli autori della violazione. <sup>5</sup> Il dato comprende i soggetti sanzionati ai sensi degli artt. 187-ter (8 persone fisiche) e 187-quinquies (3 persone giuridiche).

Le relative sanzioni pecuniarie applicate sono state pari a 4,6 milioni di euro (in linea con il dato del 2015) e hanno riguardato 16 soggetti (oltre a un soggetto giuridico nei confronti del quale la sanzione è stata applicata soltanto in qualità di responsabile in solido con gli autori della violazione), di cui 13 persone fisiche e tre persone giuridiche. In due casi, inoltre, sono state al contempo applicate sanzioni per violazione dell'art. 187-*quinqüies*, del Tuf (responsabilità dell'ente) per complessivi 1,1 milioni di 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 142 mesi. Nei confronti dei medesimi soggetti, ove sussistenti i relativi presupposti normativi, è stata inoltre disposta la confisca di beni ai sensi dell'art. 187-*sexies*, del Tuf, per un valore complessivo pari a circa 1,1 milioni di euro.

Tra i provvedimenti assunti in materia di abusi di mercato si segnala quello adottato nei confronti di due esponenti aziendali – artefici dell'aumento di capitale di Omnia Network sottoscritto ed eseguito il 9 luglio 2010 dalla Società Italiana di Partecipazioni e Investimenti Srl (SIPI), da loro controllata, mediante il conferimento delle quote della società CIUNO Srl (CIUNO) – che hanno posto in essere una manipolazione del mercato delle azioni Omnia Network fornendo alla stessa informazioni false e fuorvianti nonché suscettibili di fornire indicazioni false e fuorvianti in merito alle azioni Omnia Network, circa l'esigibilità dei crediti detenuti da CIUNO e il conseguente valore economico della stessa CIUNO. Tali informazioni sono state trasposte nei comunicati al pubblico del 16 giugno e del 9 luglio 2010, pubblicati da parte di Omnia Network ai sensi dell'art. 114 del Tuf. Tale provvedimento ha comportato l'applicazione di una sanzione amministrativa pecuniaria complessivamente pari a 600 mila euro nei confronti di entrambi i soggetti (300 mila per ciascuno) e la sanzione accessoria obbligatoria di cui all'art. 187-*quater* (perdita temporanea dei requisiti di onorabilità e incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo nell'ambito di società quotate) per diciotto mesi ciascuno. Inoltre, nei confronti della SIPI (tra l'altro, responsabile solidale con i medesimi autori della violazione) è stata applicata una sanzione pari a 600 mila euro per violazione dell'art. 187-*quinqüies* (responsabilità dell'ente).

#### 4.2 I provvedimenti relativi a intermediari e consulenti finanziari

Nel 2016 si sono conclusi con l'adozione di sanzioni dieci procedimenti concernenti violazioni della disciplina in materia di intermediazione mobiliare (18 nell'anno precedente). Essi hanno riguardato due banche, tre Sgr, tre Sim e due imprese di investimento di diritto estero con sede legale nel Regno Unito. Le relative sanzioni pecuniarie, comminate

nei confronti di 80 esponenti aziendali, ammontano nel complesso a circa 800 mila euro (rispettivamente, 221 e 2,8 milioni nel 2015; 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 <sup>2</sup> | 1                             | 4   | 2   | 7             | 16                          | 6   | 20  | 42            | 0,2                                 | 0,4 | 0,9 | 1,5           |
| 2010              | 2                             | 7   | 2   | 11            | 15                          | 50  | 17  | 82            | 0,2                                 | 1,3 | 0,5 | 2,0           |
| 2011              | 2                             | 7   | 2   | 11            | 4                           | 37  | 2   | 43            | 0,5                                 | 0,8 | 0,1 | 1,4           |
| 2012              | 2                             | 3   | 2   | 7             | 3                           | 5   | 18  | 26            | 0,1                                 | 1,0 | 0,4 | 1,5           |
| 2013 <sup>3</sup> | 5                             | 3   | 6   | 14            | 30                          | 17  | 55  | 102           | 0,8                                 | 0,2 | 1,3 | 2,3           |
| 2014 <sup>4</sup> | 4                             | 8   | 4   | 16            | 42                          | 31  | 28  | 101           | 2,6                                 | 0,9 | 0,3 | 3,7           |
| 2015              | 8                             | 3   | 7   | 18            | 121                         | 26  | 74  | 221           | 1,6                                 | 0,3 | 0,9 | 2,8           |
| 2016 <sup>5</sup> | 2                             | 5   | 3   | 10            | 38                          | 23  | 19  | 80            | 0,2                                 | 0,4 | 0,2 | 0,8           |

Fonte: Consob. <sup>1</sup> L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. <sup>2</sup> I dati non includono due provvedimenti emessi nei confronti di due agenti di cambio sanzionati per un ammontare pari a 415 mila euro. <sup>3</sup> Il dato relativo alle Sim include una società d'investimento comunitaria senza succursale in Italia. <sup>4</sup> Il dato relativo alle Sim include cinque società di investimento comunitarie di cui tre senza succursale in Italia. <sup>5</sup> Il dato relativo alle Sim include due imprese di investimento di diritto estero.

Con riferimento ai consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, nel 2016 sono stati adottati complessivamente 81 provvedimenti sanzionatori (122 nel 2015), di cui 38 radiazioni dall'Albo e 39 sospensioni a tempo determinato (da un minimo di un mese a un massimo di quattro mesi). In due casi, inoltre, sono state applicate sanzioni amministrative, per una somma complessivamente pari a circa 5.600 euro, mentre in altri due casi è stata applicata la sanzione del richiamo scritto. Sono stati inoltre adottati 19 provvedimenti di sospensione cautelare dall'esercizio dell'attività (per un periodo di 60 giorni in 15 casi, ai sensi dell'art. 55, comma 1, del Tuf, e per un periodo di un anno in quattro casi, ai sensi dell'art. 55, comma 2, del Tuf). Sono state infine effettuate 55 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 consulenti finanziari**

|      | sanzioni |                      |   |                                    |               | 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 | <i>totale</i> |   | 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                                    |
| 2016 | 2        | 38                   | 39  | 2                                  | 81            | 0,27  | 19  | 55                                    |

Fonte: Consob.

### 4.3 I provvedimenti relativi agli emittenti

I provvedimenti sanzionatori concernenti violazioni della disciplina in materia di emittenti, assunti nel 2016, sono stati in tutto 24, a fronte di sanzioni pecuniarie pari nel complesso a circa 2,1 milioni di euro (rispettivamente, 48 e 4,3 milioni nell'anno precedente; Tav. 58).

**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>    |
| 2016 | 3  | --  | 10                                   | 1  | 6                | 4                                  | <b>24</b>     | 4  | --  | 10                                   | 1  | 6                   | 12                                 | <b>33</b>     | 0,2  | --  | 0,3                                  | .. <sup>4</sup>                              | 1                | 0,5                                | <b>2,1</b>    |

Fonte: Consob. <sup>1</sup> La mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. <sup>2</sup> 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. <sup>3</sup> 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. <sup>4</sup> L'importo reale della sanzione è pari a 5.000 euro. Inoltre, nel corso dell'anno, 6 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 corrisposto pari a 60 mila euro.

Di questi, un provvedimento ha riguardato la violazione degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti e altri sei procedimenti, riferibili ad analoghe violazioni, si sono 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 circa 65 mila euro.

Per quanto concerne le violazioni di disposizioni in materia di informativa societaria, sono stati adottati dieci provvedimenti sanzionatori e applicate sanzioni pecuniarie pari a 335 mila euro nei confronti di nove enti e una persona fisica.

In materia di emittenti sono stati adottati sei provvedimenti sanzionatori per violazioni della disciplina sulla revisione contabile e irrogate sanzioni pecuniarie pari a circa un milione di euro.

In particolare si segnala il primo procedimento sanzionatorio avviato nei confronti di una società di revisione per violazioni di disposizioni adottate dalla Consob in materia di antiriciclaggio e contrasto al finanziamento del terrorismo.

In materia di offerta al pubblico e connesse attività pubblicitarie, sono stati adottati tre provvedimenti sanzionatori (due per violazioni dell'art. 94, commi 1 e 2, del Tuf e uno per violazione dell'art. 103, comma 4, lett. *a)* e *b)* del Tuf) che hanno comportato l'applicazione di sanzioni pecuniarie per un importo pari a 240 mila euro. In un caso, è stata applicata anche la sanzione accessoria dell'interdizione temporanea per due mesi.

Nel corso del 2016, i provvedimenti adottati per violazione dei doveri di vigilanza gravanti sui membri degli organi di controllo di società quotate ex art. 149 del Tuf sono stati quattro e hanno riguardato 12 soggetti, nei confronti dei quali sono state applicate sanzioni pecuniarie per complessivi 460 mila euro.



Nel corso del 2016 il cuore dell'attività normativa della Consob è stato rappresentato dalla partecipazione al processo di recepimento e attuazione della normativa europea. Nell'ambito dei criteri delineati dalla legge 9 luglio 2015, n. 114 (Legge di delegazione europea 2014), l'Istituto ha offerto un supporto tecnico, insieme alle altre autorità di settore coinvolte, per la redazione dei decreti delegati destinati a recepire le regole europee nell'ordinamento nazionale, principalmente attraverso modifiche al Tuf.

## 1 Il recepimento delle direttive europee

Nel 2016 la Consob ha partecipato ai lavori finalizzati al recepimento della Direttiva 2014/65/UE (cosiddetta MiFID II) e all'applicazione del Regolamento UE 600/2014 (cosiddetto MiFIR), che insieme definiscono il nuovo quadro giuridico di riferimento in materia di imprese di investimento, sedi di negoziazione e prestatori di servizi di comunicazione dati.

A seguito della proroga di un anno dei termini originariamente stabiliti per il completamento del processo di adeguamento domestico alle citate fonti europee (cosiddetto *quick fix*), il recepimento della MiFID II dovrà concludersi entro il 3 luglio 2017, mentre l'applicazione dell'intero pacchetto MiFID II - MiFIR è fissata al 3 gennaio 2018.

Il recepimento della nuova disciplina comporterà un significativo intervento di revisione del Tuf e dei regolamenti Consob in materia di intermediari e mercati. Nel corso del primo semestre dell'anno trascorso, l'Istituto ha coadiuvato il Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF), per i profili di relativa competenza, nel processo di redazione del testo normativo contenente le ipotesi di modifica al Tuf. Tale testo è stato posto in consultazione dal 9 maggio al 9 giugno 2016 e nel corso del 2017 ne sarà ultimato il complessivo recepimento.

Con riferimento alla disciplina degli intermediari, la prestazione di servizi di investimento sarà interessata da importanti novità.

In particolare, saranno definite con precisione le condizioni che il servizio di consulenza deve soddisfare per poter essere qualificato come svolto 'su base indipendente'; saranno previsti maggiori presidi in tema di *inducements*, con il divieto

di percezione in caso di consulenza svolta su base indipendente e di gestione di portafogli di investimento; le regole di condotta applicabili alla prestazione di servizi di investimento saranno estese anche all'offerta e alla consulenza aventi ad oggetto depositi strutturati (pur non rientrando questi ultimi nell'alveo degli strumenti finanziari). Risulteranno inoltre rafforzati i presidi di vigilanza, con l'espressa introduzione dell'obbligo di succursale per le imprese di paesi terzi che intendano operare nel territorio nazionale con la clientela *retail*, e la previsione di specifici poteri di *product intervention*, che consentono 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.

Con l'attuazione della MiFID II, inoltre, sarà introdotto l'obbligo per gli intermediari di avvalersi di personale dotato di specifici requisiti di conoscenza e competenza ai fini della prestazione del servizio di consulenza. A tale proposito, la Consob ha comunicato all'ESMA la propria intenzione di conformarsi e attuare nell'ordinamento nazionale gli Orientamenti emanati in relazione alla valutazione delle conoscenze e competenze delle persone fisiche che, per conto dell'intermediario, forniscono ai clienti consulenza in materia di investimenti ovvero informazioni circa gli strumenti finanziari e i servizi offerti. Le 'Guidelines for the assessment of knowledge and competence', pubblicate il 17 dicembre 2015, troveranno applicazione a partire dal 3 gennaio 2018; da tale data tutto il personale a diretto contatto con la clientela dovrà possedere i requisiti ivi previsti.

In vista della trasposizione a livello nazionale degli Orientamenti, a fine 2016 la Consob ha avviato una consultazione preliminare con il mercato finanziario volta ad acquisire elementi di analisi degli aspetti che devono essere definiti a livello nazionale, in modo da valorizzare, nel rispetto dell'obiettivo di massima convergenza regolatoria, le eventuali specificità del contesto italiano.

Relativamente alla disciplina dei mercati, il recepimento del pacchetto MiFID II - MiFIR determinerà un notevole ampliamento del perimetro della regolamentazione domestica.

In particolare, sarà introdotta una nuova piattaforma di negoziazione (i sistemi organizzati di negoziazione, cosiddetti OTF), una disciplina per il *trading* algoritmico e per l'*high frequency trading*, una specifica regolamentazione in materia di 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).

Quanto alla disciplina sanzionatoria, il recepimento della MiFID II costituirà l'occasione per una complessiva razionalizzazione dell'impianto normativo previsto dal Tuf, volta a distinguere le violazioni della disciplina degli intermediari da quelle relative alla disciplina dei mercati.

Nell'ambito del recepimento della MiFID II verrà inoltre ultimata la modifica dell'assetto delle competenze di vigilanza in materia di consulenti

finanziari prevista dall'articolo 9, comma 1, lett. o), della Legge di delegazione europea 2014 e dall'articolo 1, comma 36, della Legge di stabilità per il 2016.

Con la Legge di delegazione europea e con la Legge di stabilità per il 2016 il sistema di vigilanza sui promotori finanziari (ridenominati dalla Legge di stabilità 'consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede'), sui consulenti finanziari indipendenti (ridenominati 'consulenti finanziari autonomi') e sulle società di consulenza finanziaria è stato oggetto di una riforma radicale.

L'assetto normativo attualmente vigente prevede un regime differenziato per i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, da un lato, e i consulenti finanziari indipendenti e le società di consulenza finanziaria, dall'altro. In particolare, la tenuta dell'albo dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede è affidata all'Organismo previsto dall'articolo 31, comma 4, del Tuf, mentre la vigilanza e la potestà sanzionatoria sugli stessi è attribuita alla Consob (artt. 31, comma 6, e 196 del Tuf). Diversamente, per quanto riguarda i consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria, la tenuta dell'albo, la vigilanza e la potestà sanzionatoria sono attribuite all'Organismo previsto agli artt. 18-*bis* e 18-*ter* del Tuf. Tale organismo, ordinato in forma di associazione con personalità giuridica di diritto privato, opererà nel rispetto dei principi e dei criteri stabiliti dalla Consob con proprio regolamento e sotto la vigilanza della medesima. Inoltre le spese relative all'albo dei consulenti finanziari sono poste a carico dei soggetti interessati.

Nel corso del 2016 la Consob ha segnalato al MEF la necessità di apportare alcune modifiche al Tuf al fine di consentire il completamento della riforma sui consulenti finanziari e ha formulato le relative proposte normative. Tali modifiche sono contenute nel testo posto in consultazione dal MEF dal 9 maggio al 9 giugno 2016, relativo al recepimento della Direttiva MiFID II. A seguito della definizione del perimetro della normativa primaria recante un assetto coerente per la vigilanza sui consulenti finanziari, nel corso del 2017 la Consob adotterà il relativo Regolamento attuativo contenente i principi e i criteri per l'operatività del nuovo sistema.

In merito alla realizzazione del nuovo assetto di vigilanza, viene stabilito che entro sei mesi dall'adozione del regolamento la Consob e l'Organismo per la tenuta dell'Albo unico dei promotori finanziari stabiliscono, con protocollo di intesa, le modalità operative e i tempi del trasferimento delle funzioni, gli adempimenti occorrenti per dare attuazione al nuovo assetto statutario e organizzativo nonché le attività propedeutiche connesse all'iscrizione con esonero dalla prova valutativa delle persone fisiche consulenti finanziari autonomi e delle società di consulenza finanziaria. Con successive delibere da adottare, anche disgiuntamente, in conformità al predetto Regolamento e al protocollo di intesa, la Consob stabilisce la data di avvio dell'operatività dell'Albo unico dei consulenti finanziari e la data di avvio dell'operatività dell'Organismo di vigilanza. L'avvio dell'impianto normativo così delineato verrà stabilita dalla Consob all'esito di una valutazione di idoneità dell'Organismo ad assumere le nuove funzioni alla luce del rinnovato assetto statutario e organizzativo.

Nel corso del 2016 la disciplina relativa agli Oicvm è stata oggetto di alcuni interventi legislativi a seguito del recepimento della Direttiva 2014/91/UE (cosiddetta UCITS V). In particolare, le modifiche hanno riguardato la disciplina del depositario, il sistema sanzionatorio, le politiche di remunerazione e incentivazione dei gestori. In tale ambito, la Consob ha fornito il proprio contributo tecnico al MEF per la stesura del d.lgs. 71/2016, che ha recato modifiche al Tuf con riguardo alla disciplina del depositario e al sistema sanzionatorio.

Gli interventi apportati alla disciplina del depositario di Oicvm sono stati minimali in quanto tale materia aveva già costituito oggetto di una revisione complessiva in sede di recepimento della Direttiva sui gestori di fondi alternativi (cosiddetta AIFM), le cui previsioni sui depositari sono state sostanzialmente trasposte nella Direttiva UCITS V, con le opportune modulazioni in considerazione delle specificità proprie degli Oicvm.

Con il d.lgs. 71/2016 è stata eliminata la possibilità per le Sgr di affidare al depositario il calcolo del valore della quota dei fondi armonizzati (cosiddetto 'regime dell'affidamento'), lasciando salva la possibilità per i gestori di delegare tale attività al depositario in regime di esternalizzazione (art. 48, comma 3-bis, Tuf).

Con riguardo alla revisione del regime sanzionatorio, si è tenuto conto della circostanza che le novità introdotte dalla Direttiva UCITS V sono simili a quelle previste dalla MiFID II. Pertanto, l'intervento legislativo non si è limitato ai soli casi di violazione della disciplina della gestione collettiva, ma è stato esteso alle fattispecie di violazione delle regole sui servizi di investimento.

Con riguardo alle politiche di remunerazione dei gestori, nel corso del 2016 sono state sottoposte a consultazione pubblica le proposte di modifica da apportare al Regolamento Emittenti e al Regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio.

Le modifiche proposte al Regolamento Emittenti sono limitate all'informativa da rendere relativamente al depositario e alle politiche di remunerazione. Ulteriori modifiche sono state apportate al fine di adeguare l'ordinamento domestico alle disposizioni del Regolamento UE 2365/2015 sulla trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli e del riutilizzo.

Le proposte di modifica del Regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob implementano le disposizioni europee in materia di remunerazione dei gestori di Oicvm, tenendo conto delle linee-guida dell'ESMA di attuazione della Direttiva UCITS V, e sono volte a promuovere una politica di remunerazione in grado di garantire una sana e prudente gestione del rischio. L'ambito di applicazione della disciplina in tema di remunerazione prevista per i gestori di Fia è stato esteso a tutti i gestori (inclusi quelli Ucits). Inoltre, è stata dettata una specifica disciplina per il personale che svolge anche attività diverse dalla gestione collettiva del risparmio e per il personale di gestori appartenenti a gruppi bancari o di Sim.

Da ultimo, sempre nell'ambito dei lavori finalizzati al recepimento della Direttiva UCITS V, la Commissione ha rilasciato alla Banca d'Italia il parere di competenza sullo schema di provvedimento di modifica del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio del 19 gennaio 2015. Gli interventi di modifica intendono adeguare l'attuale contesto normativo alla nuova disciplina sul depositario di derivazione UCITS V nonché dare attuazione alla disciplina concernente l'erogazione diretta di crediti da parte di Fia UE in Italia, introdotta nel Tuf dal d.l. 18/2016, convertito con modificazioni nella legge 8 aprile 2016, n. 49.

Nel corso dell'anno l'Istituto è stato impegnato nei lavori di recepimento della Direttiva 2014/56/UE, che modifica la Direttiva 2006/43/CE, concernente la revisione legale dei conti e dei conti consolidati. La Consob ha fornito il proprio contributo tecnico al MEF nella stesura del d.lgs. 17 luglio 2016, n. 135, con cui è stato modificato il d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 39, recante la disciplina nazionale di riferimento in materia di *audit*.

Su impulso della Consob, è stata introdotta una nuova categoria di ente di interesse pubblico da sottoporre a un regime speciale di vigilanza (cosiddetto regime intermedio), caratterizzato da obblighi meno stringenti. Nel nuovo articolo 26 del d.lgs. 39/2010 sono state, inoltre, recepite le osservazioni della Consob sulla configurazione del regime sanzionatorio a carico degli esponenti aziendali di società di revisione legale e di EIP.

Nel 2016 si è concluso il processo di riforma del sistema sanzionatorio amministrativo previsto per gli illeciti nelle materie di competenza della Consob e della Banca d'Italia, avviato dal d.lgs. 72/2015.

La Consob, con delibera 19521 del 24 febbraio 2016, ha approvato le modifiche al proprio Regolamento sul procedimento sanzionatorio, volte ad allineare le previsioni regolamentari al mutato quadro normativo di riferimento. In particolare, sono stati individuati i criteri di determinazione dell'ammontare del fatturato, al fine di 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.

Si è altresì concluso il processo di recepimento della 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), recepita dal d.lgs. 15 febbraio 2016, n. 25.

In particolare, con la delibera 19614 del 26 maggio 2016, sono state introdotte nel Regolamento Emittenti le nuove definizioni di 'partecipazione in strumenti finanziari' e 'partecipazione aggregata', in sostituzione della 'posizione lunga complessiva'; sono state uniformate le soglie superiori al 50 per cento, prevedendo la soglia del 66,6 per cento in luogo di quella del 75 per cento; sono state modificate le regole applicabili per le operazioni di prestito titoli; sono stati aggiornati i modelli per le comunicazioni delle partecipazioni rilevanti e le relative

istruzioni. È stato inoltre innalzata al 3 per cento la soglia minima richiesta ex articolo 120 del Tuf, per l'applicazione degli obblighi di notifica delle partecipazioni rilevanti.

Nell'ambito dell'intervento legislativo di cui si discute sono state apportate ulteriori modifiche al Regolamento Emittenti, conseguenti all'entrata in vigore del Regolamento Delegato UE/2016/301 del 30 novembre 2015, che ha integrato la Direttiva 2003/71/CE per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione in materia di approvazione e pubblicazione del prospetto e di diffusione di messaggi pubblicitari.

La materia degli obblighi di informazione periodica è stata oggetto di revisione con apposito intervento regolamentare. Il d.lgs. 25/2016 ha abolito l'obbligo di pubblicazione dei resoconti intermedi di gestione, attribuendo alla Consob il potere di imporre la pubblicazione di informazioni finanziarie periodiche aggiuntive, nel rispetto delle condizioni indicate dall'articolo 154-ter, commi 5 e 5-bis, del Tuf. A tale riguardo, la Commissione non ha esercitato il potere di imporre agli emittenti quotati la pubblicazione della relazione finanziaria trimestrale ma ha dettato criteri generali da seguire nei casi in cui gli stessi scelgano autonomamente di pubblicarla.

La norma primaria ha subordinato l'introduzione di obblighi di pubblicazione di informazioni finanziarie periodiche aggiuntive alla sussistenza di alcune condizioni, tra cui l'onerosità degli obblighi, il contributo delle informazioni alle decisioni di investimento, l'attenzione ai risultati di breve periodo, le possibilità di accesso delle piccole e medie imprese ai mercati regolamentati.

Sulla base delle evidenze fornite dai partecipanti alla consultazione preliminare si è deciso di rimettere agli emittenti la facoltà di scegliere se pubblicare o meno le informazioni finanziarie periodiche aggiuntive (art. 82-ter Regolamento Emittenti). Gli emittenti che intendano pubblicarle dovranno comunicare al mercato la propria scelta, specificando gli elementi informativi che desiderano fornire, in modo che le decisioni adottate risultino chiare e stabili nel tempo. L'eventuale decisione di interrompere la pubblicazione dovrà essere motivata e resa pubblica, acquistando efficacia a partire dall'esercizio successivo (delibera 19770 del 26 ottobre 2016).

Con il d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, è stata data attuazione alla Direttiva 2014/95/UE, che modifica la Direttiva 2013/34/UE, avente ad oggetto la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla *board diversity* da parte di talune imprese e gruppi di grandi dimensioni.

Il provvedimento, alla cui stesura ha collaborato la Consob, introduce per imprese e gruppi di grandi dimensioni l'obbligo di presentare una dichiarazione non finanziaria che contenga informazioni ambientali e sociali attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione, nonché informazioni sulla politica applicata in materia di *board diversity*. La Consob, a cui fa capo il potere sanzionatorio, dovrà predisporre le disposizioni attuative del decreto.

## 2 L'adeguamento della normativa nazionale ai regolamenti europei

A decorrere dal 3 luglio 2016 si applicano in Italia le nuove disposizioni introdotte dal Regolamento MAR e dai relativi atti di livello 2, che disciplinano gli obblighi di informazione continua del mercato da parte degli emittenti strumenti finanziari, ampliandone l'ambito soggettivo e oggettivo di applicazione rispetto alla disciplina precedentemente delineata dalla Direttiva MAD.

In particolare, la disciplina in materia di abusi di mercato viene estesa 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*).

Il Regolamento favorisce inoltre una maggiore armonizzazione a livello europeo delle regole applicabili in materia di comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate, dei presidi volti a garantire la tutela della riservatezza nonché delle regole in tema di operazioni effettuate dagli esponenti aziendali degli emittenti e di raccomandazioni di investimento. Il Regolamento tende anche all'armonizzazione del sistema repressivo, richiedendo agli Stati membri di stabilire sanzioni amministrative, anche di natura pecuniaria, e dotare le autorità competenti di adeguati poteri di indagine e di intervento.

In occasione della consultazione pubblica volta a sottoporre al mercato le proposte di modifica della regolamentazione secondaria ai fini dell'attuazione della nuova disciplina europea, si è svolto presso la sede dell'Istituto un *open hearing* in cui è stato presentato il documento di consultazione. In tale occasione sono state fornite al mercato indicazioni relative all'applicazione della nuova disciplina, con particolare riferimento alla gestione delle informazioni privilegiate, all'*insider list*, alle operazioni dei manager e alle operazioni di *buy-back*/stabilizzazione.

La Consob ha inoltre comunicato all'ESMA di conformarsi e attuare nell'ordinamento nazionale gli Orientamenti da questa emanati ai sensi degli articoli 11 e 17, paragrafo 11, del Regolamento, in tema di sondaggi di mercato e di ritardo nella pubblicazione di informazioni privilegiate.

I primi si applicano dal 10 gennaio 2017, i secondi dal 20 dicembre 2016. Il 30 settembre 2016 l'ESMA ha inoltre adottato gli ultimi Orientamenti richiesti dal Regolamento MAR, che riguardano le informazioni privilegiate oggetto di pubblicazione nei mercati di derivati su merci. Le disposizioni si applicano a partire dal 17 marzo 2017.

La Consob ha infine notificato all'ESMA la decisione di mantenere in vigore, per il periodo transitorio previsto dall'articolo 13, paragrafo 11, del Regolamento, le tre prassi di mercato che l'Istituto aveva ammesso nel

previgente regime con le delibere 16839 del 19 marzo 2009 e 18406 del 13 dicembre 2012, relative all'attività di sostegno della liquidità del mercato, all'acquisto di azioni proprie per la costituzione di un cosiddetto magazzino titoli e al riacquisto di prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate. Parallelamente, la Consob ha avviato in sede ESMA l'esame per verificare la coerenza delle tre prassi con il Regolamento e le relative disposizioni attuative.

Nel 2016 il quadro normativo nazionale è stato conformato alle previsioni introdotte dal Regolamento UE 909/2014 (CSDR) in materia di requisiti dei depositari centrali e al Regolamento UE 648/2012 (EMIR) sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni. A tal fine, l'Istituto, per i profili di competenza, ha coadiuvato il MEF nella stesura del d.lgs. 12 agosto 2016, n.176.

Il processo di adeguamento alla disciplina europea ha rappresentato l'occasione per realizzare un'operazione di sostanziale riorganizzazione delle disposizioni in materia di mercati, con specifico riferimento alla disciplina del *post-trading*.

Tra i principali interventi si segnalano: l'inserimento nel Tuf della disciplina dei depositari centrali e delle attività di regolamento e la revisione della disciplina della gestione accentrata; la definizione del riparto di competenze tra Consob e Banca d'Italia in materia di autorizzazione e vigilanza sui depositari centrali; la definizione di un articolato regime sanzionatorio, anche prevedendo misure alternative alla sanzione amministrativa pecuniaria.

Al fine di un completo adeguamento della disciplina nazionale ai Regolamenti europei, sarà necessario un futuro intervento di revisione del Regolamento adottato dalla Banca d'Italia e dalla 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.

Nel 2016 si sono svolti i lavori di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del Regolamento UE 1286/2014, relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (PRIIPs). Con il Regolamento è stato introdotto il Key Information Document (KID), contenente le informazioni chiave che devono essere fornite agli investitori al dettaglio in occasione dell'acquisto di PRIIPs, al fine di agevolarne la comprensione e la comparabilità.

In data 14 novembre 2016 è stato adottato il d.lgs. 224, che ha apportato al Tuf le modifiche necessarie per adeguare la disciplina italiana alle previsioni europee. Tra le principali novità si segnalano: l'introduzione dell'obbligo di notifica preventiva del KID dei PRIIPs alla Consob; la designazione delle autorità nazionali competenti a vigilare sul rispetto del Regolamento europeo, con l'attribuzione alla Consob dei poteri sugli ideatori e sui soggetti che forniscono consulenza o vendono un PRIIP; l'attribuzione alle autorità nazionali competenti dei poteri di *market*

*monitoring* e di *product intervention* sui PRIIPs secondo un criterio di riparto misto per finalità e per canali distributivi.

L'adeguamento della disciplina nazionale al Regolamento PRIIPs richiederà, nel corso del 2017, un intervento di revisione della regolamentazione secondaria di competenza della Consob.

### 3 Ulteriori interventi regolamentari

Con la delibera 19602 del 4 maggio 2016, la Commissione ha approvato il Regolamento istitutivo dell'Arbitro per le controversie finanziarie (ACF), abrogando, contestualmente dalla data di avvio dell'operatività dello stesso, la delibera 18275 del 18 luglio 2012 istitutiva della Camera di conciliazione e arbitrato.

Il Regolamento individua i criteri di composizione dell'Arbitro e i criteri di svolgimento delle procedure di risoluzione extragiudiziale delle controversie che rivestono natura decisoria. L'intervento regolamentare fa seguito all'emanazione del d.lgs. 6 agosto 2015, n. 130, di attuazione della Direttiva 2013/11/UE sulla risoluzione alternativa delle controversie dei consumatori. Il decreto prevede l'obbligo per i soggetti nei cui confronti la Consob esercita la propria attività di vigilanza di aderire a sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie con gli investitori, pena una sanzione amministrativa. Con le delibere 19700 e 19701 del 3 agosto 2016 la Consob ha adottato sia le disposizioni organizzative e di funzionamento dell'Arbitro sia il codice deontologico al quale i componenti dell'organo collegiale decidente conformano la propria condotta.

Il Regolamento istitutivo dell'ACF ha dettato altresì la disciplina transitoria inerente le procedure di conciliazione e arbitrato iniziate presso la Camera di conciliazione e arbitrato e non ancora concluse alla data di avvio dell'operatività dell'Arbitro, prevedendo che la Camera resti in carica per l'amministrazione di tali procedure.

Con la delibera 19520 del 24 febbraio 2016 si è concluso il processo di modifica della regolamentazione in materia di *equity crowdfunding* (Regolamento 18592 del 26 giugno 2013 e successive modificazioni) in attuazione delle novità introdotte dal cosiddetto Decreto banche popolari.

Le principali modifiche regolamentari hanno riguardato due aspetti. Per quanto riguarda l'obbligo di sottoscrizione da parte di investitori professionali di una quota del capitale offerto, il novero dei soggetti rientranti in tale categoria è stato esteso anche agli investitori professionali su richiesta, classificati ai sensi della disciplina MiFID dall'intermediario di cui sono clienti, nonché alla categoria degli investitori a supporto dell'innovazione, identificati dal Regolamento in base a specifici criteri. Inoltre, per quanto riguarda l'esecuzione degli ordini di sottoscrizione, 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.

Nel corso dell'anno, il legislatore nazionale è intervenuto per modificare la normativa in materia di *equity crowdfunding* ed estendere il novero delle società legittimate a offrire strumenti finanziari tramite portali *online* a tutte le piccole e medie imprese (Pmi) nonché agli Oicr e alle società che investono prevalentemente in Pmi (per dettagli sul *Discussion paper* n. 6, *La qualità della regolazione nell'esperienza della Consob. Dalla misurazione degli oneri amministrativi al ciclo della valutazione. Il caso dell'equity crowdfunding*, si veda il Capitolo IX 'Le attività di supporto e la cooperazione internazionale').

### *Le Raccomandazioni*

A ottobre 2016 la Consob ha pubblicato le linee-guida in materia di inserimento e redazione delle 'Avvertenze per l'investitore' nei prospetti di offerta al pubblico e/o ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari (Raccomandazione 0096857). La Raccomandazione trae spunto dall'esigenza di potenziare la tutela degli investitori spesso caratterizzati da un basso livello di cultura finanziaria e operanti in un contesto economico/finanziario instabile e volatile. Il provvedimento recepisce la diffusa prassi operativa di utilizzare le 'Avvertenze per l'investitore' per rappresentare particolari profili di rischio concernenti la situazione economica, patrimoniale, finanziaria e gestionale dell'emittente, gli strumenti finanziari oggetto del prospetto ovvero il buon esito della complessiva operazione di offerta al pubblico/ammissione alle negoziazioni.

Le Avvertenze restano distinte dal prospetto, ai sensi della normativa vigente, e non riportano informazioni ulteriori rispetto a quelle presenti nel prospetto in relazione ai fattori di rischio dell'emittente e/o degli strumenti finanziari. Esse consentono, tuttavia, di dare risalto, in via immediata, chiara, sintetica e comprensibile, ai più significativi e rilevanti profili di criticità dell'emittente e dell'investimento proposto, al fine di favorire una corretta percezione del rischio da parte dell'investitore.

La Commissione ha sottolineato che le 'Avvertenze per l'investitore' devono contenere informazioni compiute, ancorché sintetiche, dell'investimento proposto, tali da consentire una lettura autonoma delle stesse, ferma restando la necessità per gli investitori di procedere alla lettura dell'intero prospetto per pervenire a un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente nonché sui prodotti.

Nella Raccomandazione sono altresì indicati i criteri generali di redazione delle Avvertenze, le modalità grafiche da rispettare nonché l'esemplificazione delle principali informazioni da valorizzare desunte dalla più recente prassi riscontrata nei

prospetti di offerta e/o quotazione approvati dalla Consob. Tali esemplificazioni non forniscono un elenco esaustivo o vincolante della casistica che può trovare evidenza nelle Avvertenze in quanto, di volta in volta, l'emittente potrà valutare l'opportunità di eventuali adattamenti e integrazioni, in ragione degli specifici profili di rischio sussistenti individuati dall'emittente stesso.

La Raccomandazione lascia inalterati i poteri della Consob di richiedere alle società la pubblicazione di informazioni rilevanti ai sensi dell'art. 114 del Tuf.

Nella prospettiva dell'accrescimento dei presidi a tutela della clientela *retail*, la Consob ha altresì emanato nel mese di ottobre una comunicazione relativa alla distribuzione degli strumenti finanziari tramite una sede di negoziazione multilaterale.

In particolare, è stato raccomandato agli intermediari di avvalersi, ai fini della distribuzione degli strumenti finanziari, di sedi di negoziazione multilaterali come i mercati regolamentati o gli MTF. La Raccomandazione prevede, inoltre, che l'eventuale componente funzionale alla remunerazione dell'attività dei distributori sia scorporata, in fase di emissione, dal prezzo degli strumenti finanziari.

Concentrando le fasi di emissione e di negoziazione in un'unica sede è possibile favorire, già in fase di mercato primario, più elevati livelli di trasparenza in termini di processo di formazione dei prezzi, verificabilità dei costi nonché tempi di conclusione delle operazioni. Lo scambio su una sede multilaterale di negoziazione favorisce infatti una formazione del prezzo degli strumenti distribuiti più efficiente e trasparente, grazie alla presenza potenziale di interessi multipli in acquisto e vendita e alla possibilità di comparare prezzi e rendimenti di un ampio insieme di prodotti.

## 4 Il rilascio di intese alla Banca d'Italia

Nell'ambito dell'attività regolamentare svolta nel corso del 2016, la Consob ha provveduto al rilascio a Banca d'Italia di intese nelle materie di competenza istituzionale.

In particolare, la Commissione ha rilasciato l'intesa in merito a talune proposte di deliberazione del Comitato interministeriale per il credito e il risparmio (CICR), conformemente a quanto disposto all'art. 127 del Testo unico bancario (Tub), secondo cui le deliberazioni di competenza del CICR previste nel Titolo VI del Tub, concernente la trasparenza delle condizioni contrattuali e dei rapporti con i clienti, sono assunte su proposta della Banca d'Italia, d'intesa con la Consob.

Una prima intesa è stata accordata dalla Consob in merito a una proposta di deliberazione del CICR concernente le disposizioni sul credito immobiliare ai consumatori, finalizzata a introdurre nell'ordinamento la nuova disciplina prevista dal d.lgs. 21 aprile 2016, n. 72. Il decreto ha recepito nell'ordinamento nazionale la Direttiva 2014/71/UE sul credito immobiliare ai consumatori.

Un'ulteriore intesa è stata rilasciata dall'Istituto in merito alla proposta di deliberazione del CICR concernente le modalità e i criteri per la produzione degli interessi nelle operazioni poste in essere nell'esercizio dell'attività bancaria, allo scopo di adeguare l'attuale contesto normativo alla nuova disciplina prevista dall'art. 17-*bis* della legge 8 aprile 2016, n. 49, di conversione del d.l. 14 febbraio 2016, n. 18.

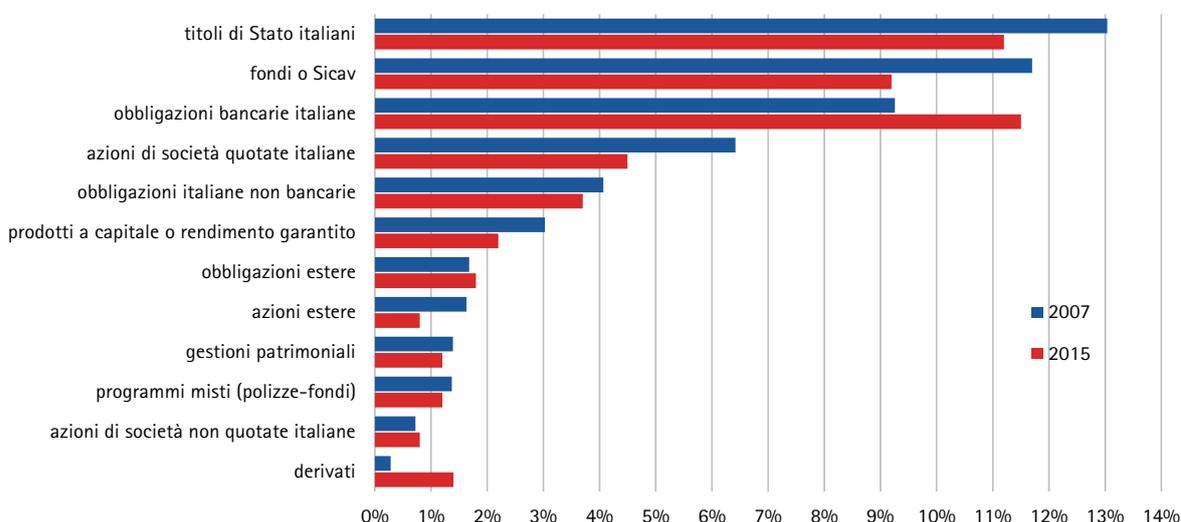
È stato inoltre rilasciato, ex art. 6, comma 1, del Tuf, il parere alla Banca d'Italia su una comunicazione in tema di modifica al regime transitorio delle risorse di conservazione del capitale (*'capital conservation buffer'*) applicabile a Sim e gruppi di Sim.

## 1 Le scelte di investimento delle famiglie

Negli ultimi anni, la partecipazione dei risparmiatori italiani ai mercati finanziari ha mostrato un graduale recupero verso valori prossimi al livello pre-crisi: a fine 2015, infatti, la quota di famiglie che possedeva almeno un prodotto finanziario si è attestata al 50 per cento del totale a fronte del 55 per cento nel 2007.

In dettaglio, è diminuita la partecipazione relativa a titoli del debito pubblico domestico, prodotti del risparmio gestito e azioni quotate italiane. Per contro è aumentata la quota di famiglie che possiedono obbligazioni bancarie italiane, il prodotto più diffuso a fine 2015 (Fig. 43).

**Fig. 43 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.

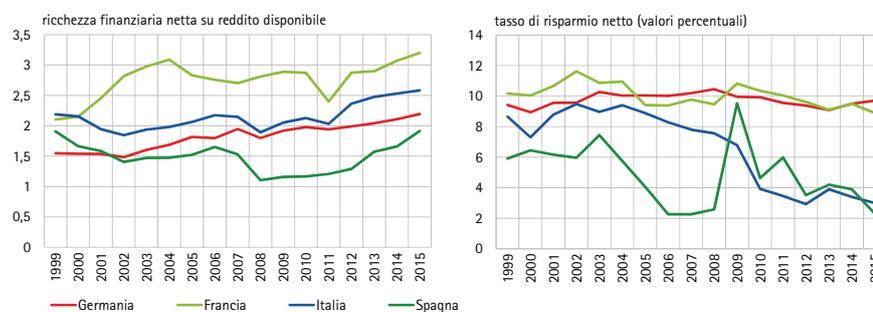
La ricchezza finanziaria e il tasso di risparmio dei principali paesi dell'area euro manifestano andamenti sostanzialmente stabili rispetto agli anni precedenti e confermano l'eterogeneità del contesto economico di riferimento (Riquadro 10).

## Riquadro 10

### La ricchezza delle famiglie nei principali paesi dell'area euro

La ricchezza finanziaria netta delle famiglie italiane (pari alle attività finanziarie al netto delle passività finanziarie) a fine 2015 non registra significative variazioni rispetto all'anno precedente, attestandosi su 2,6 volte il reddito disponibile. Il tasso di risparmio netto domestico ha continuato a ridursi (da 3,4 nel 2014 a 3 circa nel 2015) ampliando ulteriormente il divario rispetto a Francia e Germania (i cui tassi di risparmio sono pari, rispettivamente, a 9,7 e 9 per cento circa) manifestatosi a partire dal 2005.

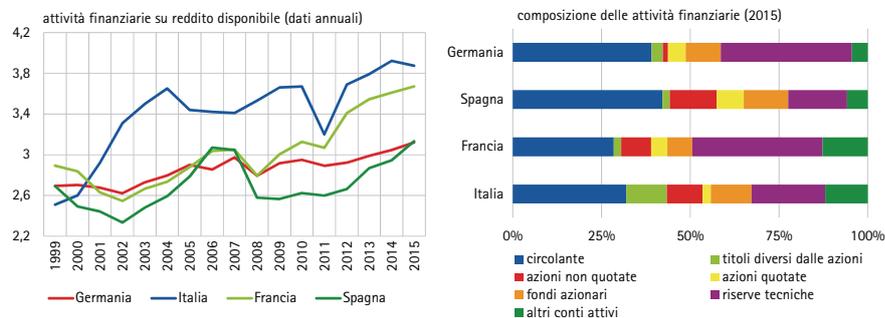
Ricchezza finanziaria netta e tasso di risparmio in alcuni paesi dell'area euro (dati annuali)



Fonte: Commissione europea ed Eurostat.

Nel corso del 2015, le attività finanziarie degli investitori italiani sono risultate pari a circa quattro volte il reddito disponibile, in lieve calo rispetto al 2014. Tale rapporto continua a mantenersi su un livello più elevato di quello delle maggiori economie dell'area euro, anche se le differenze rispetto agli altri paesi tendono a ridursi. 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 (11 per cento dell'ammontare complessivo a fronte del 3 per cento in Germania, 2 per cento in Francia e uno per cento in Spagna) anche se in calo rispetto a quanto registrato nel 2014 (14 per cento circa). La propensione a investire nel mercato azionario resta più contenuta rispetto a quella registrata in altri 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 e 5 per cento in Francia e in Germania). Una forte discrepanza si rileva in relazione 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 32 per cento e risulta inferiore di circa 10 punti percentuali al dato di Spagna e Germania.

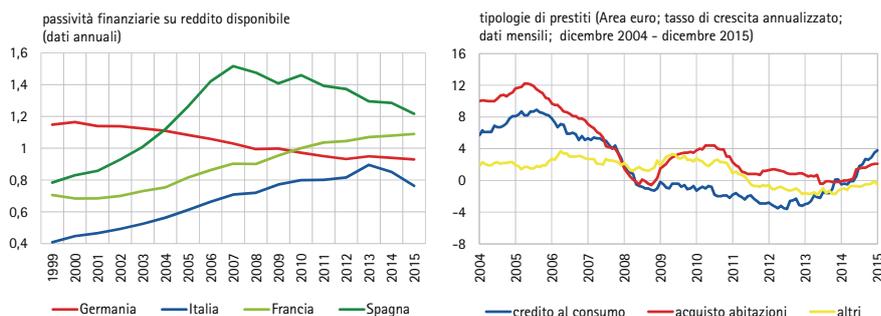
## Attività finanziarie in alcuni paesi dell'area euro (dati annuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

A fine 2015 si confermano le dinamiche delle passività finanziarie (stabili in Francia e Germania o in lieve calo in Spagna e in Italia) e di credito al consumo e prestiti ipotecari rilevate fin dal 2014.

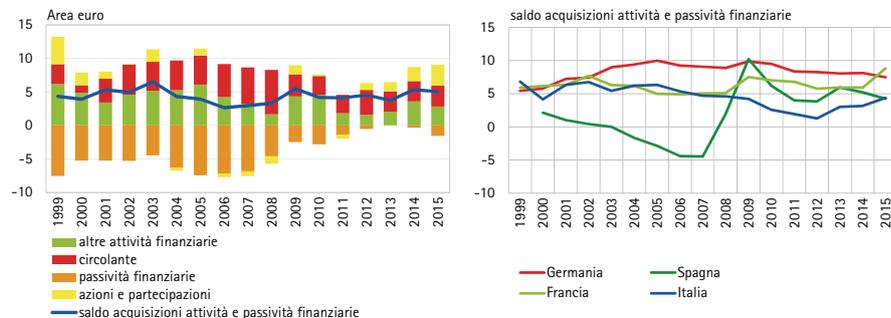
## Passività finanziarie e tipologie di prestiti nell'area euro



Fonte: elaborazioni su dati BCE ed Eurostat.

Nell'area euro il saldo tra attività e passività finanziarie è rimasto piuttosto stabile, nonostante l'incremento degli acquisti in azioni. In Italia, in particolare, il saldo tra i flussi di investimento si conferma positivo e in crescita dal 3 per cento circa del reddito disponibile nel 2014 al 4 per cento nel 2015.

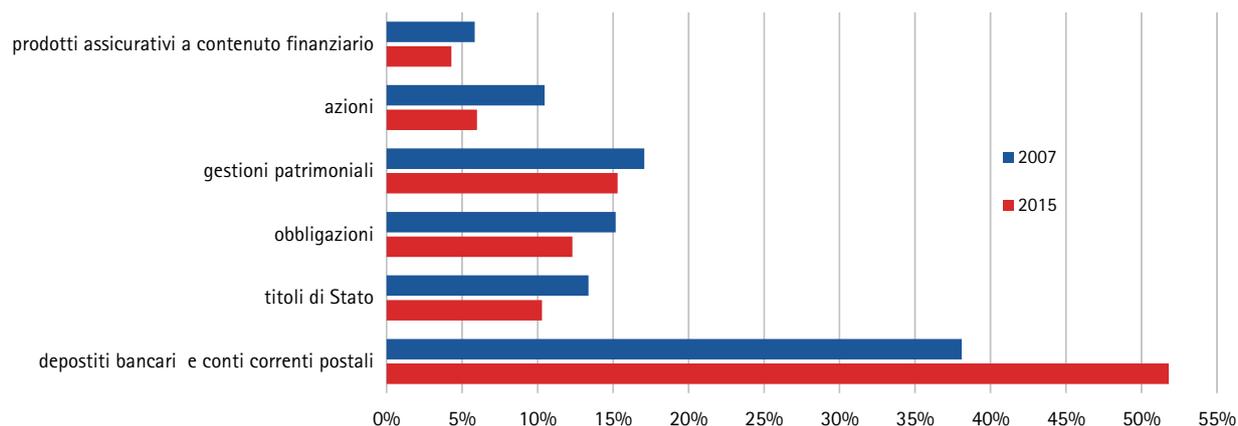
## Flussi di attività e passività finanziarie nell'area euro (dati annuali in percentuale del reddito disponibile)



Fonte: elaborazioni su dati BCE ed Eurostat.

In linea con le dinamiche sulla partecipazione, dopo il 2007 la composizione del portafoglio degli investitori italiani ha riflesso l'accresciuto interesse per depositi bancari e postali (la cui incidenza sulle attività totali è passata dal 38 per cento nel 2007 al 52 per cento nel 2015), a fronte della diminuzione della quota di ricchezza detenuta in azioni (-43 per cento), titoli del debito pubblico (-23 per cento) e obbligazioni (-19 per cento; Fig. 44).

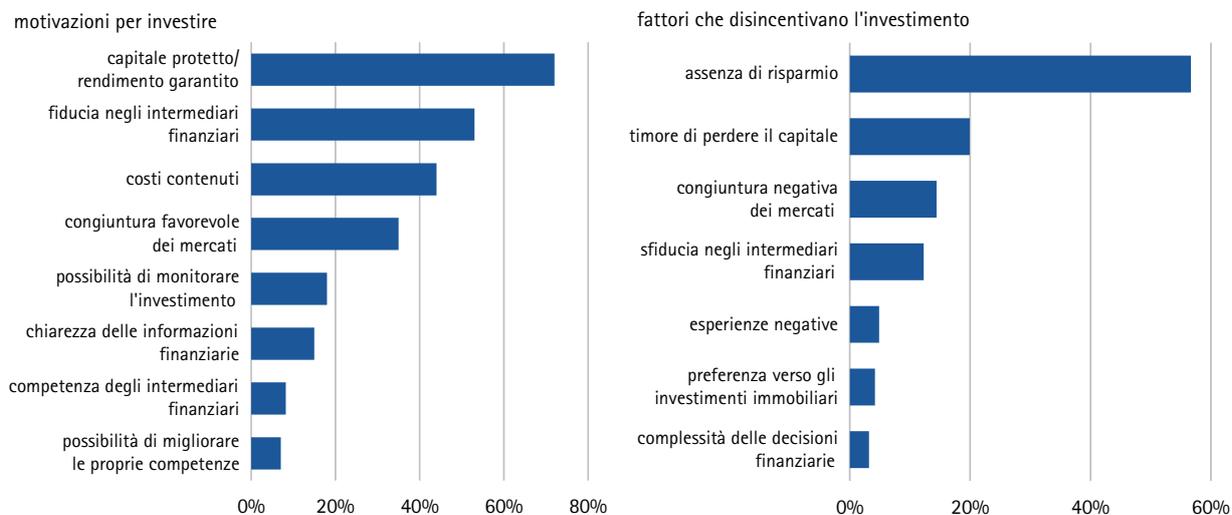
**Fig. 44 Composizione del portafoglio delle famiglie italiane**



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - *Multifinanziaria Retail Market*. Confronta Note metodologiche.

Gli elementi chiave che incoraggiano la partecipazione ai mercati finanziari sono la possibilità di acquistare prodotti con capitale e/o rendimento minimo garantito e la fiducia negli intermediari (come riferito, rispettivamente, dal 72 e dal 53 per cento degli investitori), mentre l'assenza di risparmi da investire (quasi 60 per cento), il timore di incorrere in perdite in conto capitale (20 per cento), l'esposizione agli andamenti di mercato (15 per cento) e la mancanza di fiducia negli intermediari (più del 10 per cento) sono i principali fattori che hanno disincentivato l'investimento (Fig. 45).

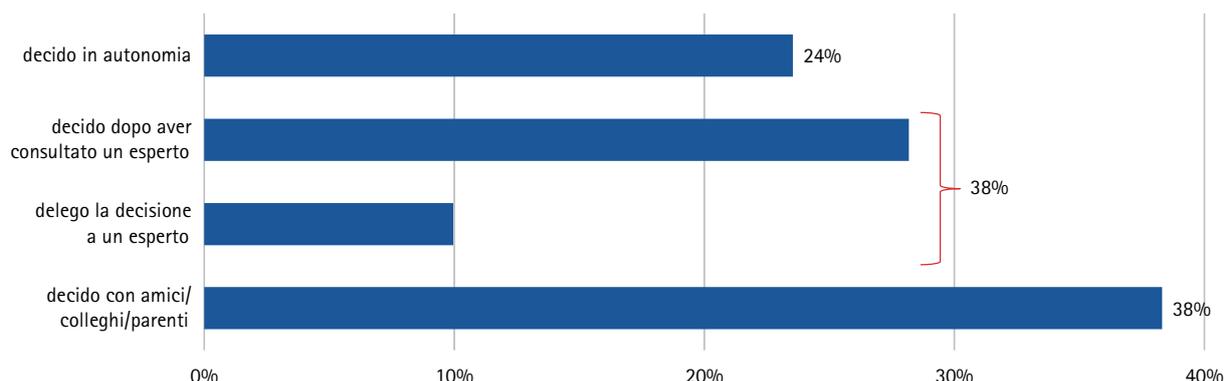
**Fig. 45 Fattori che influiscono sulla decisione di investire**



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Osservatorio Consob su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane'. Confronta Note metodologiche.

Per quanto riguarda lo stile di investimento, il 24 per cento degli intervistati decide in maniera autonoma, il 38 per cento segue i suggerimenti di familiari e colleghi (cosiddetto *informal advice*), il 28 per cento chiede consiglio a un professionista e il restante 10 per cento delega un esperto (Fig. 46).

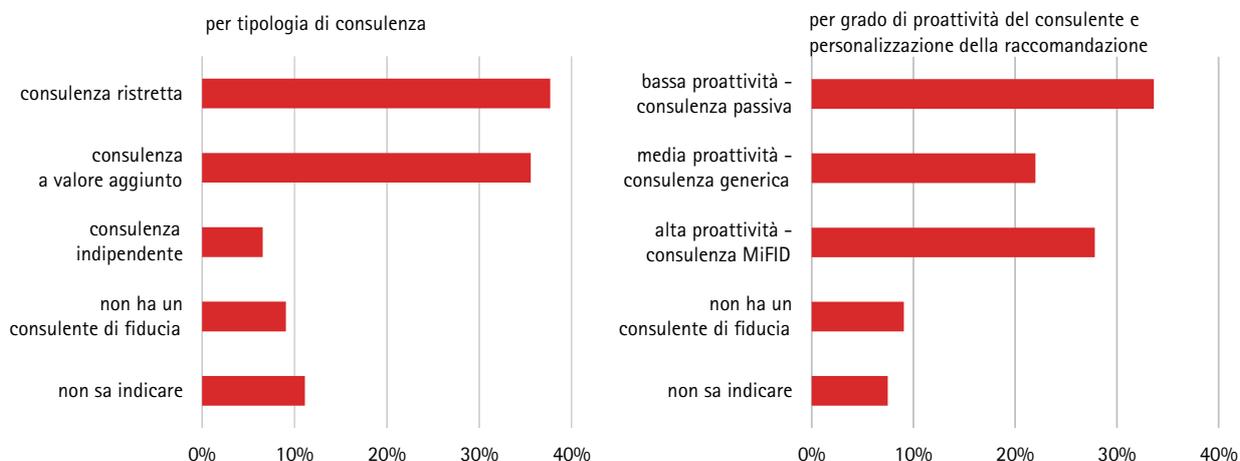
**Fig. 46 Stili decisionali**



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Osservatorio Consob su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane'. Confronta Note metodologiche.

A fine 2015, l'80 per cento circa delle famiglie attive sul mercato finanziario dichiarava di ricevere consulenza alternativamente su base ristretta (ossia riferita a un insieme limitato di strumenti finanziari), avanzata (basata su un'ampia gamma di prodotti e su una valutazione di adeguatezza periodica) o indipendente (ossia fornita da un professionista che non riceve commissioni da banche o da altre società, essendo remunerato esclusivamente dal cliente, e che offre consigli personalizzati in merito a una ampia gamma di prodotti). Solo il 28 per cento di queste famiglie, tuttavia, riferisce di avvalersi di consulenza MiFID (ossia di raccomandazioni personalizzate aventi ad oggetto uno specifico strumento finanziario); le rimanenti fruiscono di consulenza passiva o generica (basate su bassi livelli di interazione con il consulente e raccomandazioni generiche; Fig. 47).

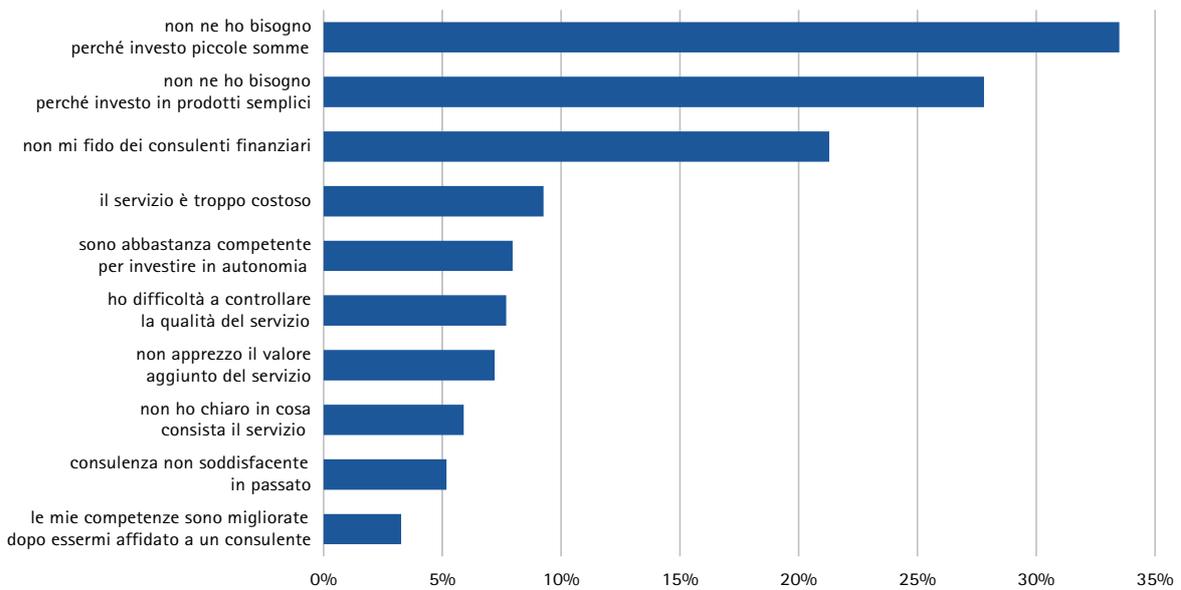
**Fig. 47 Diffusione del servizio di consulenza tra gli investitori**



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - *Multifinanziaria Retail Market*. Confronta Note metodologiche.

Le principali motivazioni che scoraggiano il ricorso alla consulenza sono la dimensione ridotta degli investimenti (34 per cento), la consuetudine a investire in prodotti considerati molto semplici (28 per cento) e la mancanza di fiducia negli intermediari (22 per cento; Fig. 48).

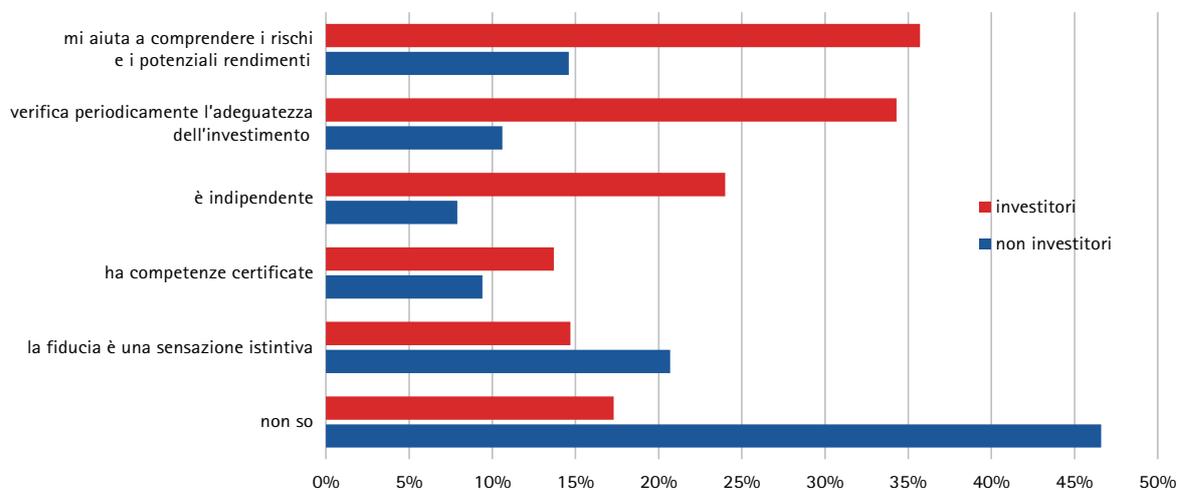
**Fig. 48 Fattori che disincentivano la domanda di consulenza finanziaria**



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Osservatorio Consob su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie'. Confronta Note metodologiche.

Tra i fattori che potrebbero elevare la fiducia riposta nei consulenti, si annoverano l'impegno a guidare i clienti nella comprensione dei rischi e nel monitoraggio degli investimenti (35 per cento circa), seguito dall'indipendenza (quasi il 25 per cento) e dalla certificazione delle competenze dell'esperto (15 per cento; Fig. 49).

**Fig. 49 Fattori che potrebbero accrescere la fiducia nel consulente finanziario**



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Osservatorio Consob su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie'. Confronta Note metodologiche.

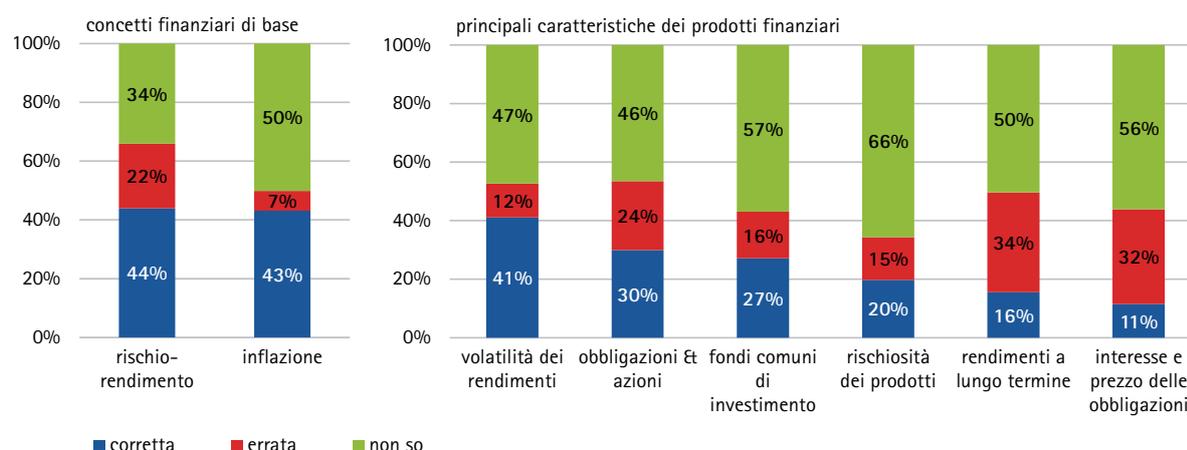
Circa il 15 per cento degli investitori definisce la fiducia come una percezione soggettiva, alimentata dall'istinto piuttosto che da specifiche caratteristiche o abilità del consulente; tale circostanza è più diffusa tra i non investitori (21 per cento), che nella metà dei casi non sono comunque in grado di indicare alcun elemento che possa accrescere la fiducia nel professionista.

## 2 L'attività di educazione finanziaria

### 2.1 Le conoscenze finanziarie degli italiani

Le rilevazioni della Consob pubblicate nel Rapporto 2016 sulle scelte di investimento delle famiglie confermano il basso livello di conoscenze finanziarie dei risparmiatori italiani. Solo poco più del 40 per cento degli intervistati è in grado di definire correttamente alcune nozioni di base, quali inflazione e rapporto fra rischio e rendimento; concetti più sofisticati riguardanti le caratteristiche dei prodotti più diffusi registrano percentuali anche inferiori (fino all'11 per cento; Fig. 50).

Fig. 50 Conoscenze finanziarie



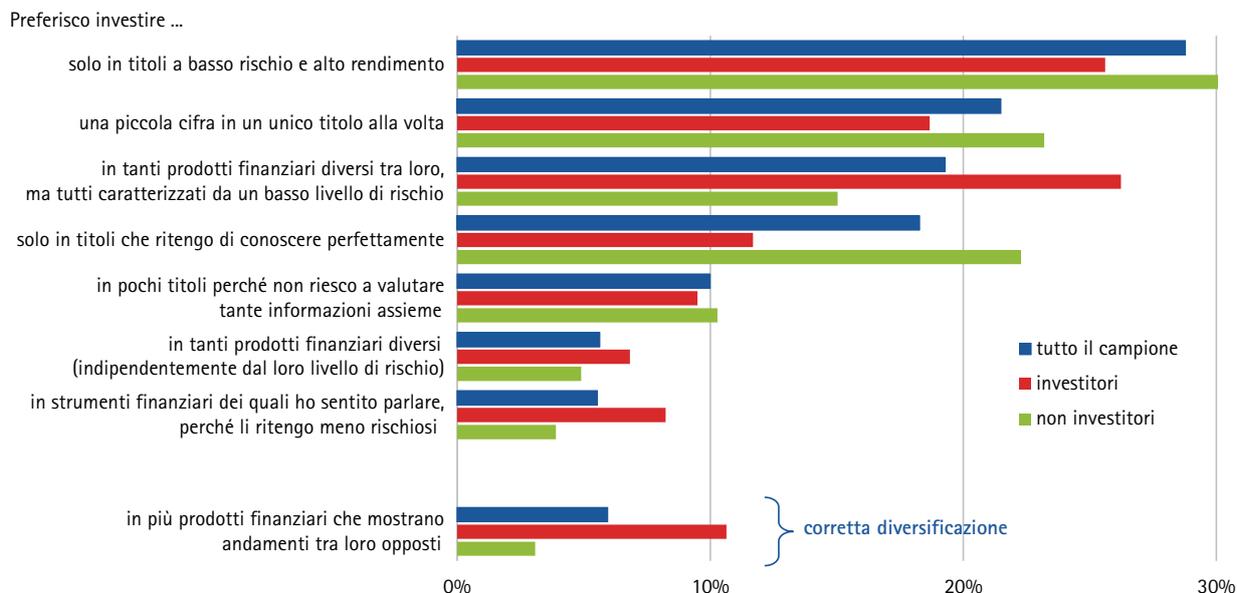
Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Osservatorio Consob su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie'. Confronta Note metodologiche.

Egualeme nte circoscritta risulta la conoscenza del concetto di diversificazione: solo il 6 per cento degli intervistati conosce le implicazioni di una corretta diversificazione delle attività finanziarie, mentre il 52 per cento o ne coglie solo un aspetto, dichiarandosi disposto a investire in numerosi titoli a basso rischio (erronea diversificazione), o non comprende il *trade-off* fra rischio e rendimento, dichiarandosi disposto a investire soltanto in prodotti a basso rischio e alto rendimento (Fig. 51).

Gli altri intervistati segnalano l'attitudine verso taluni *bias* comportamentali, quali: il cosiddetto *small-portfolio bias* (ossia la tendenza a investire una piccola somma di denaro in una sola attività finanziaria, riferibile al 20 per cento del campione); l'*overconfidence in private information* (ossia la propensione a comprare

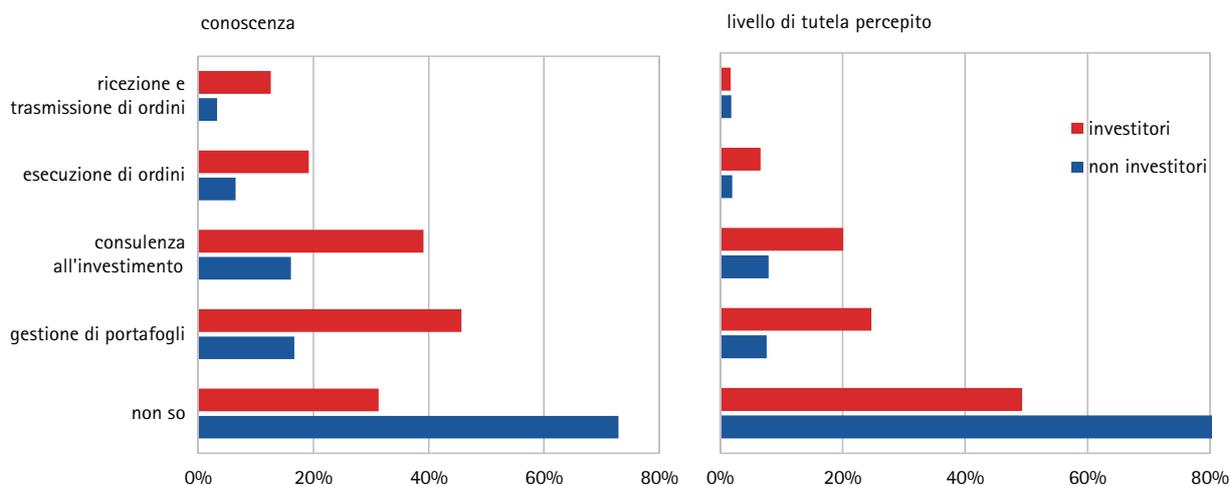
solo titoli che si conoscono molto bene, evidenziando una possibile sopravvalutazione della propria capacità di accedere a informazioni 'importanti'; 18 per cento); l'*information overload* (ossia la disponibilità a investire in pochi titoli poiché non si è in grado di elaborare troppe informazioni, riferita dal 10 per cento degli intervistati).

**Fig. 51 Comprensione della diversificazione di portafoglio**



I decisori finanziari italiani, oltre a mostrare una limitata conoscenza dei concetti finanziari di base, evidenziano anche una scarsa familiarità con i servizi di investimento e, conseguentemente, con il livello di tutela associato a ciascun servizio (Fig. 52).

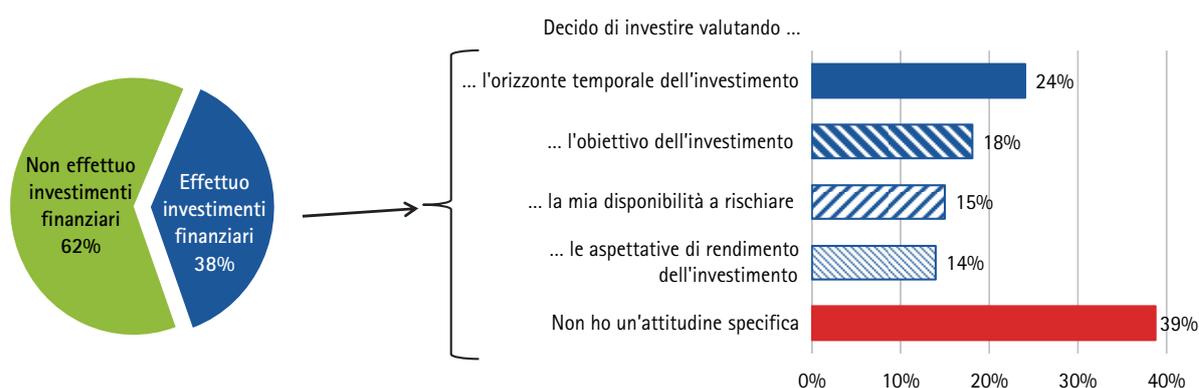
**Fig. 52 Conoscenza dei servizi di investimento**



La percentuale di soggetti che dichiara di conoscere uno specifico servizio oscilla tra il 7 per cento (nel caso di ricevimento e trasmissione di ordini) e il 30 per cento circa (gestione di portafoglio). Non sorprende che la percentuale di individui che afferma di non conoscere alcun servizio finanziario sia più elevata tra i non investitori che tra gli investitori (rispettivamente 70 e 30 per cento).

Un ultimo profilo riguardante le competenze in materia di scelte finanziarie riguarda la consapevolezza degli elementi fondanti di una decisione di investimento. Circa il 40 per cento degli investitori intervistati riferisce di non avere un'attitudine specifica rispetto alla ricognizione degli elementi che dovrebbero esser valutati prima di investire (in termini ad esempio di obiettivi e orizzonte temporale), mentre le percentuali di coloro che prestano attenzione a uno o più profili oscillano tra il 14 e il 24 per cento (Fig. 53).

Fig. 53 Fattori considerati nella pianificazione degli investimenti



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Osservatorio Consob su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie'. Confronta Note metodologiche.

## 2.2 Le iniziative di educazione finanziaria

Il basso livello di conoscenze e competenze finanziarie richiede interventi mirati e coordinati tra i diversi attori coinvolti, a partire dalle autorità di settore del sistema finanziario e le istituzioni pubbliche. In questa ottica, nel corso dell'anno è proseguito il dialogo tra autorità di vigilanza (Consob, Banca d'Italia, Covip e Ivass) e istituzioni politiche 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.

Come primo passo verso la definizione di una Strategia nazionale, in linea con le *best practices* individuate dall'OCSE, Consob, Banca d'Italia,

IVASS, COVIP e alcuni soggetti privati hanno effettuato una ricognizione delle iniziative di educazione finanziaria attuate in Italia nel triennio 2012-2014. Tale ricognizione ha confermato la necessità di un coordinamento e di una sistematicità allo stato assenti: le iniziative condotte sinora, infatti, pur numerose e talvolta molto valide, sono inevitabilmente eterogenee e frammentate e raggiungono una platea circoscritta di destinatari.

Il convegno tenutosi nel mese di gennaio 2017, nel corso del quale sono stati illustrati i risultati dell'indagine, è stata l'occasione per i promotori del censimento per illustrare i passaggi fondanti e le condizioni necessarie per avviare una Strategia nazionale di educazione finanziaria.

Il legislatore italiano ha fatto propria l'esigenza di dotare l'Italia di una Strategia nazionale per l'educazione finanziaria, così come proposto congiuntamente da Consob, Banca d'Italia, IVASS e COVIP, con il d.l. 237/2016, convertito con modificazioni dalla legge 15/2017, recante disposizioni urgenti per la tutela del risparmio nel settore creditizio, come emendato dall'articolo 24-*bis*, recante disposizioni generali concernenti l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale. L'art. 24-*bis* rende organico il contenuto delle preesistenti proposte di legge di iniziativa parlamentare volte a disciplinare la materia dell'educazione finanziaria, in discussione presso entrambi i rami del Parlamento.

In particolare, tali disposizioni prevedono l'organizzazione sistematica del coordinamento delle attività dei soggetti pubblici e privati che intendono intraprendere iniziative in materia di educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale secondo linee-guida definite dal MEF, d'intesa con il MIUR. Per l'attuazione della predetta Strategia è istituito presso il MEF un Comitato nazionale, composto da undici membri, di cui uno designato dalla Consob.

In attesa che la Strategia diventi operativa, la Consob ha continuato e continuerà a porre in essere le proprie attività di *investor education*.

In particolare, nel corso del 2016 i contenuti del portale istituzionale di educazione finanziaria, lo strumento principale della campagna di sensibilizzazione dei risparmiatori sui propri diritti e sulle forme di tutela previste dall'ordinamento, sono stati ulteriormente perfezionati, anche sulla base delle evidenze disponibili in materia di bisogni formativi e tenendo conto delle indicazioni della finanza comportamentale.

In particolare, nel mese di maggio è stato reso disponibile SAV€Rio il \$alvadanaro, il nuovo strumento che consente di pianificare e controllare le spese personali in relazione al reddito disponibile, favorendo il raggiungimento del proprio obiettivo di risparmio.

Come evidenziato nella pagina educativa dedicata alle fasi del percorso di investimento, la gestione corretta e consapevole del denaro è condizione primaria per il benessere economico-finanziario dei cittadini nonché il presupposto necessario per

stabilire l'importo delle risorse che possono essere destinate all'investimento, nell'ambito del più ampio processo di 'pianificazione finanziaria'.

L'applicativo SAV€Rio il \$alvadanaro, attraverso una maschera intuitiva e di facile utilizzo, permette di registrare i redditi e le spese effettive, misurare il risparmio realizzato nel tempo considerato (ad esempio, un mese o un anno) e programmare le entrate e le spese monetarie, in base alla loro natura (ad esempio istruzione, salute o tempo libero). SAV€Rio può essere quindi uno strumento di supporto per verificare, sulla base degli scostamenti tra le voci programmate e quelle effettive, se lo stile di consumo mantenuto sia equilibrato e sostenibile e quali siano le voci da monitorare con più attenzione per individuare possibili aggiustamenti (quali l'eliminazione di eventuali sprechi e/o la ricerca di fonti aggiuntive di 'reddito').

Nell'area 'risorse e giochi' del portale sono stati inseriti, inoltre, una serie di strumenti interattivi volti ad accrescere l'auto-consapevolezza di talune caratteristiche individuali che possono incidere significativamente sulla qualità delle scelte di investimento, quali il livello delle proprie conoscenze finanziarie, la tolleranza verso il rischio, l'attitudine ad agire d'impulso e i più diffusi errori comportamentali.

Nel corso dell'anno, infine, è proseguita l'attività di formazione per le Associazioni dei consumatori, avviata sin dal 2014, sugli argomenti di maggiore interesse per i risparmiatori, quali l'illustrazione dei percorsi formativi e degli strumenti interattivi offerti sul portale istituzionale o le evidenze tratte dall'ultimo Osservatorio Consob sulle scelte di investimento delle famiglie italiane.

### 3 La gestione degli esposti

Nel corso del 2016 il numero degli esposti ricevuti dalla Consob ha registrato un aumento consistente rispetto all'anno precedente. Nell'arco dei dodici mesi sono pervenuti, infatti, 4.354 esposti, a fronte dei 1.762 ricevuti nel 2015 (+147 per cento). La quota degli esposti procedibili sul numero complessivo degli esposti ricevuti risulta cresciuta dal 62 per cento del 2014 al 90 per cento nel 2016 (Tav. 59).

**Tav. 59 Esposti**  
(dati di fine anno)

|      | esposti ricevuti |  | esposti procedibili |                 |
|------|------------------|--|---------------------|-----------------|
|      | numero           |  | numero              | peso sul totale |
| 2014 | 1.506            |  | 940                 | 62              |
| 2015 | 1.762            |  | 1.372               | 78              |
| 2016 | 4.354            |  | 3.907               | 90              |

Fonte: Consob. Il dato potrebbe includere una quota residuale di esposti la cui procedibilità è tuttora oggetto di approfondimento.

Si rammenta che, a partire dal mese di luglio 2015, la Consob ha messo a disposizione sul sito istituzionale un nuovo applicativo per la trasmissione degli esposti, che consente di inoltrare le proprie segnalazioni in modo semplice e intuitivo, seguendo un percorso guidato. Degli oltre quattromila esposti ricevuti nel corso del 2016, solo 209 sono pervenuti per il tramite del nuovo canale: si tratta di un numero ancora poco significativo, ma in aumento rispetto al periodo precedente e destinato verosimilmente a crescere nei prossimi anni.

Con riferimento alla tipologia di soggetti coinvolti, risulta che gli esposti procedibili riguardano le banche in 3.051 casi (+298 per cento rispetto all'anno precedente, quando le banche già costituivano il principale soggetto destinatario delle segnalazioni).

Tale incremento è riconducibile principalmente alle vicende che hanno riguardato i quattro istituti di credito sottoposti alla procedura di liquidazione coatta amministrativa (Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, Cassa di Risparmio di Ferrara, Banca delle Marche e Cassa di Risparmio di Chieti), con la conseguente adozione dei provvedimenti di svalutazione delle azioni e delle obbligazioni subordinate. Numerose segnalazioni si riferivano anche a due banche venete (Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca), le cui azioni hanno subito una significativa svalutazione in occasione degli aumenti di capitale lanciati nel 2016, finalizzati alla quotazione sul mercato MTA successivamente non avvenuta in ragione del ridotto numero di adesioni (si veda il Capitolo III 'La vigilanza su offerta al pubblico e informativa societaria').

Risultano in aumento, inoltre, gli esposti riguardanti soggetti non autorizzati coinvolti in istruttorie di abusivismo (+35 per cento rispetto al 2015) e le imprese comunitarie senza succursale (+128 per cento rispetto al 2015), confermando un trend già osservato in passato. Nel 2016, in controtendenza rispetto all'anno precedente, è cresciuto anche il numero degli esposti riferiti a società di gestione collettiva del risparmio (+60 per cento) e a consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede (già promotori finanziari, +48 per cento).

Anche alla luce dell'aumento degli esposti riguardanti soggetti non autorizzati e imprese di investimento comunitarie operative in Italia in libera prestazione di servizi, la Commissione ha pubblicato una comunicazione a tutela degli investitori italiani riferita ai rischi connessi all'investimento in *contract for difference*, *rolling spot forex* e opzioni binarie. Tali prodotti, particolarmente complessi e rischiosi, sono spesso offerti da imprese di investimento o banche comunitarie che operano in Italia sulla base dell'autorizzazione concessa dall'autorità di vigilanza del loro paese di origine, nonché da numerosi soggetti abusivi, ossia soggetti sprovvisti di autorizzazione a operare nel nostro Paese, che offrono tali contratti tramite internet e che non sono sottoposti a vigilanza da parte di alcuna autorità (Riquadro 11).

## Riquadro 11

### L'operatività in *contract for difference*, *rolling spot forex* e opzioni binarie

Il progressivo aumento di piattaforme elettroniche di comunicazione, sia in Italia sia in altri paesi europei, accresce la possibilità per gli investitori *retail* di operare su strumenti finanziari particolarmente rischiosi e complessi, come i *contract for difference*, i *rolling spot forex* e le opzioni binarie aventi come sottostante valute, indici finanziari, singole azioni, merci.

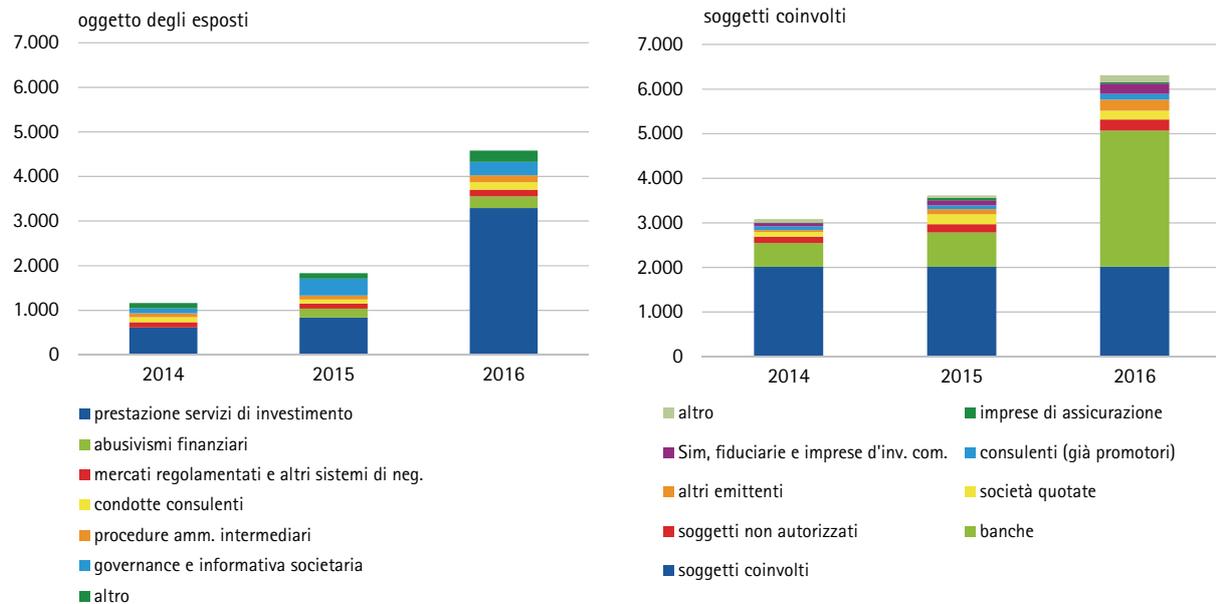
Gli intermediari che gestiscono la piattaforma elettronica di negoziazione si pongono molto spesso come controparte diretta dei clienti *retail*. Nella quasi totalità dei casi, si tratta di imprese di investimento e banche comunitarie, principalmente di diritto cipriota e inglese, che operano in Italia in libera prestazione di servizi o con stabilimento di succursale e nei confronti dei quali la Consob dispone, in base alla normativa comunitaria vigente, di limitati poteri diretti di vigilanza e/o di intervento. In particolare, su banche e imprese d'investimento comunitarie con succursale in Italia, la Consob è competente a vigilare soltanto sul rispetto delle regole di comportamento da parte della succursale nello svolgimento dell'attività nei confronti dei clienti italiani. Le banche e imprese d'investimento comunitarie che invece operano in Italia in libera prestazione di servizi sono vigilate esclusivamente dalla autorità del paese di origine, anche per i comportamenti posti in essere nei confronti della clientela italiana. Nel caso di imprese comunitarie operanti in regime di libera prestazione di servizi, occorre inoltre considerare che le controversie in materia di *contract for difference*, *rolling spot forex* e opzioni binarie tra clientela italiana e imprese comunitarie non potranno essere esposte all'Arbitro per le controversie finanziarie (ACF), istituito recentemente presso la Consob.

In Italia, inoltre, si registra la presenza di numerosi soggetti abusivi, cioè di soggetti sprovvisti di autorizzazione a operare nel nostro Paese, che offrono gli strumenti citati tramite internet e non sono sottoposti a vigilanza da parte di alcuna autorità.

La comunicazione ha in primo luogo sottolineato che l'investimento in *contract for difference*, *rolling spot forex* e opzioni binarie non è adatto alla maggior parte degli investitori, sia in ragione dell'intrinseca elevata rischiosità di tali prodotti, dovuta soprattutto alla possibilità di poter operare 'a leva' e quindi di esporsi al rischio di perdite anche ben superiori al capitale inizialmente investito, sia in considerazione dell'elevato livello di complessità degli stessi. È stato altresì evidenziato che è opportuno operare su tali prodotti soltanto dopo aver effettivamente compreso e valutato tutti i rischi connessi all'investimento in parola e dopo essersi accertati che il soggetto offerente sia autorizzato a operare in Italia.

Per quanto concerne l'oggetto degli esposti procedibili, in linea con gli anni precedenti, la maggior parte delle segnalazioni ha riguardato l'intermediazione finanziaria e, in particolare, le anomalie nella prestazione dei servizi di investimento ovvero la prestazione abusiva degli stessi (Fig. 54).

**Fig. 54 Esposti ricevuti nel 2016 relativi ad aree di competenza della Consob**

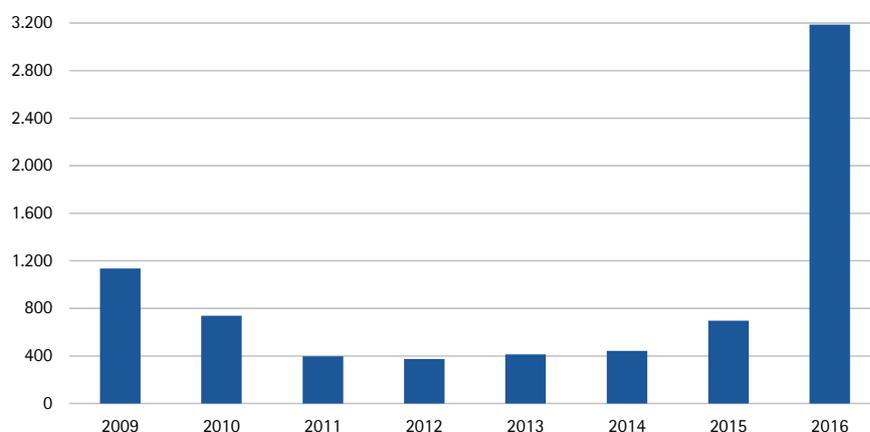


Fonte: Consob. Con riferimento all'oggetto degli esposti, la categoria 'abusivismi finanziari', introdotta a partire da gennaio 2015, include la prestazione abusiva di servizi di investimento, precedentemente compresa nella categoria 'prestazione servizi d'investimento', e le offerte abusive, precedentemente 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 non più quotate, società di revisione, gestori collettivi esteri, offerenti.

Un elemento di novità che ha caratterizzato il 2016 è costituito dal considerevole numero di esposti riguardanti società di revisione, emittenti diffusi, gestione accentrata degli strumenti finanziari e operazioni di finanza straordinaria. In via generale, tuttavia, il dato non costituisce evidenza di violazioni diffuse connesse a tali soggetti o alle citate attività, poiché l'oggetto di segnalazione di gran parte degli esposti si riferisce ad aspetti connessi alla medesima situazione.

Gli esposti in materia di servizi di investimento che la Consob ha ricevuto nel corso del 2016 risultano significativamente più numerosi degli anni precedenti. Il dato è riconducibile principalmente alle segnalazioni connesse alle vicende connesse a taluni emittenti bancari già illustrate in precedenza (Fig. 55).

Fig. 55 Esposti ricevuti in materia di servizi di investimento



Fonte: Consob.

Nel corso del 2016, l'Istituto ha ricevuto segnalazioni da parte di associazioni di consumatori in merito a proposte commerciali di compravendita di diamanti effettuate da società specializzate tramite i propri siti web o attraverso sportelli bancari. La disciplina di trasparenza e correttezza sui servizi di investimento non è di per sé applicabile alla vendita di diamanti o di altri beni materiali anche qualora avvenga tramite il canale bancario né, in tali casi, è prevista la pubblicazione di un prospetto informativo. Tuttavia, come già chiarito nella comunicazione 13038246 del 6 maggio 2013, la vendita di un bene materiale, come i diamanti, può assumere le caratteristiche di offerta di un prodotto finanziario qualora siano esplicitamente previsti, anche tramite contratti collegati, elementi come, ad esempio, promesse di rendimento, obblighi di riacquisto, realizzazione di profitti ovvero vincoli al godimento del bene. Al proposito la Consob ha in corso specifici approfondimenti e ha avviato una collaborazione con la Banca d'Italia e con l'Autorità garante della concorrenza e del mercato (AGCM).

A inizio 2017, inoltre, la Commissione ha richiamato l'attenzione del pubblico su tali operazioni e sulla necessità di prestare la massima cautela nell'effettuare investimenti che possono presentare rischi non immediatamente percepibili.

L'Istituto ha altresì raccomandato di attenersi sempre alla regola generale di considerare l'adesione a proposte contrattuali solo quando se ne abbia un'adeguata comprensione e solo quando siano assistite da una documentazione chiara e completa. È stata infine rappresentata la necessità che gli offerenti, in particolare se operatori bancari, in ragione dell'affidabilità di cui godono per effetto della loro specifica posizione professionale, rendano sempre compiutamente edotti i potenziali acquirenti sulla disciplina applicabile, sulle condizioni contrattuali e sui costi, anche commissionali, presenti nelle operazioni di vendita proposte allo sportello.

## 4 L'attività della Camera di conciliazione e arbitrato

Nel corso del 2016 la Camera di conciliazione e arbitrato è stata impegnata nell'amministrazione di 181 procedimenti di conciliazione (71 nel 2015), 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.

L'Italia settentrionale si conferma essere l'area da cui proviene il maggior numero delle istanze avviate nel periodo in esame (138 istanze, pari al 76 per cento dei procedimenti avviati; Tav. 60).

In particolare, dalla provincia di Treviso sono pervenute 77 delle 95 istanze riferibili al Veneto, mentre le 20 istanze giunte dal Trentino Alto Adige hanno avuto origine tutte nella provincia di Trento. Con riferimento alla Puglia, la quasi totalità delle istanze proviene dalla provincia di Brindisi (17 istanze su 20), mentre dal Lazio sono pervenute 8 istanze, concentrate nella provincia di Roma (7 istanze su 8).

**Tav. 60 Istanze per area geografica**

(dati di fine anno)

|               | 2014       | 2015      | 2016       |
|---------------|------------|-----------|------------|
| Nord          | 68         | 45        | 138        |
| Centro        | 28         | 14        | 11         |
| Sud e Isole   | 17         | 12        | 32         |
| <i>totale</i> | <i>113</i> | <i>71</i> | <i>181</i> |

Fonte: Consob.

Al 31 dicembre 2016, su 12 casi in cui l'intermediario ha aderito al tentativo di conciliazione (6,6 per cento del totale), due si sono conclusi con un accordo e nove con esito negativo, a fronte di un procedimento non ancora chiuso. Le mancate adesioni sono complessivamente 164, pari al 90,6 per cento delle istanze, mentre in cinque casi si è ancora in attesa di un riscontro da parte dell'intermediario (Tav. 61). La percentuale di adesioni si è ridotta rispetto al 2015, quando si attestava al 35 per cento, principalmente in ragione della mancata adesione alle procedure da parte di due intermediari, le cui vicende hanno generato numerose controversie.

**Tav. 61 Adesioni alle istanze da parte degli intermediari**

(dati di fine anno; valori percentuali)

|      | adesioni | mancate adesioni | in attesa di riscontro |
|------|----------|------------------|------------------------|
| 2014 | 47       | 44               | 9                      |
| 2015 | 35       | 61               | 4                      |
| 2016 | 7        | 91               | 3                      |

Fonte: Consob.

L'importo complessivo delle richieste di risarcimento pervenute nel 2016 è stato di circa 42 milioni di euro (35 milioni nell'anno precedente); tuttavia, l'importo delle richieste relative alle istanze alle quali l'intermediario ha aderito è stato di 392 mila euro (24,8 milioni nel 2015), mentre l'importo rimborsato a seguito di esito positivo della controversia è stato pari a 4.150 euro (circa 54 mila nel 2015).

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 strumenti derivati (in particolare *certificates*). L'importo mediano delle richieste di risarcimento pervenute oscilla tra 18 e 146 mila euro circa (Tav. 62).

**Tav. 62 Istanze pervenute per tipologia di investimento e richiesta di risarcimento**

| strumenti finanziari                     | istanze ricevute<br>(percentuale sul totale) <sup>1</sup> | importi delle richieste<br>di risarcimento<br>(migliaia di euro) <sup>2</sup> |
|--|---|---|
| azioni e obbligazioni dell'intermediario | 71  | 145,8   |
| altre azioni e obbligazioni              | 6   | 57,5  |
| strumenti derivati                       | 14  | 18,1  |
| fondi comuni di investimento e ETF       | 6   | 85,0  |
| altri prodotti                           | 4   | 29,3  |

Fonte: Consob. <sup>1</sup> L'eventuale mancata quadratura è dovuta agli arrotondamenti. <sup>2</sup> Valore mediano.

Al 31 dicembre 2016 il numero degli iscritti nell'elenco dei conciliatori è pari a 324, mentre il numero degli iscritti nell'elenco degli arbitri è pari a 449 (rispettivamente, 375 e 500 alla fine dell'anno precedente).

Nell'ambito dell'attività di gestione degli elenchi, la Camera di conciliazione e arbitrato ha dunque provveduto alla cancellazione di 51 iscritti dall'elenco dei conciliatori e di 51 arbitri.

Nel dettaglio, 25 conciliatori e 41 arbitri sono stati cancellati dai rispettivi elenchi per l'omesso pagamento dei contributi annuali relativi all'anno 2016 (di cui alla delibera Consob 19607 dell'11 maggio). Nei restanti casi la cancellazione ha fatto seguito alla formale richiesta da parte degli interessati (rispettivamente, 26 conciliatori e dieci arbitri).

Nel corso dell'anno 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, a fronte della programmata istituzione dell'Arbitro per le controversie finanziarie (ACF). In ragione dell'imminente avvio del nuovo organismo di risoluzione delle controversie, infatti, è stata constatata l'adeguatezza degli elenchi dei

conciliatori e degli arbitri per l'espletamento delle procedure fino alla data in cui sarebbe divenuto operativo il nuovo organo decidente.

Come noto, il d.lgs. 130/2015, recante la 'Attuazione della direttiva 2013/11/UE sulla risoluzione alternativa delle controversie dei consumatori, che modifica il Regolamento 2006/2004/CE e la Direttiva 2009/22/CE (direttiva sull'ADR per i consumatori)', ha incaricato la Consob di adottare la normativa di attuazione per l'istituzione e la disciplina di un nuovo organismo per la risoluzione extragiudiziale delle controversie, caratterizzato dall'adesione obbligatoria degli intermediari e dalla natura decisoria della procedura.

Successivamente la legge 208/2015, recante 'Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (Legge di stabilità 2016)', all'art. 1, comma 47, ha previsto l'abrogazione degli artt. 2, commi da 1 a 5, 3, 4, 5, e 6 del d.lgs. 179/2007, istitutivo della Camera di conciliazione e arbitrato presso la Consob, a partire dalla data in cui diviene operativo il nuovo organismo.

L'art. 2, comma 1, della delibera istitutiva dell'ACF prevede che: «La Consob adotta, con successive delibere disposizioni di attuazione del regolamento, disciplinanti l'organizzazione e il funzionamento dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie, e ne determina la data di avvio dell'operatività». Con successivo provvedimento 19783 del 23 novembre 2016 la data di avvio dell'operatività è stata fissata al 9 gennaio 2017. Quanto sopra premesso, il nuovo organismo, avendo caratteristiche diverse dalla vecchia Camera, non richiede la collaborazione di conciliatori e arbitri. Pertanto, alla data del 9 gennaio dell'anno in corso, è cessata anche l'operatività degli elenchi tenuti dalla Camera.

Con riferimento all'operatività dell'ACF, si evidenzia che nei primi mesi del 2017 sono pervenuti circa 400 ricorsi, per controversie relative alla prestazione di servizi di investimento e al servizio di gestione collettiva (dato a fine marzo).

In particolare, il 42 per cento dei ricorsi ricevuti si riferisce alla fornitura di informazioni e di raccomandazioni personalizzate relativamente ad azioni non quotate su mercati regolamentati.

# I controlli giurisdizionali VIII sull'attività della Consob

## 1 Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza

Nel 2016 il numero di ricorsi presentati avverso provvedimenti dell'Istituto ha registrato un sensibile aumento rispetto al 2015 (Tav. 63).

**Tav. 63 Ricorsi contro atti adottati o proposti dall'Istituto**  
(esiti al 31 dicembre 2016)

|      | 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<br>sospensiva | respinta<br>sospensiva |                |                                |                       |          | accolta<br>sospensiva | respinta<br>sospensiva |                |
| 2012 | --                                  | 22                    | 14       | --                    | 1                      | 36             | 3                              | 38                    | 12       | --                    | --                     | 53             |
| 2013 | 3                                   | 5                     | 6        | --                    | --                     | 14             | 5                              | 51                    | 33       | --                    | --                     | 89             |
| 2014 | --                                  | 6                     | 8        | --                    | 1                      | 14             | 9                              | 67                    | 63       | --                    | --                     | 139            |
| 2015 | 5                                   | 2                     | 3        | --                    | --                     | 10             | 3                              | 40                    | 38       | 3                     | 1                      | 81             |
| 2016 | 1                                   | 4                     | 9        | 5                     | 2                      | 14             | 2                              | 18                    | 80       | --                    | 2                      | 100            |

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 per insussistenza di una parte delle violazioni accertate. <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.

Nel corso dell'anno la Corte di Cassazione ha affrontato, in numerose pronunce, le diverse questioni interpretative che, a seguito della nota sentenza della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo del 4 marzo 2014 (Grande Stevens e altri c. Italia), hanno investito il procedimento sanzionatorio della Consob e ne hanno ribadito la legittimità.

Il Supremo Collegio ha *in primis* ribadito il fermo orientamento per cui precetti costituzionali, riguardanti il diritto di difesa (art. 24 Cost.) e il giusto processo (art. 111 Cost.), informano il procedimento giurisdizionale che si svolge avanti al giudice e non anche il procedimento amministrativo, ancorché finalizzato all'emanazione di provvedimenti incidenti su diritti soggettivi; cosicché l'incompleta equiparazione del procedimento amministrativo a quello giurisdizionale non viola in alcun modo la Costituzione.

Con riferimento al rispetto dell'art. 6 della Convenzione EDU (concernente il diritto a un equo processo), la Suprema Corte ha affermato che in materia di irrogazione di sanzioni che, pur qualificate come amministrative, abbiano, alla stregua dei criteri elaborati dalla Corte EDU, natura sostanzialmente penale, gli Stati possono scegliere se realizzare le garanzie del giusto processo già nella fase amministrativa o mediante l'assoggettamento del provvedimento sanzionatorio a un sindacato giurisdizionale pieno, attuato attraverso un procedimento conforme alle previsioni dello stesso art. 6 della Convenzione.

Nel caso corrispondente alla scelta operata dal legislatore italiano, non può ritenersi che il procedimento amministrativo sia illegittimo, in relazione ai parametri fissati dall'art. 6 della Convenzione e che la successiva fase giurisdizionale determini una sorta di sanatoria di tale originaria illegittimità; al contrario, il procedimento amministrativo, pur non offrendo esso stesso le garanzie di cui all'art. 6 della Convenzione, risulta *ab origine* conforme alle prescrizioni di detto articolo, proprio perché è destinato a concludersi con un provvedimento suscettibile di un sindacato giurisdizionale pieno, nell'ambito di un giudizio che assicura le garanzie del giusto processo.

Il Supremo Collegio si è altresì espresso in merito alla portata delle sentenze del Consiglio di Stato 1595 e 1596 del 26 marzo 2015, che avevano ritenuto illegittima la regolamentazione relativa al procedimento sanzionatorio della Consob nella parte in cui essa non prevedeva una specifica fase di contraddittorio sulla relazione con cui l'Ufficio Sanzioni Amministrative propone alla Commissione l'irrogazione delle sanzioni.

In relazione a tali pronunce, la Corte ha ribadito che l'affermazione dell'illegittimità del Regolamento sul procedimento sanzionatorio da parte del Consiglio di Stato ha un 'valore puramente argomentativo' poiché non contiene alcuna statuizione di annullamento della normativa regolamentare.

La Suprema Corte è tornata a occuparsi anche della corretta interpretazione del principio del *favor rei* in campo di sanzioni amministrative, ribadendo la sua inapplicabilità in assenza di una specifica ed espressa previsione di segno contrario.

In alcuni ricorsi, infatti, era stata invocata l'applicazione del principio del *favor rei*, come conseguenza dell'equiparazione tra sanzioni penali e sanzioni amministrative a contenuto afflittivo operata dalla Corte EDU, con riferimento soprattutto alla sopravvenienza del d.lgs. 72/2015 (di recepimento della Direttiva CRD IV) che ha comportato ampi correttivi al Tuf, specialmente con riguardo all'individuazione delle persone giuridiche come soggetti responsabili delle infrazioni sanzionabili in via amministrativa.

Le argomentazioni dei ricorrenti incentrate sull'applicabilità del principio del *favor rei* sono state disattese dai Supremi Giudici, i quali si sono conformati al consolidato orientamento secondo cui per gli illeciti amministrativi non può trovare applicazione il principio del *favor rei* di matrice penalistica, operando invece il diverso canone del *tempus regit actum*. Da ciò discende l'assoggettamento del

comportamento infrattivo alla legge vigente al momento in cui è stata commessa la violazione, anche se il fatto abbia successivamente perduto il carattere di illiceità o comunque sia intervenuta una norma più favorevole all'autore della violazione.

L'esclusione del principio del *favor rei* è stata del resto espressamente eliminata dal dettato normativo del d.lgs. 72/2015, così come rilevato dalla Suprema Corte, tenuto conto di quanto previsto dall'art. 6, comma 2, del citato testo normativo in punto di regime transitorio.

In materia di intermediari, la Suprema Corte ha ribadito il principio per cui, in tema di sanzioni amministrative, vige il principio di legalità di cui all'art. 1 della legge 689/1981 a differenza di quanto avviene per gli illeciti penali, per i quali opera il principio di stretta legalità di cui all'art. 25, secondo comma, Cost., con la conseguenza che i precetti sanzionatori possono essere eterointegrati anche dai regolamenti predisposti dai soggetti, quali le società di gestione dei mercati regolamentati, che operano a tutela dell'interesse generale.

La Suprema Corte ha infatti ritenuto che una violazione del canone generale di diligenza e correttezza (art. 21, lett. a), del Tuf) possa sostanziarsi anche nel mancato rispetto da parte dell'intermediario delle regole del mercato in cui lo stesso opera. Tale regole si declinano in precisi imperativi, derivanti da precetti comunemente accettati dai soggetti che agiscono in un determinato ambito e codificati in testi da tutti conoscibili e percepiti nella loro imperatività come i Regolamenti della Borsa Italiana, della Monte Titoli e della Cassa di Compensazione e Garanzia. Tali soggetti svolgono, infatti, servizi di interesse generale nell'ambito borsistico e predispongono norme comportamentali soggette ad approvazione da parte dell'amministrazione, previa verifica della rispondenza delle norme stesse ai principi regolanti lo specifico settore.

In materia di gestione collettiva del risparmio, la Corte d'Appello di Venezia è intervenuta in una vicenda in cui gli esponenti aziendali di una Sgr sono stati sanzionati per aver concorso a predisporre, con riferimento ai fondi immobiliari gestiti, un processo decisionale di investimento carente in relazione alla fase di formulazione delle strategie di investimento e a quella di monitoraggio delle scelte gestorie in concreto effettuate.

La Corte ha statuito che il processo decisionale di investimento costituisce il fulcro della gestione collettiva del risparmio e che da esso dipende non solo il funzionamento materiale di tale attività, ma anche il rispetto della sua correttezza «nell'interesse dei partecipanti ai fondi e dell'integrità del mercato» (art. 40, comma 1, lett. a), Tuf). In particolare, per le Sgr che gestiscono fondi di tipo chiuso, la pianificazione su base previsionale dell'attività gestoria (investimenti, amministrazione e disinvestimento degli *asset*) costituisce un momento essenziale dal quale dipende (anche) la correttezza della condotta di amministrazione della Sgr. La Corte ha infatti osservato che i fondi immobiliari sono organismi di investimento collettivo che presentano di regola le seguenti caratteristiche: i) investono in attività illiquide (non suscettibili, quindi, di rapido disinvestimento); ii) raccolgono il proprio

patrimonio solo nella fase costitutiva del fondo, mediante la sottoscrizione di quote di partecipazione allo stesso; iii) le quote di partecipazione al fondo vengono rimborsate solo alla scadenza del termine di durata del fondo, indicata nel regolamento del fondo stesso (o a scadenze predeterminate), previa liquidazione della totalità degli attivi presenti nel patrimonio del fondo medesimo; iv) il sottoscrittore che intende dismettere le proprie quote prima della scadenza non può chiederne il rimborso ma deve alienare a terzi le quote stesse. Tali peculiari caratteristiche del fondo comportano inevitabilmente una pianificazione, su base previsionale, dell'attività gestoria, poiché è questa a consentire che in un fondo chiuso siano rispettati l'orizzonte temporale e gli obiettivi di investimento, definiti nel prospetto di offerta, dati certamente decisivi per la scelta del risparmiatore.

La Corte d'Appello di Lecce ha definito i giudizi di opposizione avverso le sanzioni amministrative pecuniarie irrogate nel 2005 dal Ministero dell'economia nei confronti degli esponenti aziendali di Banca 121 per violazione degli obblighi di diligenza, correttezza e trasparenza nella prestazione dei servizi di investimento in relazione alla commercializzazione di 'piani finanziari' (*My Way* e *4You*) e prodotti compositi (BTP Tel e BTP *On Line*).

La Corte leccese ha *in primis* ritenuto che i cosiddetti 'piani finanziari', incorporanti un mutuo erogato dalla banca per l'acquisto di prodotti finanziari, dessero vita a un contratto atipico, la cui causa unificante in concreto si risolveva nel trasferimento al cliente dell'alea delle oscillazioni di valore di prodotti finanziari ad alto rischio. Sulla scorta di alcune decisioni della Suprema Corte rese nell'ambito di rapporti civilistici tra la banca e i propri clienti, la Corte d'Appello ha riconosciuto l'esistenza di un vero e proprio 'diritto vivente' che esclude tutela giuridica a contratti, quali per l'appunto i 'piani finanziari', oggettivamente caratterizzati da un notevolissimo squilibrio tra le prestazioni delle parti e connotati da elevatissimo rischio. In particolare, l'esistenza del mutuo rendeva praticamente impossibile smobilizzare l'investimento prima della scadenza, senza accusare forti perdite finanziarie. La lunghissima durata del mutuo (da un minimo di 15 anni a un massimo di 30 anni) avrebbe inoltre richiesto un'approfondita disamina delle condizioni economico-finanziarie del cliente e, quindi, una rigorosa applicazione della *know your customer rule*, cioè dell'obbligo per l'intermediario di proporre al cliente il prodotto finanziario più adatto alle sue esigenze.

Riguardo ai prodotti compositi (BTP Tel e BTP *On line*), la Corte ha individuato la violazione degli obblighi di correttezza e trasparenza nella scelta dell'intermediario di fare ricorso a una denominazione commerciale volutamente equivoca. Infatti, sebbene fosse vero che il cliente acquistava un titolo di Stato in contropartita diretta con la banca, la funzione di tali titoli era peraltro esclusivamente quella di garantire la banca dal rischio che il cliente non riuscisse ad adempiere agli obblighi derivanti da un'opzione *put* che, in forma non trasparente, era incorporata nel prodotto. La Corte ha ritenuto che la scelta della banca di commercializzare prodotti di tal specie si ponesse in nettissimo contrasto con l'obbligo di correttezza e trasparenza perché chiaramente preordinata a 'conquistare'

la fiducia dei risparmiatori con un messaggio ingannevole su una qualità del prodotto (la sicurezza dell'operazione finanziaria) in realtà assolutamente inesistente.

In materia di abusi di mercato, le Corti d'Appello di Trieste e di Venezia hanno escluso che l'art. 6, comma 2, del d.lgs. 72/2015, nella parte in cui ha dichiarato inapplicabile la quintuplicazione delle sanzioni pecuniarie introdotta ad opera dell'art. 39, comma 3, della legge 262/2005, abbia ridotto con effetto immediato le sanzioni previste dagli artt. 187-*bis* e 187-*ter* del Tuf.

Le Corti di merito hanno condiviso il richiamato orientamento della Corte di Cassazione per cui in tema di illeciti amministrativi l'adozione dei principi di legalità, irretroattività e divieto di analogia, di cui all'art. 1 della legge 689/1981, comporta l'assoggettamento del fatto alla legge del tempo del suo verificarsi, con conseguente inapplicabilità della disciplina posteriore eventualmente più favorevole.

In materia di abusi di mercato, inoltre, la Corte d'Appello di Milano si è pronunciata nel senso di ritenere applicabile la sanzione prevista dall'art. 185-*quinquies* del Tuf a un ente con sede societaria collocata al di fuori dello Stato italiano, qualora l'illecito amministrativo oggetto di contestazione sia stato commesso in Italia e sia comunque riferibile all'ente come persona giuridica.

In particolare la Corte è pervenuta a tale conclusione nel presupposto che «la disciplina introdotta dal legislatore con d.lgs. 231/2001, concerne una responsabilità dell'ente che affonda le proprie radici nella commissione di un illecito di natura penale da parte di un soggetto in posizione 'apicale' o 'subordinata' nella struttura della persona giuridica e realizzatosi anche per carenze nella struttura di controllo e vigilanza della stessa. La disposizione di cui all'art. 185-*quinquies* Tuf richiama questa responsabilità, e con essa tutti i principi applicativi della stessa, per il caso in cui venga commesso un illecito amministrativo di cui al medesimo capo del Tuf, da parte di soggetto interno all'ente». Nel caso di specie è stato ritenuto determinante il luogo di negoziazione dello strumento finanziario per l'applicazione della legge italiana in relazione all'illecito, cosiddetto 'presupposto', qualificabile come abuso di informazioni privilegiate, con conseguente piena applicabilità della sanzione *ex art. 185-quinquies* a carico dell'ente estero.

Nel 2016 il Tar Lazio, all'esito della fase di merito, con dispositivi pubblicati il 26 novembre 2016, ha respinto i ricorsi promossi dai soggetti promotori dell'offerta concorrente su azioni RCS, proposti per l'annullamento, previa sospensiva, del comunicato della Consob del 22 luglio 2016, con il quale l'Autorità, dopo aver esaminato le questioni denunciate negli esposti presentati dai medesimi soggetti, ha dichiarato di non ritenere sussistenti, allo stato, i presupposti per la sospensione cautelare, *ex art. 102, comma 6, lett. a)*, Tuf, dell'offerta pubblica di acquisto e scambio lanciata da Cairo Communication Spa sulle stesse azioni RCS, riservandosi al contempo ogni ulteriore accertamento sul punto.

Nelle motivazioni, depositate il 10 gennaio 2017, il Tar ha sostanzialmente condiviso la prospettazione della difesa della Consob in ordine alla legittimità della decisione dell'Autorità del 22 luglio, assunta sulla scorta delle verifiche e degli approfondimenti svolti dagli Uffici sino a quella data.

Il Tribunale Amministrativo, giudicando le censure proposte nel merito dai ricorrenti, ha, in estrema sintesi, ritenuto corretto e legittimo l'operato della Consob, sia con riferimento ai profili procedurali relativi all'adozione della decisione impugnata, sia con riferimento al contenuto della determinazione assunta, ritenuta quale «esercizio di un delicato potere cautelare discrezionale, temporalmente circoscritto, secondo una serie di apprezzamenti di fatto e di bilanciamenti rimessi alla discrezionalità della Consob, da riferirsi alla sussistenza dei presupposti per l'adozione di un provvedimento interdittivo/cautelare ai sensi dell'art. 102, comma 6, del Tuf».

Il Giudice Amministrativo ha ritenuto che le verifiche successivamente svolte dagli Uffici istruttori dell'Autorità, compendiate nella Relazione tecnica depositata in vista dell'udienza di merito (di cui lo stesso Giudice aveva posto l'incombente istruttorio a carico della Consob) abbiano confermato, in buona sostanza, il quadro (già ritenuto) dell'insussistenza, alla data del 22 luglio 2016, del 'fondato sospetto' delle violazioni denunciate dai ricorrenti.

Il Tar, invece, non ha assegnato alcun rilievo, per la decisione dei giudizi sottoposti al suo esame, alla prosecuzione delle indagini su alcuni specifici profili di interesse, preannunciata nella stessa Relazione, a fini eminentemente sanzionatori.

**Nel corso del 2016 sono stati definiti tre giudizi pendenti davanti a due diverse Corti d'Appello aventi ad oggetto la revisione effettuata su bilanci di società assicurative, nei quali l'attenzione si è incentrata, in modo particolare, sul lavoro di revisione svolto con specifico riguardo alla riserva sinistri RC Auto.**

In particolare, in due delle decisioni, l'una emessa dalla Corte d'Appello di Roma e l'altra dalla Corte d'Appello di Milano, è stata accolta l'impostazione dell'Istituto secondo cui, con riferimento a casi antecedenti alla riforma del Codice delle assicurazioni private, al revisore spettava comunque l'onere di chiarire le motivazioni che l'avevano portato a ritenere accettabili, rispetto a un giudizio complessivo di sufficienza delle riserve formulato dagli attuari (revisore e incaricato), eventuali deficit della riserva stimati da questi ultimi, nell'ipotesi in cui tali deficit fossero superiori alle soglie di materialità identificate in sede di pianificazione del lavoro di revisione.

La suddetta impostazione è stata, invece, respinta nella terza decisione (anch'essa emessa dalla Corte d'Appello di Milano), ad avviso della quale grava sul revisore l'onere di esprimersi in ogni caso in cui siano ravvisabili scostamenti rilevanti rispetto alle suddette soglie di materialità, ma soltanto nell'ipotesi in cui tali differenze possano essere considerate come non ragionevoli, con conseguente necessità di rettificare il bilancio.

Si segnala, in senso favorevole all'Istituto, la sentenza emessa dalla Corte d'Appello di Ancona in merito alle opposizioni promosse dagli esponenti aziendali e dal direttore generale di Banca delle Marche avverso le sanzioni irrogate per la mancata rappresentazione, nel prospetto di offerta delle azioni di nuova emissione della banca, pubblicato nel febbraio 2012, di talune informazioni rilevanti contenute in una lettera trasmessa dalla Banca d'Italia all'emittente, in violazione dell'art. 94, comma 2, del Tuf.

La Corte territoriale ha respinto le doglianze di natura procedurale formulate dai ricorrenti sia con riguardo al rispetto da parte della Consob del termine perentorio per la notifica delle contestazioni, ritenendo ragionevole, in base ai parametri indicati dalla giurisprudenza di legittimità, il tempo complessivamente impiegato dall'Autorità per il completamento dell'attività di acquisizione documentale, sia con riguardo al superamento del termine di conclusione del procedimento sanzionatorio, confermando il consolidato orientamento della Cassazione secondo cui tale termine non ha natura perentoria.

Nel merito, la Corte ha ritenuto che la delega specificamente conferita al presidente e al direttore generale ai fini della predisposizione del prospetto informativo non consentisse, nella vicenda in questione, ai soggetti chiamati a diverso titolo a vigilare sull'operato dei delegati (amministratori non esecutivi e sindaci) di esimersi dal verificare la rispondenza del documento da pubblicarsi alle prescrizioni recate dalla disciplina in materia di offerta; infatti, «il dovere di agire informati dei consiglieri non esecutivi non è rimesso, nella sua concreta operatività, alle segnalazioni provenienti dagli amministratori delegati giacché anche i primi essendo compartecipi delle decisioni assunte dall'intero consiglio, hanno l'obbligo di attivarsi in modo da poter utilmente ed efficacemente esercitare una funzione dialettica e di monitoraggio delle scelte compiute dagli organi esecutivi attraverso un costante flusso informativo, ciò non solo in vista della valutazione dei rapporti degli amministratori delegati, ma anche ai fini della diretta ingerenza nella delega attraverso l'esercizio dei poteri, di spettanza del consiglio di amministrazione, di direttiva e di avocazione».

All'esito dello svolgimento, in forma pubblica, delle udienze dei relativi giudizi in conformità con la norma transitoria recata dell'art. 6, comma 8, del d.lgs. 72/2015, la Corte d'Appello di Firenze ha definito la maggior parte dei ricorsi in opposizione presentati da esponenti aziendali di Banca Monte Paschi di Siena Spa e dalla stessa Banca, per l'annullamento delle delibere 18850 del 2 aprile 2014, 18856 del 9 aprile 2014 e 18924 del 21 maggio 2014 (con cui sono stati sanzionati illeciti in materia di svolgimento di servizi di investimento e di prospetti d'offerta relativi al periodo 2008-2013), confermando *in toto* il relativo impianto sanzionatorio della Consob.

I restanti giudizi di merito, sia avverso le medesime delibere sia avverso altre delibere sanzionatorie, sono ancora pendenti, in attesa della pronuncia della Corte Costituzionale sulla questione di legittimità costituzionale dell'art. 195 Tuf (nel testo *ante* d.lgs. 72/2015) 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 medesima Corte d'Appello ha, altresì, respinto giudizi di opposizione avverso la delibera Consob irrogativa di sanzioni amministrative per manipolazione del mercato in relazione alla cosiddetta 'vicenda Fresh'.

La Corte ha confermato, in proposito, l'intervenuta diffusione, mediante la pubblicazione della relazione semestrale di Banca Monte dei Paschi di Siena al 30 giugno 2008, di dati falsi relativi alla dimensione del patrimonio di base (*Tier 1*), del patrimonio supplementare (*Tier 2*), del patrimonio di vigilanza, nonché di dati falsi relativi alla misura dei coefficienti patrimoniali, suscettibili di fornire indicazioni false e fuorvianti in merito agli strumenti finanziari emessi dalla medesima Banca.

## 2 Il *ne bis in idem* in materia di abusi di mercato: la decisione della Corte Costituzionale e le rimessioni alla Corte di Giustizia UE

Con la sentenza 102 del 2016 la Corte Costituzionale ha dichiarato inammissibili, per «oscurità e incertezza del *petitum*», le questioni di costituzionalità degli artt. 187-*bis* e 187-*ter* del d.lgs. 58/1998, nonché dell'art. 649 del codice di procedura penale, sollevate dalla Quinta Sezione penale e dalla Sezione Tributaria civile della Corte di Cassazione per violazione dell'art. 117, primo comma, della Costituzione, in relazione all'art. 4 del Protocollo 7, della CEDU nella parte in cui ammettono la cumulabilità di sanzioni (formalmente) amministrative e penali per la medesima condotta.

Secondo la Consulta, la Corte di Cassazione non avrebbe sciolto i dubbi da essa stessa formulati «quanto alla compatibilità tra la giurisprudenza della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo e i principi del diritto dell'Unione Europea – sia in ordine alla eventuale non applicazione della normativa interna, sia sul possibile contrasto tra l'interpretazione del principio del *ne bis in idem* prescelta dalla Corte Europea dei Diritti dell'Uomo e quella adottata nell'ordinamento dell'Unione Europea, anche in considerazione dei principi delle direttive europee che impongono di verificare l'effettività, l'adeguatezza e la dissuasività delle sanzioni residue – dubbi che dovevano invece essere superati e risolti per ritenere rilevante e non manifestamente infondata la questione sollevata. Tali perplessità e la formulazione dubitativa della motivazione si riflettono, poi, sull'oscurità e incertezza del *petitum*, giacché il rimettente finisce per non chiarire adeguatamente la portata dell'intervento richiesto a questa Corte, ciò che costituisce ulteriore ragione di inammissibilità della questione sollevata».

All'esito della sentenza della Corte Costituzionale, la Sezione Tributaria della Cassazione ha rimesso alla Corte di Giustizia UE la questione pregiudiziale circa l'applicabilità, nella disciplina nazionale degli abusi di mercato, del principio del *ne bis in idem* sancito dall'art. 50 della Carta dei Diritti Fondamentali dell'UE, ai sensi del quale «Nessuno può essere

perseguito o condannato per un reato per il quale è già stato assolto o condannato nell'Unione a seguito di una sentenza penale definitiva conformemente alla legge».

La questione pregiudiziale di interpretazione del diritto dell'UE, sottoposta alla Corte di Giustizia, è stata formulata nei seguenti termini: i) «se la previsione dell'art. 50 CDFUE, interpretato alla luce dell'art. 4 prot. n. 7 CEDU, della relativa giurisprudenza della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo della normativa nazionale, osti alla possibilità di celebrare un procedimento amministrativo avente ad oggetto un fatto (condotta illecita di manipolazione del mercato) per cui il medesimo soggetto abbia riportato condanna penale irrevocabile»; ii) «se il giudice nazionale possa applicare direttamente i principi unionali in relazione al principio del *ne bis in idem*, in base all'art. 50 CDFUE, interpretato alla luce dell'art. 4 prot. n. 7 CEDU, della relativa giurisprudenza della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo e della normativa nazionale».

Anche la Seconda Sezione della Corte Suprema di Cassazione ha promosso, innanzi alla Corte di Giustizia UE, questione pregiudiziale afferente l'interpretazione dell'art. 50 della Carta in tema di *ne bis in idem*, chiedendo in particolare: i) «se l'art. 50 della Carta dei Diritti Fondamentali dell'Unione vada interpretato nel senso che in presenza di un accertamento definitivo dell'insussistenza della condotta che ha integrato l'illecito penale, sia precluso, senza necessità di procedere ad alcun ulteriore apprezzamento del giudice nazionale, l'avvio o la prosecuzione per gli stessi fatti di un ulteriore procedimento che sia finalizzato all'irrogazione di sanzioni che per la loro natura e gravità siano da qualificarsi penali»; ii) «se il giudice nazionale, nel valutare l'efficacia, proporzionalità e dissuasività delle sanzioni, ai fini del riscontro della violazione del principio del *ne bis in idem* di cui all'art. 50 della Carta dei Diritti Fondamentali dell'Unione, debba tener conto dei limiti di pena posti dalla direttiva 2014/57/UE».

### 3 La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto

Nel corso del 2016 la Corte d'Appello di Roma ha confermato due sentenze del Tribunale di Roma, ivi impugnate, con le quali le domande di risarcimento ex art. 2043 c.c., promosse da gruppi di risparmiatori nei confronti della Consob per omessa/negligente vigilanza nella cosiddetta vicenda SFA, erano state respinte per intervenuta prescrizione quinquennale ex art. 2947, comma 1, c.c. del diritto risarcitorio azionato.

In particolare, uniformandosi a principi di diritto più volte affermati in casi analoghi, la Corte d'Appello ha ribadito che, nel caso del fallimento di un intermediario, dalla sua dichiarazione di insolvenza decorre il termine quinquennale di prescrizione del diritto al risarcimento del danno da omessa vigilanza azionabile

(anche) nei confronti della Consob, perché è da quel momento che il danno patito deve ritenersi conosciuto o, quantomeno, conoscibile dai risparmiatori usando l'ordinaria diligenza, essendo, per contro, irrilevante quanto affermato dalla giurisprudenza in materia di cosiddetto 'danno lungolatente'.

La Corte d'Appello ha, altresì, escluso, in linea di continuità con orientamenti consolidati nella giurisprudenza di merito e confermati anche in sede di legittimità, 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, così come la possibilità di applicare all'azione civile risarcitoria promossa nei confronti dell'Istituto il più lungo termine di prescrizione previsto per i reati ascritti agli esponenti aziendali degli intermediari in seguito falliti.

Sul tema dell'interruzione della prescrizione, si segnala, peraltro, il contrastante principio affermato dalla stessa Corte d'Appello di Roma che, in un giudizio risarcitorio promosso nei confronti della Consob da soggetti che lamentavano il negligente esercizio dei poteri di vigilanza nei confronti dell'agente di cambio de Asmundis (e della Professione e Finanza Sim), sottoposti a procedure concorsuali nel 1996, ha ritenuto l'idoneità delle domande di insinuazione al passivo del fallimento degli intermediari a interrompere la prescrizione anche del diritto al risarcimento del danno fatto valere nei confronti dell'Istituto sulla base della mera prospettazione, da parte degli attori, di una responsabilità solidale della Consob con gli intermediari falliti ex art. 2055 c.c..

Nel merito, la Corte d'Appello ha affermato la responsabilità della Consob per omessa vigilanza, censurando il ritardo con cui essa eseguì un'ispezione presso l'agente di cambio e ravvisando il nesso di causalità tra l'omissione e il danno lamentato dagli attori sulla base della constatazione, meramente fattuale, che l'inizio dell'ispezione fu sufficiente a porre termine alle condotte penalmente illecite dell'agente di cambio dalle quali erano derivati i danni lamentati. La sentenza è stata gravata per cassazione dalla Consob.

Su questa stessa vicenda, va segnalato, ancora, che il Tribunale di Roma ha rigettato, sempre nel merito, le domande di risarcimento del danno formulate ex art. 2043 c.c. dagli attori in ragione dell'insussistenza della lamentata omissione di vigilanza della Consob.

Il Tribunale ha ribadito il principio secondo cui la responsabilità (di natura extracontrattuale) della Consob presuppone, tra l'altro, che essa abbia omesso di attivare i poteri nonostante fosse a conoscenza di – ovvero nella condizione di dover conoscere secondo la diligenza esigibile – indizi della violazione da parte del soggetto vigilato di norme di settore presidiate dalla sua vigilanza; il Tribunale ha altresì affermato l'ulteriore principio secondo cui sono risarcibili dalla Consob, in quanto riconducibili causalmente alla sua omissione di vigilanza, soltanto i danni derivanti da investimenti dei risparmiatori documentati da scritture private munite di data certa successiva al momento in cui si colloca la condotta colposamente omissiva dell'Istituto.

La Corte d'Appello di Roma ha inoltre confermato la sentenza di condanna della Consob, già pronunciata dal Tribunale di Roma, al risarcimento dei danni in relazione alla vicenda Girardi; la sentenza della Corte d'Appello è stata impugnata dalla Consob innanzi alla Corte di Cassazione.

Con una sentenza il Tribunale di Catania ha respinto le domande risarcitorie proposte da un risparmiatore nei confronti della Consob per omessa vigilanza su un intermediario bancario, anch'esso convenuto in giudizio.

Il Tribunale ha ritenuto fondata l'eccezione di difetto di legittimazione passiva sollevata dalla Consob in considerazione del fatto che le domande dell'attore di restituzione delle somme versate all'intermediario e di risarcimento del danno traevano origine tutte dal contratto di intermediazione mobiliare stipulato con l'intermediario e, dunque, da rapporti contrattuali rispetto ai quali «la Consob risulta essere estranea e terza».

In un giudizio nel quale gli attori avevano proposto azione di risarcimento del danno nei confronti, tra gli altri, della Consob, lamentando di essere stati indotti all'adesione a un'offerta pubblica di sottoscrizione di azioni propedeutica alla quotazione in borsa dalle false informazioni contenute nel prospetto informativo (vicenda Freedomland), il Tribunale di Milano ha rigettato le domande per difetto di prova del nesso di causalità tra le allegate falsità del prospetto e il danno lamentato.

Ribadito che l'onere della prova del nesso causale grava sui pretesi danneggiati «indipendentemente che si ragioni in termini di responsabilità extracontrattuale (come nel caso di specie), piuttosto che di responsabilità contrattuale o da contatto sociale» e a prescindere dall'accertamento della effettiva sussistenza delle falsità stesse, il Tribunale ha rilevato che gli attori non avevano provato di avere sottoscritto le azioni dopo avere letto il prospetto e di avere maturato la decisione di investimento proprio in ragione delle informazioni false in esso asseritamente contenute.

Gli attori, secondo la sentenza, avrebbero dovuto dimostrare, in primo luogo, di avere effettivamente richiesto la (perciò eventuale) consegna del prospetto informativo «e, ancor più in radice, di averne effettivamente dato lettura» e, in secondo luogo, quali fossero state le informazioni che erano state loro rese dall'intermediario. Secondo il Tribunale, poi, era ben possibile, in mancanza di ogni prova fornita sul punto dagli attori stessi (nonostante le contestazioni sul punto sollevate dai convenuti), che l'assunzione della decisione di investimento fosse stata presa in forza delle informazioni rese dall'intermediario e, finanche, che quest'ultimo potesse avere reso informazioni discordanti da quelle contenute nel prospetto.

Per completezza, il Tribunale di Roma ha accolto la domanda di risarcimento del danno proposta dalla Consob in relazione a dichiarazioni diffamatorie diffuse, anche tramite Twitter, da un ex Senatore della Repubblica e presidente di un'associazione di consumatori, che l'aveva

accusata di collusione con taluni operatori del mercato finanziario pure indicati come colpevoli di gravi illeciti.

Riconosciuta l'insindacabilità ex art. 68, primo comma, Cost. con riguardo alle dichiarazioni rese dal convenuto sino al momento in cui egli aveva rivestito la carica di Senatore, il Tribunale di Roma ha riconosciuto la portata diffamatoria di talune dichiarazioni rese successivamente alla scadenza del mandato parlamentare rilevando che la «parte convenuta non si è limitata ad esercitare il proprio diritto di critica, analizzando l'operato della Consob, ma ha fatto ricorso ad espressioni gratuitamente offensive, denigratorie, attribuendo alla parte attrice condotte illecite e moralmente disonorevoli» e che «per un ente quale la Consob – che è Autorità regolatrice e di controllo del mercato – essere indicato come soggetto che non solo non presiede al compito di vigilanza ma si rende "complice" di reati finanziari in danno dei piccoli risparmiatori comporta in sé un grave danno all'immagine e alla credibilità, il quale, come tale, deve essere risarcito».

# Le attività di supporto e la cooperazione internazionale IX

## 1 La gestione finanziaria

La spesa complessiva per l'esercizio 2016, pari a 124 milioni di euro, risulta incrementata di 8,1 milioni di euro rispetto al dato consuntivo dell'anno precedente (Tav. 64).

**Tav. 64 Schema riassuntivo delle entrate e delle spese**  
(dati consuntivi; milioni di euro)

| voci  | 2009         | 2010         | 2011         | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         | 2016 <sup>2</sup> |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|
| <b>ENTRATE</b>  |              |              |              |              |              |              |              |                   |
| avanzo di amministrazione <sup>1</sup>                                  | 11,5         | 6,5          | 14,5         | 14,3         | 18,3         | 13,7         | 14,0         | 15,0              |
| trasferimenti dallo Stato   | 7,9          | 1,0          | 0,4          | 0,4          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,3               |
| entrate da contributi di vigilanza                                      | 87,8         | 108,9        | 116,6        | 108,9        | 98,0         | 99,9         | 108,9        | 108,3             |
| entrate diverse   | 11,1         | 6,8          | 12,0         | 12,2         | 10,4         | 8,6          | 8,7          | 11,0              |
| <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> | <i>134,6</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          | 1,3               |
| spese per il personale  | 70,6         | 80,1         | 82,0         | 88,1         | 88,3         | 88,7         | 90,8         | 92,9              |
| spese per acquisizione di beni e servizi                                | 23,3         | 18,2         | 21,5         | 16,0         | 16,1         | 13,9         | 13,7         | 14,7              |
| oneri per ripristino e ampliamento immobilizzazioni                     | 4,0          | 3,9          | 3,6          | 3,7          | 4,8          | 5,7          | 5,0          | 9,8               |
| accantonamento al Fondo rischi connessi a ipotesi di risarcimento danni | 18,3         | 0,4          | 17,8         | 1,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0               |
| spese non classificabili  | 0,8          | 1,2          | 1,3          | 3,0          | 0,3          | 2,5          | 2,7          | 2,8               |
| <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> | <i>121,5</i>      |
| spese in conto capitale   | 3,2          | 2,8          | 1,4          | 4,4          | 3,3          | 0,8          | 2,9          | 2,5               |
| <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> | <i>124,0</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 2015, comprensivo dell'importo del Fondo pluriennale vincolato, è riportato tra le entrate 2016. <sup>2</sup> Dati provvisori di consuntivo.

In particolare, la spesa corrente (121,5 milioni di euro) è aumentata di 8,5 milioni di euro rispetto al dato di consuntivo 2015, per effetto delle maggiori spese per il personale e per acquisizione di beni e servizi, nonché degli accantonamenti al Fondo per la tutela stragiudiziale dei risparmiatori e degli investitori e al Fondo oneri per rinnovi contrattuali, compensati in parte dai minori accantonamenti ai fondi ripristino immobilizzazioni.

Sulla spesa corrente 2016 incide, inoltre, per due milioni di euro il trasferimento di risorse finanziarie a favore di altre autorità indipendenti (Garante per la protezione dei dati personali), introdotto dalla Legge di stabilità per il 2014.

La spesa in conto capitale (2,5 milioni di euro) è diminuita di 0,4 milioni di euro. Essa è ascrivibile essenzialmente alle acquisizioni di prodotti *hardware* e *software* e a interventi di manutenzione straordinaria sull'immobile di proprietà.

Le entrate complessive 2016, al netto dell'avanzo di amministrazione dell'anno precedente, risultano pari a 119,6 milioni di euro, di cui 11 milioni (9,2 per cento) riferibili a entrate diverse (essenzialmente interessi attivi, utilizzo fondi ripristino immobilizzazioni e somme liquidate a favore dell'Istituto da provvedimenti giudiziari), 108,3 milioni (90,6 per cento) ai contributi di vigilanza e 0,3 milioni al trasferimento da parte dello Stato destinato al finanziamento del Fondo per la tutela stragiudiziale dei risparmiatori e degli investitori.

Le entrate contributive sono riferite prevalentemente alle categorie dei soggetti che sollecitano il pubblico risparmio, emittenti, intermediari (banche, Sim e agenti di cambio) e società di revisione e dei revisori legali (Tav. 65).

**Tav. 65 Contribuzioni per categoria di soggetti vigilati**  
(dati consuntivi; milioni di euro)

|      | Sim e<br>agenti di<br>cambio | banche | società di<br>revisione e<br>revisori<br>legali | consulenti<br>finanziari | organismi<br>di mercato <sup>1</sup> | emittenti | Oicr <sup>2</sup> | soggetti che<br>sollecitano il<br>pubblico<br>risparmio | altri | <i>totale entrate<br/>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>                           |
| 2016 | 2,8                          | 18,6   | 12,2  | 5,1                      | 5,5                                  | 26,5      | 12,5              | 23,3  | 1,8   | <i>108,3</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 dei Consulenti Finanziari. <sup>2</sup> Incluso il contributo di vigilanza per le gestioni individuali svolte dalle Sgr.

## 2 L'assetto organizzativo e funzionale interno

Nel corso del 2016 un'innovazione organizzativa di particolare rilievo è stata rappresentata dalla costituzione dell'Organismo di risoluzione stragiudiziale delle controversie tra risparmiatori e intermediari, il cosiddetto Arbitro per le controversie finanziarie (ACF; si veda anche il precedente Capitolo VI 'L'attività regolamentare').

Il d.lgs. 130/2015 che ha dato attuazione alla Direttiva Alternative Dispute Resolution (ADR), infatti, ha incaricato l'Istituto di predisporre la normativa di attuazione per l'istituzione e la disciplina di un organismo per la risoluzione extragiudiziale delle controversie, sulla falsariga di quanto stabilito dall'art. 128-*bis* del Testo unico bancario in relazione all'istituzione dell'Arbitro bancario finanziario da parte della Banca d'Italia.

L'ACF è un organismo di risoluzione stragiudiziale delle controversie tra investitori *retail* e intermediari in caso di violazione degli obblighi di diligenza, correttezza, informazione e trasparenza nella prestazione dei servizi di investimento o del servizio di gestione collettiva del risparmio. L'attività dell'ACF si caratterizza per la totale gratuità dei ricorsi per i risparmiatori nonché per la rapidità delle decisioni, che saranno assunte entro sei mesi e che, quando l'ACF riconoscerà le ragioni dei risparmiatori, stabiliranno gli adempimenti a cui gli intermediari sono tenuti a ottemperare.

I risparmiatori, dopo il reclamo dinanzi all'intermediario, possono fare ricorso all'Organismo chiedendo risarcimenti non superiori a 500 mila euro per danni di natura patrimoniale che siano conseguenza immediata e diretta dell'inadempimento o della violazione degli obblighi da parte dell'intermediario. Questi è obbligato ad aderire all'ACF, che assicura imparzialità, indipendenza e rapidità di giudizio, senza costi per il ricorrente e obbligo di assistenza legale.

Il collegio dell'ACF è composto dal presidente e da quattro membri scelti tra persone di specifica competenza ed esperienza, indiscussa indipendenza e onorabilità e in possesso di specifici requisiti di professionalità.

A supporto dell'Organismo è stata altresì istituita, in seno alla Consob, la Segreteria tecnica dell'Arbitro per le controversie finanziarie. Tale unità organizzativa cura gli adempimenti necessari per la costituzione e il funzionamento del collegio, l'ordinato e corretto svolgimento dei procedimenti (compresa la trattazione delle controversie *online* e la definizione dei contenuti del sito web) e la stesura della relazione annuale dell'ACF.

Nel corso dell'anno la Commissione ha altresì avviato una riflessione circa possibili evoluzioni del proprio assetto organizzativo. Uno dei primi esiti delle valutazioni svolte è stata la costituzione della Divisione Infrastrutture Informative con l'obiettivo di incrementare la capacità di previsione dei trend tecnologici, accentrare le risorse e le competenze informatiche dell'Istituto, potenziare i controlli sui costi dei progetti e dell'*outsourcing*. Tale provvedimento ha consentito di semplificare la struttura della Divisione Ammini-

strazione, unità organizzativa deputata alla gestione delle attività di *back office* dell'Istituto (per maggiori dettagli si veda il successivo paragrafo 4).

In ordine alle modalità di svolgimento delle prestazioni lavorative, dal mese di gennaio 2016 è stata introdotta una disciplina improntata su un'ampia flessibilità dell'orario di lavoro, che mira a realizzare la giusta sintesi tra benessere organizzativo ed efficienza.

In particolare, sono stati introdotti nuovi regimi orari (concentrato, multiperiodale e personalizzato), che si affiancano all'orario di lavoro standard, nuove fasce di flessibilità in ingresso e nuove forme di lavoro a distanza. Tali istituti pongono la Consob in linea con i più moderni indirizzi in tema di *smart working*.

Al fine di disciplinare le attività relative all'attuazione dell'art. 22, comma 7, del d.l. 90/2014 (convertito nella legge 114/2014), la Consob e l'Autorità garante della concorrenza e del mercato (AGCM) hanno sottoscritto l'Accordo finalizzato a definire le attività e le procedure da gestire congiuntamente per l'anno 2016, facendo seguito alla convenzione stipulata a fine 2014 e ai conseguenti accordi attuativi del 2015.

In attuazione di detto Accordo, con riguardo alle procedure di acquisizione di beni e servizi, Consob e AGCM hanno gestito congiuntamente tre richieste di offerta sul MePA (Mercato elettronico della Pubblica Amministrazione).

Hanno avuto esecuzione, inoltre, i due contratti di rilevanza comunitaria (tuttora in corso di esecuzione) stipulati all'esito dell'espletamento delle procedure congiunte avviate nel corso del 2015 in attuazione della richiamata Convenzione e dei relativi accordi attuativi, ossia una gara comunitaria congiunta per l'affidamento del servizio avente ad oggetto il piano di assistenza sanitaria per il personale in servizio e in quiescenza della Consob e dell'AGCM, e per i rispettivi nuclei familiari, e una gara comunitaria congiunta per l'affidamento del servizio di coperture assicurative *All Risks* e RCT/O a favore della Consob e dell'AGCM.

Con specifico riguardo all'attività negoziale dell'Istituto, si è dato corso alla pianificazione biennale (triennale in caso di lavori) delle acquisizioni prescritta dall'art. 21 del nuovo Codice degli appalti (d.lgs. 50/2016) e alla conseguente pubblicazione della stessa nella sezione del sito 'Autorità trasparente – Bandi di gara e contratti', in attuazione delle linee-guida dell'Autorità nazionale anticorruzione (ANAC), adottate con la delibera 1310 del 28 dicembre 2016.

In linea con quanto previsto ex art. 22 d.l. 90/2014 e sulla scorta della Convenzione stipulata nel 2015 tra le autorità indipendenti per lo svolgimento di concorsi, anche nel 2016 le varie *authority* hanno dato comunicazione dei concorsi in fase di attivazione in modo da consentire l'eventuale individuazione di profili di interesse comune a fronte dei quali avviare concorsi congiunti.

Nel corso dell'anno, infine, è proseguita l'attività di mappatura dei processi dell'Istituto, con l'obiettivo di consentire sia l'individuazione di eventuali criticità di natura organizzativa e degli interventi utili per fronteggiarle sia la valutazione dei rischi di corruzione ai quali è potenzialmente esposto l'Istituto e la definizione delle misure più idonee a mitigarli.

Con riferimento ai rischi di corruzione, si è conclusa la mappatura delle fasi e la valutazione dell'esposizione al rischio corruttivo dei processi afferenti le cosiddette aree generali, che l'aggiornamento del Piano nazionale anticorruzione dell'ottobre 2015 individua come esposti a maggior rischio corruttivo. Oltre ai processi relativi al personale e alle acquisizioni di beni, servizi e lavori (inizialmente compresi nelle cosiddette aree comuni e obbligatorie), sono inclusi in tale novero anche i processi concernenti: la gestione delle entrate, delle spese e del patrimonio; controlli, verifiche, ispezioni e sanzioni; incarichi e nomine; affari legali e contenzioso.

Con particolare riguardo all'area dei controlli, verifiche, ispezioni e sanzioni si è ritenuto di poter assimilare i processi afferenti alle cosiddette 'verifiche' a quelli tipici dell'azione di vigilanza dell'Istituto, in considerazione delle peculiarità istituzionali dell'Istituto. Le attività relative a ispezioni, sanzioni e deliberazioni, invece, non rappresentano nella mappatura Consob processi *ad hoc*, bensì fasi potenzialmente presenti in quasi tutti i processi.

Nonostante la valutazione complessiva dell'esposizione al rischio di corruzione dei processi non abbia rivelato una situazione critica, è stata condotta una puntuale valutazione dei rischi ai quali sono potenzialmente esposti tutti i processi (e le relative fasi) che afferiscono alle aree cosiddette generali. Tale scelta può consentire all'Istituto di avviare un monitoraggio sull'efficacia del sistema di prevenzione in essere su tali processi, rappresentanti gli ambiti di azione dell'Istituto maggiormente esposti al rischio reputazionale.

Nell'ambito del sistema di prevenzione della corruzione, inoltre, è stata data attuazione agli impegni assunti nel programma di attività previsto nel primo aggiornamento del Piano triennale di prevenzione della corruzione (triennio 2016-2018), approvato a fine 2015. Tali impegni sono stati inseriti nel ciclo di pianificazione operativa annuale dell'Istituto.

In particolare, in linea con i numerosi orientamenti normativi emanati in corso d'anno, è stata data enfasi alla revisione dell'approccio al tema della trasparenza, adeguando l'insieme degli obblighi pubblicitari e le procedure interne di pubblicazione. Il d.lgs. 97/2016 e il Piano nazionale anticorruzione 2016 hanno previsto l'unificazione in capo a un unico soggetto dei due ruoli di Responsabile della Prevenzione della Corruzione e di Responsabile della Trasparenza; pertanto, in data 13 dicembre 2016 la Commissione ha adottato la delibera 19816, affidando al Segretario Generale anche i compiti di Responsabile della Trasparenza.

Una consistente mole di formazione *on the job* è stata svolta altresì con tutte le unità organizzative dell'Istituto coinvolte nell'attività di mappatura delle fasi dei processi e nella relativa valutazione del rischio corruttivo.

Tra le altre iniziative, si segnalano la definizione della procedura interna per l'inoltro di segnalazioni in materia di corruzione e cattiva amministrazione da parte del personale Consob (cosiddetto *whistleblowing*).

È stato inoltre elaborato il testo standard di Patto di integrità. Dal gennaio 2017, pertanto, le procedure di acquisizione esperite dalla Consob dovranno contenere nel Capitolato standard la clausola del patto di integrità, che dovrà essere sottoscritto dai partecipanti alle procedure.

### 3 La gestione delle risorse umane

A fine 2016 l'organico dell'Istituto si è attestato a 603 unità di personale, tre in meno rispetto all'anno precedente a fronte di dieci cessazioni dal servizio e sette assunzioni intervenute in corso d'anno (Tav. 66 e Tav. 67).

In attuazione della previsione dell'art. 2, comma 4-*duodecies*, della legge 80/2005, nel testo modificato dall'art. 1, comma 166, della legge 228/2012, e successive modificazioni, nel corso dell'anno sono stati inquadrati in ruolo 39 dipendenti assunti con contratto di lavoro subordinato a tempo determinato.

Sono stati assunti, inoltre, i candidati rivenienti da due procedure concorsuali bandite in anni precedenti e destinate a categorie protette. Si è altresì dato avvio alle attività istruttorie per la realizzazione di ulteriori procedure concorsuali che si svolgeranno nel 2017 e che consentiranno un potenziamento del personale delle strutture di vigilanza.

**Tav. 66 Il personale**  
(dati al 31 dicembre)

|      | dipendenti di ruolo |                    |                               | totale | dipendenti a tempo determinato <sup>1</sup> | 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  | 618    |
| 2014 | 349                 | 198                | 13                            | 560    | 54  | 614    |
| 2015 | 365                 | 180                | 13                            | 558    | 48  | 606    |
| 2016 | 400                 | 183                | 13                            | 596    | 7   | 603    |

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. <sup>1</sup> Il dato include il personale distaccato da altre amministrazioni.

**Tav. 67 Distribuzione del personale per qualifica e unità organizzativa**  
(dati al 31 dicembre 2016)

| unità organizzativa   | dirigenti | funzionari | impiegati  | altro <sup>1</sup> | <i>totale</i> |
|---|-----------|------------|------------|--------------------|---------------|
| Direzione Generale  | 2         | 8          | 9          | 2                  | 21            |
| Segretario Generale   | 1         | 1          | 2          |                    | 4             |
| Avvocato Generale   | 1         |            |            |                    | 1             |
| Arbitro per le Controversie Finanziarie                     | 1         |            |            |                    | 1             |
| Consulenza Legale   | 7         | 24         | 6          |                    | 37            |
| Uffici non coordinati nell'ambito di Divisioni <sup>2</sup> | 7         | 40         | 41         | 1                  | 89            |
| <b>Divisioni</b>  |           |            |            |                    |               |
| Informazione Emittenti                                      | 4         | 27         | 12         |                    | 43            |
| Corporate Governance  | 7         | 25         | 9          |                    | 41            |
| Mercati   | 9         | 43         | 21         |                    | 73            |
| Intermediari  | 4         | 53         | 21         |                    | 78            |
| Ispettorato   | 4         | 34         | 5          |                    | 43            |
| Studi   | 4         | 19         | 9          | 1                  | 33            |
| Amministrazione   | 9         | 21         | 33         | 9                  | 72            |
| Infrastrutture Informative                                  | 4         | 19         | 9          |                    | 32            |
| Strategie Regolamentari                                     | 1         | 8          | 3          |                    | 12            |
| Tutela del Consumatore                                      | 5         | 11         | 6          | 1                  | 23            |
| <i>totale</i>   | <i>70</i> | <i>333</i> | <i>186</i> | <i>14</i>          | <i>603</i>    |

Fonte: Consob. I dipendenti a tempo determinato e quelli distaccati da altre amministrazioni sono distribuiti nelle qualifiche secondo la relativa equiparazione. <sup>1</sup> La voce 'altro' comprende il personale della carriera dei servizi generali. <sup>2</sup> Uffici non coordinati nell'ambito delle Divisioni.

Per quanto riguarda le modalità lavorative, nel corso del 2016 il numero delle posizioni di telelavoro si è portato a 32 (24 nell'anno precedente), di cui 27 presso la sede di Roma, distribuite presso 12 unità organizzative.

Quanto alla formazione del personale, sono state privilegiate le iniziative su tematiche di interesse collettivo e specialistico svolte all'interno dell'Istituto, anche con l'intervento di docenti esterni e dirette ad ampie categorie di dipendenti. Si è inoltre fatto ricorso frequentemente alla modalità di fruizione in video *streaming*, ottenendo benefici apprezzabili in termini di contenimento dei costi senza pregiudicare la qualità e la continuità dell'attività formativa.

Nell'ambito della gestione delle risorse umane, nel corso del 2016, si è dato avvio a un confronto con le Organizzazioni Sindacali per il varo di una riforma delle carriere e del trattamento del personale.

Tale riforma, connotata da logiche meritocratiche, premierà aspetti quali l'efficienza, la professionalità, la managerialità e la capacità di conseguire obiettivi, sia in termini retributivi sia dal punto di vista dell'inquadramento. Essa consentirà, peraltro, anche di rimuovere alcune rigidità regolamentari e gestionali ostative a una efficace valorizzazione delle risorse più preparate e meritevoli a tutti i livelli. Ridimensionando il ruolo di selezione interna delle risorse, più attenta all'anzianità di

servizio e alla preparazione teorica, la riforma punta alla valutazione decentrata del lavoro svolto dal personale, basata sull'osservazione diretta da parte del proprio responsabile. I responsabili dovranno acquisire maggiori competenze sul piano della gestione delle risorse, venendo valutati anche in relazione alle capacità concretamente dimostrate in questo tipo di attività manageriale.

Per effetto della riforma, l'organizzazione del lavoro sarà meno gerarchica e maggiormente in linea con i moderni trend gestionali, più attenti ai risultati che alle posizioni e al protagonismo individuale nella crescita professionale; tutto ciò grazie a un sistema di mobilità e di *job rotation* consentiti dall'impiego di strumenti di selezione interna quali il *job posting* e l'assegnazione di incarichi a tempo determinato con procedure di *vacancy* pubbliche e trasparenti.

Il 2016 è stato caratterizzato dall'avvio del rapporto di collaborazione con diversi atenei, distribuiti su tutto il territorio nazionale e tra i più attivi nel campo della ricerca delle discipline di interesse istituzionale.

Il fine perseguito è stato quello di definire, anche attraverso la formalizzazione di apposite convenzioni: i) percorsi congiunti di studio e di collaborazione attraverso lo strumento di tirocini curriculari ed extra-curriculari di gruppi di lavoro e sessioni formative, volti a implementare progetti afferenti all'area di studi giuridico-economici; ii) progetti speciali nel campo della digitalizzazione dei processi di intermediazione finanziaria nonché della ricostruzione del quadro normativo europeo e domestico nelle materie di interesse Consob; iii) altri progetti volti al supporto e allo sviluppo dell'educazione finanziaria.

## 4 I sistemi informativi

Nel 2016 sono state intraprese una serie di iniziative tecniche e di natura organizzativa volte a migliorare le performance dei sistemi informativi dell'Istituto, in considerazione della crescente importanza e trasversalità degli stessi nell'operatività della Consob.

All'ambito organizzativo sono riconducibili: il riassetto del settore informatico dell'Istituto, con l'istituzione della Divisione Infrastrutture Informative (delibera 19824 del 21 dicembre 2016); l'avvio di un programma di formazione diretto a riqualificare il personale assegnato al settore informatico; la pianificazione di un programma di potenziamento del settore stesso, attraverso l'ingresso di personale da selezionare tra risorse qualificate e dotate di specifica competenza nell'ambito di progettazione e sviluppo informatici.

In merito alle iniziative di natura tecnica, il Piano per lo sviluppo informatico d'Istituto per l'anno 2017 ha individuato tre macro aree di aggregazione, identificabili nelle infrastrutture per la vigilanza, amministrative e generali. Tali infrastrutture sono a loro volta rispondenti,

rispettivamente, ai macro obiettivi concernenti la semplificazione e automazione dei processi operativi a supporto della vigilanza, la razionalizzazione del parco applicativo e infrastrutturale e l'ottimizzazione della spesa, da realizzarsi anche grazie alla standardizzazione e al riuso delle componenti e dei servizi tecnici comuni.

L'evoluzione del quadro normativo, domestico ed europeo, ha reso necessario l'adeguamento dei sistemi informativi e dei database a supporto delle attività istituzionali.

In particolare, la Direttiva MiFID II comporta l'adeguamento delle applicazioni di supporto all'analisi delle informazioni acquisite attraverso il nuovo sistema di *transaction reporting*, in relazione al quale una prima fase progettuale di acquisizione e caricamento dei dati è stata completata nel 2016. Nell'anno in corso è previsto lo sviluppo di sistemi funzionali a consentire la vigilanza sul corretto e tempestivo adempimento degli obblighi di *transaction reporting* e l'adeguamento delle applicazioni per la rilevazione dei *position limits* e *position reporting*, soprattutto mediante l'impiego di risorse interne. Durante l'anno inoltre si prevede: i) 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 di incrementare la capacità di individuare e prevenire i casi di potenziale abuso di mercato; ii) 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 dal Regolamento EMIR; iii) l'ampliamento del set documentale e informativo (relativamente al Key Information Document) raccolto e reso disponibile per l'attività di vigilanza informativa sull'offerta di prodotti finanziari assicurativi, al fine di applicare la normativa sui PRIIPs.

Nell'area dei sistemi informativi amministrativi, sono state completate gran parte delle attività pluriennali per la realizzazione del sistema di *data warehouse* istituzionale, basato sull'integrazione delle basi dati operazionali e sull'aggregazione del patrimonio informativo dell'Istituto, al fine di consentire un'analisi anche tramite strumenti di *business intelligence*.

Sono stati realizzati, inoltre, sistemi per la gestione del contenzioso legale e per la sua integrazione con altri sistemi d'Istituto, per la gestione della contabilità finanziaria e per la gestione dell'amministrazione del personale, prevedendo la prosecuzione dell'attività per la gestione dematerializzata della modulistica. In relazione ai sistemi per la gestione della contabilità finanziaria, nel 2017 proseguiranno le attività di aggiornamento tecnico della relativa piattaforma e saranno attivate nuove funzionalità connesse con le attività di programmazione, pianificazione e *reporting*, anche al fine di ottemperare agli obblighi di trasparenza.

È stata altresì completata la realizzazione del nuovo sito internet per il quale sono previste, nel 2017, attività di sviluppo tramite il potenziamento degli attuali motori di ricerca e la maggiore automatizzazione delle attività di

pubblicazione relative alla sezione denominata 'Autorità trasparente' nonché delle attività finalizzate al miglioramento dell'area del sito dedicata all'*investor education*.

Durante l'anno è stato realizzato il sistema informatico per le attività dell'Arbitro per le controversie finanziarie (ACF), operativo dal 9 gennaio 2017.

Per tale sistema, attraverso il quale sono già pervenute numerose istanze da parte dei soggetti interessati al processo di risoluzione extragiudiziale delle controversie (si veda il Capitolo VII 'La tutela dell'investitore'), sono previsti interventi adeguativi e migliorativi, con particolare riferimento all'applicazione web destinata al personale della Segreteria tecnica, unità organizzativa della Consob competente per la gestione delle istanze presentate e per il supporto al presidente e ai membri del collegio giudicante.

Tra i progetti relativi ai sistemi informativi generali assume particolare importanza quello finalizzato a dotare l'Istituto di un sistema di *disaster recovery*, in attuazione dell'art. 50-bis del Codice dell'amministrazione digitale.

La fase realizzativa di tale progetto è in corso, dal 2016, con la predisposizione dell'infrastruttura tecnica e logistica destinata a ospitare il sito di *disaster recovery* presso la sede di Milano e la definizione delle procedure operative del sito stesso. Parallelamente alle attività di realizzazione dei relativi impianti, sono state acquisite le apparecchiature di rete e i nuovi server destinati a ospitare le applicazioni dell'Istituto. Nel 2017 si proseguirà con la configurazione degli opportuni sistemi di monitoraggio, gestione e aggiornamento dei sistemi del sito di *disaster recovery*, al fine di assicurare la continuità dei servizi informatici a supporto dell'operatività dell'Istituto anche a seguito di eventi che possano determinarne l'interruzione o il degrado.

## 5 Le relazioni con l'esterno, convegni e studi

Nel corso del 2016 l'attività di relazione con il pubblico e i risparmiatori è stata, come di consueto, significativa. Il sito internet si è confermato lo strumento principale della comunicazione istituzionale con l'esterno.

Il numero elevato di accessi, in linea con gli anni passati, conferma l'importanza che lo strumento riveste per l'acquisizione di dati e informazioni da parte sia degli operatori (ai quali è dedicata la sezione denominata 'servizi per gli operatori') sia di studenti, studiosi e risparmiatori, destinatari delle sezioni 'la Consob e le sue attività' ed 'educazione finanziaria' (Tav. 68).

Le richieste scritte di assistenza nonché le segnalazioni su vicende riguardanti operazioni societarie e del mercato risultano in aumento rispetto agli anni precedenti.

Delle oltre 2.000 richieste pervenute 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 sia telefonicamente sia attraverso la posta elettronica e quella ordinaria (Tav. 69).

**Tav. 68 Accessi alle pagine del sito internet**  
(migliaia di accessi)

| pagine                            | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| home page (novità)                | 1.873 | 1.819 | 1.275 | 1.305 | 1.178 | 904   | 1.601 | 1.505 |
| per i risparmiatori               | 173   | 193   | 199   | 180   | 159   | 220   | 460   | 475   |
| per i soggetti vigilati           | 309   | 388   | 322   | 340   | 271   | 218   | 380   | 390   |
| per i giornalisti                 | 12    | 12    | 5     | 6     | 4     | 5     | 9,5   | 9     |
| la Consob                         | 1.454 | 1.254 | 1.154 | 1.160 | 968   | 703   | 705   | 680   |
| emittenti                         | 3.679 | 3.275 | 3.177 | 3.119 | 2.706 | 1.283 | 1.883 | 1.785 |
| intermediari e mercati            | 1.020 | 1.121 | 1.090 | 1.088 | 988   | 771   | 987   | 957   |
| decisioni della Consob/Bollettino | 968   | 935   | 977   | 982   | 891   | 476   | 531   | 612   |
| regolamentazione                  | 1.906 | 2.127 | 2.065 | 2.100 | 1.618 | 730   | 1.436 | 1.341 |
| pubblicazioni e comunicati        | –     | –     | 191   | 188   | 126   | 55    | 45    | 195   |
| altri siti                        | 209   | 9     | 4     | 4     | 5     | 3     | 9     | 10    |
| motore di ricerca unico           | 209   | 196   | 116   | 112   | 147   | 57    | 31    | 15    |
| aiuto e mappa del sito            | 15    | 16    | 9     | 10    | 7     | 4     | 19    | 57    |
| area interattiva                  | 44    | 97    | 51    | 54    | 36    | 36    | 35    | 36    |
| versione in lingua inglese        | 845   | 290   | 322   | 340   | 343   | 532   | 762   | 901   |
| autorità trasparente <sup>1</sup> | –     | –     | –     | –     | –     | 168   | 229   | 241   |

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. 69 Richieste di documentazione e informazioni relative all'attività dell'Istituto**

|      | richiedenti                           |  |        | oggetto della richiesta            |  |                     |       | totale |
|------|---------------------------------------|--|--------|------------------------------------|--|---------------------|-------|--------|
|      | investitori e operatori istituzionali | risparmiatori, studenti e altri soggetti | totale | delibere, comunicazioni, prospetti | testi integrati di leggi e regolamenti | dati e informazioni | altro |        |
| 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  |
| 2016 | 548                                   | 1.502                                    | 2.050  | 210                                | 230                                    | 1.160               | 450   | 2.050  |

Fonte: Consob.

Per quanto riguarda l'attività di studio, nel corso dell'anno sono stati pubblicati: il rapporto di analisi congiunturale dei mercati finanziari (*Risk outlook*); il quinto numero del Rapporto sulla *corporate governance* delle società quotate italiane, che contiene dati su assetti proprietari, organi sociali, assemblee e operazioni con parti correlate degli emittenti quotati italiani; il secondo numero del Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane, che fornisce evidenze in merito alle scelte di investimento dei risparmiatori italiani alla luce dei relativi modelli decisionali, livello di conoscenze finanziarie e attitudini comportamentali. È stato altresì pubblicato il Bollettino statistico, documento a cadenza semestrale che contiene dati sui fenomeni di interesse dell'Istituto basati su segnalazioni statistiche di vigilanza.

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 diritto.

Il Quaderno giuridico n. 11, *Business judgement rule e mercati finanziari. Efficienza economica e tutela degli investitori*, si occupa dei limiti e dei criteri rispetto ai quali è possibile sottoporre a scrutinio in sede giudiziale il merito delle scelte degli amministratori di società per azioni, ponendo a confronto tra loro la regola giurisprudenziale utilizzata negli USA con la disciplina sviluppatasi nei paesi di *civil law* europei e in particolare in Italia. È stato altresì pubblicato il *Position paper* n. 6, *L'equity-crowdfunding. Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi*, nato dalla collaborazione tra la Consob e il Consiglio Nazionale Dottori Commercialisti e Esperti Contabili, con l'obiettivo di diffondere la conoscenza delle caratteristiche e delle peculiarità di un'operazione di *equity crowdfunding* e delle relative opportunità di utilizzo da parte dei diversi attori della filiera produttiva. Il Quaderno giuridico n. 10, *Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria. Dai bulbi di tulipani ai mutui sub-prime*, analizza in una prospettiva storica le tappe dell'evoluzione della regolamentazione dell'innovazione finanziaria e dei derivati, mostrando come queste siano coincise con grandi crisi finanziarie a cui hanno fatto seguito profonde recessioni economiche. Il *Discussion Paper* n. 6, *La qualità della regolazione nell'esperienza della Consob. Dalla misurazione degli oneri amministrativi al ciclo della valutazione. Il caso dell'equity crowdfunding*, illustra le implicazioni di *policy* relative alle modalità di attuazione degli strumenti della *better regulation*. Infine, il Quaderno di finanza n. 83, *Financial advice seeking, financial knowledge and overconfidence. Evidence from the Italian market*, studia le determinanti della domanda di consulenza finanziaria e, in particolare, la relazione tra conoscenze finanziarie, effettive e percepite, e la domanda di consulenza.

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 di Milano nonché *workshops* su specifici temi di interesse istituzionale.

## 6 La cooperazione internazionale

Nel 2016 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.

**Tav. 70 Scambio di informazioni fra Consob e autorità di vigilanza estere**

| oggetto   | 2009      | 2010      | 2011      | 2012       | 2013       | 2014       | 2015       | 2016       |
|---|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Richieste di informazioni ad autorità estere</b>                                   |           |           |           |            |            |            |            |            |
| abuso di informazione privilegiata  | 23        | 20        | 27        | 16         | 12         | 21         | 65         | 68         |
| manipolazione dei prezzi di valori mobiliari  | 14        | 23        | 18        | 14         | 11         | 15         | 10         | 12         |
| sollecitazione e attività di intermediazione abusive                                  | 3         | 10        | 14        | 33         | 42         | 26         | 27         | 21         |
| trasparenza e informativa societaria  | 1         | 8         | --        | --         | 2          | 1          | 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          | 1          |
| violazione regole di condotta   | 3         | 3         | 1         | 1          | 8          | 3          | 3          | 1          |
| transaction reporting ex art. 25 MiFID  | 1         | --        | --        | --         | --         | 0          | 0          | --         |
| vendite allo scoperto   | 6         | 4         | --        | --         | --         | 2          | 1          | 8          |
| richieste dirette a <i>remote member</i> ex art. 57 MiFID                             | 2         | 5         | 24        | 67         | 97         | 70         | 51         | 89         |
| stabilimento di succursale di impresa di investimento comunitaria in Italia           | --        | --        | --        | --         | --         | 5          | 8          | 7          |
| <i>totale</i>   | <i>55</i> | <i>82</i> | <i>90</i> | <i>133</i> | <i>174</i> | <i>145</i> | <i>170</i> | <i>208</i> |
| <b>Segnalazioni ad autorità estere</b>  |           |           |           |            |            |            |            |            |
| operazioni sospette   | 6         | 9         | 5         | 9          | 3          | 9          | 12         | 23         |
| <i>unsolicited assistance</i>   | --        | --        | --        | --         | --         | 20         | 16         | 23         |
| <i>totale</i>   | <i>6</i>  | <i>9</i>  | <i>5</i>  | <i>9</i>   | <i>3</i>   | <i>29</i>  | <i>28</i>  | <i>46</i>  |
| <b>Richieste di informazioni da autorità estere</b>                                   |           |           |           |            |            |            |            |            |
| abuso di informazione privilegiata  | 5         | 9         | 11        | 9          | 7          | 17         | 15         | 21         |
| manipolazione dei prezzi di valori mobiliari  | 2         | 4         | 5         | 5          | 1          | 3          | 2          | 1          |
| sollecitazione e attività di intermediazione abusive                                  | 8         | 6         | 4         | 2          | 1          | 2          | 1          | 2          |
| trasparenza e informativa societaria  | 1         | 2         | 3         | --         | --         | --         | 1          | 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         | 43         |
| violazione regole di condotta   | 2         | 5         | --        | 1          | --         | --         | --         | --         |
| transaction reporting ex art. 25 MiFID  | --        | --        | --        | --         | --         | --         | --         | --         |
| vendite allo scoperto   | --        | --        | --        | --         | --         | --         | --         | --         |
| richieste dirette a <i>remote member</i> 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>  | <i>68</i>  |
| <b>Segnalazioni da autorità estere</b>  |           |           |           |            |            |            |            |            |
| operazioni sospette   | 5         | 8         | 11        | 22         | 41         | 40         | 59         | 55         |
| <i>unsolicited assistance</i>   | --        | --        | --        | --         | --         | 8          | 6          | 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>  | <i>61</i>  |

Fonte: Consob.

L'Istituto ha inoltrato complessivamente 208 richieste di cooperazione ad altre autorità estere di vigilanza (a fronte di 170 nel 2015), la maggior parte delle quali concernenti ipotesi di abuso di mercato (80 casi). A sua volta la Commissione ha ricevuto richieste di informazioni in relazione a 68 casi (81 nel 2015), riguardanti soprattutto verifiche di requisiti di onorabilità e professionalità (43 casi; Tav. 70).

L'Istituto ha inoltre effettuato 23 segnalazioni di operazioni sospette alle competenti autorità straniere (12 nel 2015), mentre queste ultime hanno inoltrato 55 segnalazioni di operazioni sospette (59 nell'anno precedente). L'Istituto ha altresì prestato e ricevuto assistenza in assenza di una specifica richiesta, rispettivamente, in 23 e 6 casi.

A livello europeo, la cooperazione e lo scambio di informazioni tra le autorità nazionali competenti europee e l'ESMA sono regolati 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.

Nel corso del 2016, l'Istituto ha sottoscritto un accordo di cooperazione bilaterale (Statement of Protocol) con l'Autorità di vigilanza statunitense sui revisori, PCAOB (Public Company Accounting Oversight Board), e un accordo correlato per la protezione dei dati personali (Data Protection Agreement).

Tali accordi sono necessari a consentire il trasferimento di carte di lavoro e altre informazioni riservate (art. 47 della Direttiva Audit) al PCAOB nell'ambito delle ispezioni che l'Autorità statunitense è tenuta a effettuare, ai sensi del Sarbanes Oxley Act, sulle società di revisione italiane che effettuano la revisione legale di emittenti con titoli negoziati sui mercati statunitensi. Al contempo, lo svolgimento di ispezioni congiunte è strumentale alla valutazione del grado di affidamento reciproco (*mutual reliance*) che potrà essere riposto in futuro nelle attività di vigilanza dei revisori.

## 7 L'attività in ambito ESMA

Nel corso del 2016, la Consob ha partecipato come di consueto 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 Comitato permanente sull'integrità del mercato (Market Integrity Standing Committee, MISC), il Gruppo di lavoro in materia di attuazione del Regolamento MAR relativo agli abusi di mercato e ha altresì partecipato 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), vigilanza sui depositari centrali (ai sensi del Regolamento CSDR), nonché trasparenza sulle operazioni di finanziamento tramite titoli (ai sensi del Regolamento SFTR).

In particolare il Comitato sul *post-trading* ha: i) fornito chiarimenti tecnici in merito all'applicazione delle disposizioni del Regolamento EMIR e delle relative misure di attuazione tramite pubblicazione di cinque aggiornamenti alle Q&A; ii) pubblicato pareri in merito all'applicazione dell'esenzione dagli obblighi di compensazione in favore degli schemi pensionistici; iii) presentato uno standard tecnico volto a posticipare la data di entrata in vigore degli obblighi di compensazione per le controparti finanziarie con limitati volumi di attività nonché uno standard tecnico contenente le modalità di trasmissione e aggregazione dei dati da parte dei *trade repository*; iv) proposto l'aggiornamento di misure di attuazione EMIR in materia di *indirect clearing*, nonché nuove misure in materia ai sensi di MiFIR; v) lanciato una consultazione pubblica per aggiornare i requisiti per l'aggregazione delle informazioni da rendere disponibili al pubblico da parte dei *trade repository*; vi) prestato supporto alla conclusione di accordi di cooperazione tra l'ESMA e le autorità di paesi terzi per il riconoscimento di CCP estere.

In relazione alla disciplina delle controparti centrali, il Comitato ha: i) definito la metodologia per lo svolgimento di *peer review* in materia di autorizzazione e vigilanza delle stesse; ii) rilasciato una *opinion* per favorire la convergenza delle pratiche di vigilanza in materia di estensione dell'autorizzazione e validazione dei modelli e dei parametri delle CCP; iii) pubblicato una nota in merito alle modalità del riconoscimento da parte dell'ESMA delle CCP dei paesi terzi; iv) pubblicato gli esiti di una *peer review* sull'applicazione dei requisiti di 'marginazione' nonché del primo *stress test* sui rischi di controparte condotto a livello europeo sulle CCP.

Il PTSC ha pubblicato un documento di consultazione contenente linee-guida relative alle regole e alle procedure per la gestione dei *default* dei partecipanti ai depositari centrali, secondo quanto richiesto dal CSDR, e ha finalizzato le misure di secondo livello che danno attuazione al Regolamento in materia di disciplina del *settlement*, nonché sull'operatività del processo di *buy in*.

In materia di operazioni di finanziamento tramite titoli, il Comitato ha: i) avviato una consultazione pubblica in merito agli standard tecnici di attuazione del Regolamento SFTR, che specificheranno i requisiti di autorizzazione dei *trade repository* nonché le modalità per la trasmissione dei dati agli stessi al fine di favorire maggiore trasparenza sul settore bancario ombra; ii) lanciato una consultazione sui contributi di vigilanza da applicare ai *trade repository* operativi ai sensi del SFTR; iii) pubblicato un rapporto sul livello di leva e sulla prociclicità derivanti dalle operazioni di finanziamento tramite titoli.

Il Comitato permanente sull'integrità del mercato, MISC, ha elaborato un nuovo set di Q&A sul Regolamento MAR, applicabile dal 6 luglio 2016.

Le Q&A forniscono chiarimenti in relazione agli obblighi di notifica delle operazioni sospette e delle transazioni concluse dai manager nonché precisazioni sulla nozione di raccomandazione di investimento.

Sono state pubblicate le linee-guida, ai sensi del MAR, su: i) i casi nei quali è ammesso ritardare la pubblicazione di informazioni privilegiate; ii) i presidi applicabili ai soggetti che ricevono informazioni nell'ambito dello svolgimento di attività di *market sounding*; iii) le informazioni da pubblicare in relazione all'operatività sui mercati dei derivati su merci, al fine di individuare la nozione di informazione privilegiata.

Il Gruppo di lavoro in materia di abusi di mercato ha predisposto il rapporto finale contenente norme tecniche di attuazione sulle modalità di trasmissione annuale all'ESMA di informazioni sulle indagini effettuate e sulle sanzioni applicate dalle autorità nazionali nei casi di abusi di mercato nonché un parere alla Commissione europea in merito a talune modifiche degli standard tecnici vincolanti, concernenti le modalità per la comunicazione delle informazioni privilegiate.

In particolare, il 28 settembre 2015 l'ESMA ha sottoposto alla Commissione europea gli standard tecnici di attuazione riguardanti le modalità tecniche per la *disclosure* delle informazioni privilegiate ai sensi del MAR. Sebbene in ritardo rispetto al limite massimo di tre mesi previsto dal Regolamento ESMA, in data 25 maggio 2016 la Commissione europea ha comunicato l'intenzione di adottare lo standard tecnico solo previa introduzione di talune modifiche concernenti gli adempimenti da parte dei partecipanti al mercato delle *emission allowance*. L'ESMA non ha ritenuto condivisibili i rilievi formulati dalla Commissione e ha pubblicato una *opinion* al riguardo, secondo la procedura prevista nel Regolamento ESMA.

Il Comitato ha inoltre elaborato una serie di *opinion* in merito all'adozione e successivo rinnovo di misure di emergenza da parte dell'Autorità greca, Hellenic Capital Market Commission (HCMC), e della Consob ai sensi del Regolamento Short Selling, relative al divieto di creazione di nuove posizioni nette corte e di incremento di posizioni già esistenti su titoli ammessi alla negoziazione sui rispettivi mercati.

All'esito di due consultazioni pubbliche svolte nel 2016, sono stati pubblicati i pareri tecnici richiesti dalla Commissione europea ai fini dell'attuazione del Regolamento Benchmark. Nel corso dell'anno, sono state altresì lanciate due consultazioni pubbliche in merito alle norme tecniche di regolamentazione e attuazione previste dal predetto Regolamento Benchmark, che devono essere sottoposte alla Commissione europea per *endorsement* entro il 1° aprile 2017.

Nell'ambito del Comitato dedicato ai mercati secondari, SMSC, stanno per essere conclusi i lavori per l'elaborazione delle rimanenti misure di attuazione della Direttiva MiFID II e del Regolamento MiFIR.

In particolare, sono stati pubblicati i rapporti finali in merito agli standard tecnici vincolanti concernenti: i) i meccanismi per il *clearing* indiretto delle

transazioni in strumenti derivati *over the counter*, standard redatto in coerenza con la disciplina prevista al riguardo in EMIR; ii) le modifiche allo standard tecnico, già emanato nel 2015, in relazione agli obblighi di *transaction reporting*, per escludere dagli stessi le transazioni svolte per trasferire garanzie.

Su mandato della Commissione europea, è stata altresì svolta un'analisi in merito all'opportunità di escludere temporaneamente i derivati *exchange traded* dall'ambito di applicazione dell'obbligo a carico delle controparti centrali di garantire accesso non discriminatorio a una sede di negoziazione, all'esito della quale l'ESMA ha ritenuto non necessaria l'esclusione; sulla base dei lavori, la Commissione europea emanerà misure di livello secondario, in attuazione del MiFIR.

Il gruppo ha elaborato i documenti di consultazione relativi a: i) standard tecnici di regolamentazione che definiscono la metodologia per l'applicazione delle esenzioni dagli obblighi di trasparenza *pre-trade* in caso di transazioni eseguite in forma congiunta (*packaged transaction*); ii) standard tecnici di regolamentazione in materia di consolidamento delle informazioni relative alle negoziazioni in strumenti *non-equity*; iii) linee-guida sulla calibrazione dei meccanismi di sospensione e restrizione delle negoziazioni su un titolo al fine di garantire l'ordinato svolgimento del mercato; iv) linee-guida sui requisiti applicabili ai membri del consiglio di amministrazione degli operatori di mercato e dei prestatori dei servizi di reportistica dei dati.

È stata inoltre svolta la consultazione su un Discussion Paper relativo all'applicazione dell'obbligo di concludere transazioni su piattaforme di negoziazione a talune categorie di strumenti derivati ed è stata pubblicata una *opinion* volta a favorire convergenza sull'applicazione delle esenzioni dagli obblighi di trasparenza *pre-trade* per le operazioni su titoli azionari.

Sono stati altresì pubblicati tre pareri dell'ESMA in merito a talune modifiche degli standard tecnici vincolanti proposte dalla Commissione europea relativi, rispettivamente, alla disciplina dei limiti di posizione, del regime di trasparenza sui prodotti *non-equity* e dei criteri per stabilire quando un'attività di negoziazione, da parte di una impresa non finanziaria, possa considerarsi ausiliaria rispetto al *business* principale e come tale essere esclusa dall'ambito di applicazione della MiFID II. In tali *opinion* l'ESMA non ha ritenuto interamente condivisibili i rilievi della Commissione europea e ha formulato proposte alternative.

Il gruppo ha infine redatto una *opinion* in merito alla lista di indici e mercati di borsa riconosciuti ai fini del calcolo dei requisiti prudenziali applicabili alle banche e alle imprese di investimento.

L'attenzione del SMSC è attualmente indirizzata all'adozione di misure operative al fine di garantire la corretta attuazione del nuovo regime applicabile ai mercati secondari a partire dal 3 gennaio 2018.

In particolare è in corso di finalizzazione il progetto IT che permetterà alle autorità nazionali di delegare all'ESMA la raccolta a livello paneuropeo di

informazioni sulle transazioni presso le *trading venue* e lo svolgimento di calcoli necessari alla corretta applicazione del regime di trasparenza previsto in MiFIR.

Sono state inoltre elaborate Q&A in merito agli obblighi di *transaction reporting*, alla microstruttura dei mercati, agli obblighi di trasparenza *pre e post* negoziazione e alla disciplina delle negoziazioni in derivati su merci.

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 force* 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 dell'IPISC, il gruppo ha intrapreso iniziative in relazione alla crescente vendita su base transfrontaliera di contratti speculativi (quali CFD, opzioni binarie e *rolling spot forex*) sui mercati dell'Unione, pubblicando una serie di Q&A nonché un *warning* nel quale viene evidenziata la natura rischiosa dei prodotti menzionati e le modalità particolarmente aggressive con cui vengono offerti ai clienti, talvolta in violazione degli obblighi di comportamento della MiFID (si veda il precedente Capitolo VII 'La tutela dell'investitore').

Le Q&A sono volte a rafforzare la convergenza nelle prassi applicative delle disposizioni MiFID, nell'ambito dell'offerta di prodotti speculativi ai clienti *retail*. Le Q&A forniscono, in particolare, indicazioni in merito alle verifiche da svolgere in sede di autorizzazione e di vigilanza delle imprese di investimento operative in questo settore; sono state da ultimo aggiornate per includere indicazioni in merito alla vigilanza rafforzata che l'autorità del paese di origine è chiamata a svolgere in caso di offerta di prodotti speculativi in regime di libera prestazione, nonché alla necessità di cooperazione tra autorità *home* e *host*.

In attuazione del quadro normativo istituito da MiFID II, l'IPISC ha pubblicato due documenti di consultazione relativi alla formulazione di linee-guida in materia di *product governance* e di requisiti del personale in posizione apicale.

Una proposta di linee-guida attiene alle regole di *governance* che dovranno applicarsi nell'ambito della MiFID II. Nello specifico, la proposta fornisce indicazioni sulle modalità con cui determinare il *target market* di riferimento in fase di ingegnerizzazione e distribuzione dei prodotti di investimento ricadenti nell'ambito di applicazione della MiFID II.

La seconda proposta riguarda linee-guida elaborate congiuntamente con l'EBA e l'EIOPA in materia di valutazione dei requisiti di professionalità, sufficiente dedizione, indipendenza, integrità, esperienza applicabili ai membri del consiglio di

amministrazione e al personale in posizioni chiave presso le banche e le imprese di investimento.

Sono state finalizzate le linee-guida relative alle pratiche di *cross-selling*, contenenti misure per rafforzare i presidi di trasparenza in relazione alla vendita abbinata di prodotti nonché la gestione dei conflitti di interessi derivanti dai modelli di remunerazione.

A riguardo l'ESMA ha invitato la Commissione europea a valutare l'esigenza di realizzare maggiore coerenza nelle normative dei tre settori (valori mobiliari, bancario e assicurativo), considerato che il quadro normativo risultante dalle disposizioni della MiFID II – applicabile solo quando tra i prodotti venduti congiuntamente vi sia uno strumento finanziario – comporterà l'applicazione di misure più stringenti nel settore dei valori mobiliari rispetto a quelle degli altri due settori.

È stato pubblicato uno *statement* in cui l'ESMA fornisce indicazioni in merito alla corretta applicazione delle regole MiFID da parte delle banche e delle imprese di investimento in occasione della distribuzione di strumenti finanziari ricadenti nell'ambito di applicazione della disciplina del *bail-in*. In materia la Consob aveva già emanato una comunicazione a novembre 2015.

Nel contesto dei lavori del Joint Committee, svolti congiuntamente con EBA ed EIOPA, è stata avviata una consultazione pubblica su un Discussion Paper nel quale si descrivono le linee evolutive del mercato relativo all'utilizzo delle tecnologie per la gestione e l'impiego dei *big data*, ossia della massa di informazioni a disposizione delle istituzioni finanziarie sulla propria clientela e attività, dando conto dei principali vantaggi e rischi che ne derivano. Il gruppo ha inoltre pubblicato delle Q&A in materia.

Con riferimento al risparmio gestito, l'IMSC ha pubblicato vari aggiornamenti delle Q&A riguardanti l'applicazione della Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD), dei Regolamenti EuVECA/EuSEF e della Direttiva UCITS. Il Comitato ha inoltre finalizzato le linee-guida relative alle politiche in materia di remunerazione ai sensi delle Direttive UCITS V e AIFMD, fornendo orientamenti su tematiche quali proporzionalità, *governance*, requisiti di allineamento del rischio e trasparenza. È stata inoltre lanciata la seconda consultazione pubblica sulle linee-guida relative alle modalità di segregazione del patrimonio dei fondi e prestazione dei servizi di custodia e deposito.

L'IMSC è stato altresì impegnato nell'elaborazione delle norme tecniche di regolamentazione previste nel Regolamento sui Fondi d'investimento a lungo termine (ELTIF) e ha contribuito ai lavori svolti nell'ambito del Joint Committee per l'attuazione del Regolamento PRIIPs.

In particolare, con riguardo al Regolamento ELTIF, è stato pubblicato il rapporto finale sugli RTS (*regulatory technical standards*) per l'individuazione delle circostanze in cui l'utilizzo degli strumenti derivati viene effettuato per sole finalità

di copertura dei casi in cui la durata di un Eltif è considerata sufficiente, dei criteri da utilizzare per il programma dettagliato di liquidazione ordinata delle attività del fondo, nonché degli strumenti messi a disposizione degli investitori al dettaglio.

Gli standard tecnici di regolamentazione relativi al Regolamento PRIIPS, elaborati con EBA ed EIOPA, contengono disposizioni relative al contenuto e al formato del documento chiave da presentare agli investitori nella distribuzione di prodotti di investimento preassemblati.

La Commissione europea ha da ultimo proposto modifiche all'RTS in materia di prodotti multi-opzione, scenari di performance, *alert* e presentazione dei costi relativi ai prodotti assicurativi, al fine di tenere conto dei rilievi formulati dal Parlamento europeo che ha rigettato lo standard. A dicembre 2016 è stato pubblicato il Regolamento 2016/2340 che ha disposto lo slittamento di un anno all'applicazione del Regolamento PRIIPs. Il differimento era stato proposto dalla Commissione europea proprio per far fronte all'esigenza di modificare le predette misure di secondo livello alla luce della posizione negativa espressa dal Parlamento.

Nell'ambito delle iniziative previste nel piano di azione sulla Capital Market Union (CMU), il gruppo ha elaborato su richiesta della Commissione europea una *opinion* nella quale sono stati delineati i principi chiave a cui dovrebbe ispirarsi un'eventuale disciplina sull'attività di esercizio del credito (*loan origination*) da parte dei fondi alternativi di investimento e sui quali sarebbe opportuno lanciare preliminarmente una consultazione.

È stata altresì pubblicata la seconda *opinion* con cui l'ESMA ha fornito una valutazione sull'opportunità di estendere il passaporto europeo, ai sensi dell'AIFMD, ai gestori e ai fondi di paesi *extra UE*.

L'*opinion* copre dodici paesi terzi. In particolare, l'ESMA ha concluso circa l'insussistenza di ostacoli significativi all'estensione del passaporto in favore di fondi e gestori istituiti in Canada, Guernsey, Giappone, Jersey e Svizzera. Analoga conclusione è stata raggiunta nei confronti di Hong Kong e Singapore per quanto concerne i fondi di investimento. L'estensione del passaporto è proposta anche nei confronti dell'Australia, a condizione che il trattamento di favore nell'accesso al mercato accordato a taluni Stati membri venga esteso a tutti i paesi dell'Unione. Non si ravvisano ostacoli alla tutela degli investitori e al monitoraggio sui rischi sistemici che impedirebbero l'estensione del passaporto a fondi e gestori degli Stati Uniti; sussistono invece potenziali problemi di distorsione della concorrenza relativamente all'accesso di fondi assoggettati alla disciplina dell'offerta al pubblico, poiché in questo ambito il regime applicabile ai fondi statunitensi, ai sensi della AIFMD, sarebbe meno oneroso rispetto a quello applicabile ai fondi UE che dovessero essere offerti negli USA. L'ESMA suggerisce al riguardo la valutazione di possibili opzioni per mitigare tale rischio. L'ESMA non è in condizione di finalizzare le proprie valutazioni riguardo Bermuda e Isole Cayman, in ragione del fatto che sarà necessario attendere gli esiti di talune modifiche in corso nella disciplina nazionale di detti paesi. Permangono difficoltà anche relativamente all'Isola di Man, stante l'assenza di un regime normativo analogo alla AIFMD.

Il Comitato IMSC ha prodotto anche uno *statement* volto a rafforzare la tutela degli investitori in relazione ai fondi cosiddetti *closet index tracking*, ossia ai fondi commercializzati come forme di gestione attiva, ma di fatto replicanti un *benchmark*.

Dalle verifiche intraprese dall'ESMA al fine di valutare la sussistenza di tali pratiche sui mercati dell'UE è emersa la necessità di coordinare lo svolgimento di ulteriori analisi a livello nazionale al fine di accertare la presenza di eventuali informative fuorvianti a discapito degli investitori.

In materia di prospetto, il Corporate Finance Standing Committee (CFSC) ha aggiornato le relative Q&A e valutato positivamente l'equivalenza del regime giuridico turco in materia, rispetto alla disciplina dell'Unione; di conseguenza un prospetto redatto secondo la legislazione turca potrà costituire un prospetto valido nell'Unione ai fini dell'approvazione ai sensi della direttiva.

Nel corso del 2016, è proseguita la partecipazione dell'Istituto al comitato permanente dell'ESMA, CRSC (Corporate Reporting Standing Committee), e al suo sottogruppo permanente EECS (European Enforcers Coordination Sessions), per promuovere la coerente applicazione degli IFRS nell'Unione Europea e la convergenza delle prassi di vigilanza.

Si segnalano, tra i lavori svolti, la pubblicazione del *public statement* in merito all'implementazione dei nuovi principi contabili, in materia di strumenti finanziari (IFRS 9) e di rilevazione dei ricavi (IFRS 15), la definizione di '*common enforcement priorities*' per la revisione dei bilanci chiusi al 31 dicembre 2016 da parte delle competenti autorità europee e la pubblicazione di un ulteriore estratto del database elettronico recante una selezione delle decisioni adottate dagli *enforcer* europei in sede di revisione dell'informativa finanziaria.

Le '*European common enforcement priorities for 2016 financial statements*' identificano aree di bilancio che devono formare oggetto di specifica attenzione da parte delle società quotate e degli *enforcers* europei, con riferimento alle rendicontazioni finanziarie al 31 dicembre 2016. L'ESMA sottolinea, tra l'altro, la necessità che sia assicurata adeguata trasparenza in merito al potenziale impatto della Brexit sui bilanci. Il mandato del CRSC si estende anche al miglioramento della qualità dell'informazione periodica ai sensi della Direttiva Transparency. In tale ambito, il Comitato ha provveduto a fornire aggiornamenti sulle relative Q&A. Inoltre, nel mese di dicembre 2016, sono stati pubblicati gli esiti della consultazione e le analisi costi-benefici relative ai progetti di standard tecnici di regolamentazione per l'individuazione del formato elettronico unico nel quale le relazioni finanziarie annuali dovranno essere pubblicate a partire dal 1° gennaio 2020.

Allo scopo di portare a termine i lavori, l'ESMA dovrà definire le specifiche tecniche di attuazione e condurre appositi test come prescritto dalla Direttiva Transparency. La presentazione degli standard tecnici alla Commissione europea è attesa verso la fine del 2017.

L'Istituto ha contribuito attivamente ai lavori del Supervisory Convergence Standing Committee (SCSC), gruppo dedicato al rafforzamento del *single rule book* e alla convergenza delle pratiche di vigilanza, tematiche oggi riconosciute come prioritarie anche nel piano d'azione sulla CMU delineato dalla Commissione europea.

In particolare, l'ESMA ha svolto lavori di *follow-up* in relazione alla *peer review* sulle regole di *best execution*, ai sensi della MiFID, già coordinata dalla Consob. È stata altresì condotta una *peer review* in materia di vigilanza sul rispetto dei requisiti di adeguatezza nella prestazione dei servizi di consulenza e gestione dei portafogli, ad esito della quale sono emerse differenze negli approcci delle autorità nazionali. L'ESMA intende intraprendere ulteriori iniziative al fine di stimolare maggiore convergenza verso forme di vigilanza proattiva e comuni misure di *enforcement*. È stata conclusa una *peer review*, in materia di procedure per l'approvazione dei prospetti, nella quale si identificano divergenze nelle prassi operative e interpretative delle autorità nazionali per quanto riguarda la complessità dei prospetti, la trasparenza sui fattori di rischio dell'emittente e del titolo, la tempistica per l'approvazione e gestione dei periodi di maggiore attività lavorativa. Il SCSC ha avviato altresì due nuove *peer review*, che saranno concluse nel 2017, sulle linee-guida ESMA concernenti, rispettivamente, l'*enforcement* in materia finanziaria e la funzione di *compliance* prevista dalla MiFID.

In materia di agenzie di rating, nel corso del 2016 sono state finalizzate le linee-guida relative al processo di validazione e revisione delle metodologie applicate nell'elaborazione delle valutazioni del merito creditizio, allo scopo di delimitare opportunamente il grado di discrezionalità dei giudizi ed elevarne la qualità.

È stato altresì concluso un accordo di cooperazione tra l'ESMA e l'autorità competente del Sud Africa al fine di stabilire un quadro per lo scambio di informazioni nella vigilanza delle agenzie di rating.

## 8 L'attività in ambito IOSCO e altri organismi internazionali

Nel 2016 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 Comitato 1 ha pubblicato due *statement* che forniscono indicazioni sulle aspettative della IOSCO in materia di applicazione dei nuovi standard contabili IFRS pubblicati dall'International Accounting Standards Board (IASB) e dei parametri per le misurazioni finanziarie diversi da quelli contemplati nei GAAP (non-GAAP *financial measures*).

In collaborazione con il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento della Bank for International Settlements (BIS), il Comitato 1 ha pubblicato il rapporto finale contenente orientamenti in materia di *cyber resilience* per le infrastrutture di mercato.

In materia di revisione contabile è stata svolta una mappatura dei requisiti applicabili nelle giurisdizioni delle autorità partecipanti al Board della IOSCO in materia di vigilanza dei processi di revisione contabile da parte dei comitati di *auditing* interni alle società quotate.

In relazione ai lavori del Comitato sui mercati secondari, Comitato 2, si segnala il rapporto sugli approcci regolamentari e operativi adottati dalle autorità e dai partecipanti dei principali mercati finanziari per far fronte al cosiddetto *cyber risk*.

Il lavoro presenta i possibili meccanismi per gestire i rischi legati al trading elettronico ed eventuali piani di *business continuity*. È stata inoltre avviata una consultazione sugli esiti delle analisi condotte dal gruppo sul grado di liquidità dei mercati secondari dei titoli obbligazionari *corporate*.

In tema di intermediari del mercato mobiliare, il Comitato 3 ha pubblicato uno studio comparativo riguardante le pratiche e i rischi per la tutela degli investitori connessi all'offerta, alla clientela retail, di prodotti speculativi OTC quali CFD, *forex* e opzioni binarie; il rapporto offre una mappatura delle misure regolamentari adottate al riguardo dai membri del gruppo.

Il Comitato ha altresì aggiornato il rapporto del 2014 sull'utilizzo di tecnologie per la prestazione in via automatizzata dei servizi di consulenza.

In materia di cooperazione internazionale, l'Istituto ha partecipato 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. I firmatari dello IOSCO MMoU sono attualmente più di 110. Sono altresì in corso di finalizzazione i lavori dello Screening Group relativi alla definizione delle modalità di implementazione del nuovo accordo multilaterale IOSCO (Enhanced MMOU) avallato dal Comitato dei Presidenti della IOSCO nel 2016. L'Enhanced MMOU si affiancherà al vigente MMoU onde rafforzare ulteriormente gli strumenti di cooperazione internazionale per fini di *enforcement*.

Si segnala, in ambito di gestione collettiva del risparmio, la pubblicazione di pratiche di buona condotta riguardo l'applicazione delle commissioni da parte dei fondi comuni di investimento e i relativi presidi di trasparenza. È stato inoltre

pubblicato un documento di consultazione che elabora *good practice* in materia di liquidazione e fusione di fondi comuni di investimento.

L'Istituto ha partecipato, altresì, ai lavori dell'Assessment Committee, con il compito di favorire la più ampia convergenza delle discipline nazionali ai principi internazionali della IOSCO nonché di curare il periodico aggiornamento degli stessi.

Nel corso del 2016, il Comitato ha pubblicato gli esiti della seconda *review* in materia di implementazione dei principi IOSCO sui *benchmark* finanziari, pubblicati nel luglio 2013, i cui esiti hanno fornito la base per la redazione di nuove linee-guida per una corretta attuazione degli stessi da parte degli amministratori di *benchmark*. È stata inoltre portata a termine la *country review* della Repubblica di Trinidad e Tobago, nell'ambito della quale è stata valutata la rispondenza della disciplina nazionale del paese agli IOSCO Principle. Il Gruppo di lavoro Implementation Task Force ha altresì elaborato proposte di modifica alla Metodologia dei Principi IOSCO, sulle quali è in corso una consultazione interna, al fine di tenere conto dell'evoluzione dei mercati e dei nuovi standard elaborati dal Board a far data dalla precedente revisione.

La Consob sta contribuendo all'elaborazione di un *toolkit* contenente esempi di misure utili a prevenire e punire condotte scorrette nei rapporti tra operatori professionali.

L'Istituto partecipa altresì ai gruppi di lavoro del Financial Stability Board (FSB) attinenti alle materie di propria competenza. Nel 2016 sono state condotte analisi in materia di *shadow banking* e vulnerabilità nel settore delle gestioni collettive e dei rischi sistemici che ne discendono.

L'Istituto è coinvolto altresì nelle attività di *peer review* sull'implementazione dei principi del FSB relativi al rafforzamento del controllo e della regolamentazione dei soggetti rientranti nello *shadow banking* e partecipa ai lavori di mappatura delle misure di *corporate governance* adottate a livello nazionale e internazionale per ridurre il rischio di condotte scorrette o fraudolente da parte degli operatori finanziari, nonché al monitoraggio delle potenziali implicazioni sistemiche relative al fenomeno del FinTech (utilizzo delle tecnologie innovative nel settore finanziario).

In materia di revisione legale, nel corso del 2016 è stato istituito, ai sensi del Regolamento UE 537/2014, il Comitato CEAOB (Committee of European Auditing Oversight Bodies), per il coordinamento tra le autorità di vigilanza sui revisori legali, che sostituisce lo European Group of Auditors' Oversight Bodies (EGAOB).

Il nuovo comitato ha il compito di: i) agevolare lo scambio di informazioni, conoscenze specialistiche e prassi ai fini dell'attuazione del Regolamento e della Direttiva Audit; ii) contribuire all'esame tecnico dei principi di revisione internazionali ai fini della loro adozione in Europa; iii) favorire il miglioramento dei meccanismi di

cooperazione per la vigilanza dei revisori legali, delle società di revisione degli enti di interesse pubblico, EIP, o delle reti cui appartengono. Al suo interno, è stato istituito un gruppo presieduto dall'ESMA che si occupa delle valutazioni di equivalenza e di adeguatezza dei Paesi terzi e della cooperazione con questi ultimi. Sono stati inoltre istituiti gruppi di lavoro permanenti in materia di *enforcement*, monitoraggio del mercato, standard internazionali e controlli di qualità sui revisori di EIP.

Il CEAOB opera in stretto coordinamento con i collegi delle autorità di vigilanza istituiti ai sensi del Regolamento Audit e gestisce il database trasferito dal precedente EAIG (European Audit Inspection Group) contenente i *finding* emersi dai controlli di qualità effettuati sui principali *network* della revisione.

**È proseguita la partecipazione dell'Istituto all'IFIAR (International Forum of Independent Audit Regulators) che riunisce le autorità di vigilanza sui revisori degli EIP di oltre 50 paesi.**

A fronte del crescente sviluppo dell'Organizzazione, è stato avviato dal 2015 un processo di rinnovamento che include modifiche alla struttura di *governance*, l'istituzione di un segretariato permanente e la revisione del modello di contribuzione annuale dei membri. I cambiamenti introdotti saranno operativi a partire dall'aprile 2017.



# 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.

## Fig. 10

Le tipologie di giudizio che possono essere rilasciate dalla società di revisione sono le seguenti:

- 1) **Giudizio positivo.** Il revisore esprime un giudizio positivo (senza modifica) quando ritiene che il bilancio sia redatto in tutti gli aspetti significativi in conformità al quadro normativo sull'informazione finanziaria applicabile. Il revisore può esporre, nel paragrafo successivo a quello del giudizio, uno o più richiami d'informativa, qualora consideri necessario richiamare l'attenzione degli utilizzatori del bilancio su uno o più aspetti presentati o oggetto di informativa nel bilancio che, secondo il suo giudizio professionale, rivestono un'importanza tale da risultare fondamentali ai fini della comprensione del bilancio stesso.
- 2) **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.
- 3) **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.

- 4) 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.
- 5) 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.

#### Tavv. 42-43

Per la trattazione delle offerte finalizzate all'ammissione a quotazione vengono adottati i seguenti criteri:

- non vengono considerate le offerte effettuate da parte di società estere;
- i dati relativi all'ammontare delle offerte sono riferiti agli esiti dei collocamenti comprensivi delle azioni eventualmente allocate agli investitori istituzionali, alla chiusura dell'offerta, nell'ambito dell'*over allotment*. Si prescinde, pertanto, dalla circostanza che nei 30 giorni successivi all'offerta, in seguito all'esercizio dell'attività di stabilizzazione da parte dei collocatori, la *greenshoe* possa non essere esercitata, del tutto o in parte;
- l'ammontare complessivo dell'offerta tiene altresì conto delle azioni cedute in virtù di accordi precedenti alla quotazione;
- i dati relativi all'evoluzione della struttura proprietaria sono tratti dai prospetti informativi e tengono conto dell'esito dell'offerta comprensivo dell'eventuale effettivo esercizio della *greenshoe*; nel caso di riduzione del numero di azioni offerte in vendita rispetto alla previsione contenuta nel prospetto informativo, e in mancanza di specifica indicazione in merito, il computo delle quote post offerta di ogni singolo azionista venditore viene effettuato operando una ripartizione della vendita risultante proporzionale a quella prevista; in presenza di opzione di conversione delle azioni detenute dai promotori dell'offerta, subordinate all'inizio delle negoziazioni, non viene considerata nel caso di conversione di azioni ordinarie quotate in azioni speciali, mentre si ipotizza la conversione totale nel caso di conversione di azioni speciali in azioni ordinarie quotate;
- la determinazione della quota dell'azionista di controllo segue un criterio di natura sostanziale che tiene conto di tutte le azioni detenute dai membri di uno stesso nucleo familiare, delle azioni detenute da diverse società facenti capo a un unico soggetto, delle azioni non conferite in eventuali patti di sindacato da parte di soggetti aderenti ai relativi patti; in mancanza di un azionista di controllo, alla voce azionista di controllo viene indicato il primo azionista;
- le azioni senza diritto di voto vengono detratte dal capitale sociale dell'emittente ai fini del calcolo delle quote degli azionisti rilevanti e della capitalizzazione.

## Figg. 18-23, Tav. 47

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.

## Fig. 19

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. 43, 44, 47

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 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.

## Fig. 44

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. 47

Per 'consulenza ristretta' si intende un servizio di consulenza basato su una gamma ristretta di strumenti finanziari/tipicamente quelli del gruppo bancario di appartenenza; 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 indipendente' s'intende un servizio di consulenza fornito da un professionista che non riceve commissioni da banche o da altre società, essendo remunerato esclusivamente dal cliente, e che offre consigli personalizzati in merito a una ampia gamma di prodotti.

Per 'consulenza MiFID' si fa riferimento a raccomandazioni personalizzate e riferite a uno specifico strumento finanziario fornite da un consulente che ha contattato il proprio cliente nei precedenti 12 mesi; per 'bassa proattività - consulenza passiva' si fa riferimento a raccomandazioni generiche fornite da un consulente che non ha mai contattato il proprio cliente nei precedenti 12 mesi; per 'media proattività - consulenza generica' si fa riferimento a raccomandazioni generiche fornite da un consulente che ha contattato il proprio cliente nei precedenti 12 mesi.

#### Figg. 45, 46, 48-53

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 1.000 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.

## Tav. 66

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°, funzionario di 2°. 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 | L'andamento dei mercati finanziari               | 5 |
| 2 | L'innovazione tecnologica e i mercati finanziari | 8 |

### II L'evoluzione del quadro normativo e regolamentare

- |     |   |    |
|-----|---|----|
| 1   | Gli sviluppi in ambito europeo                                    | 11 |
| 1.1 | Le misure in materia di mercati e infrastrutture                  | 11 |
| 1.2 | Le misure a tutela degli azionisti                                | 13 |
| 1.3 | Le misure a tutela degli investitori                              | 13 |
| 1.4 | La vigilanza sul settore bancario ombra                           | 14 |
| 1.5 | La Capital Markets Union  | 15 |
| 2   | Il recepimento della normative europea e l'attività regolamentare | 18 |

### III Le attività svolte e le linee di indirizzo per il 2017

- |     |  |    |
|-----|--|----|
| 1   | I mercati  | 21 |
| 2   | Gli emittenti  | 24 |
| 2.1 | L'informativa finanziaria  | 24 |
| 2.2 | La <i>corporate governance</i> e il controllo societario                                     | 25 |
| 2.3 | Le società di revisione  | 29 |
| 3   | Gli intermediari   | 31 |
| 3.1 | Gli intermediari bancari autorizzati alla prestazione di servizi di investimento             | 31 |
| 3.2 | Le imprese di investimento e le società di gestione di portali di <i>equity crowdfunding</i> | 33 |
| 3.3 | Gli intermediari gestori   | 34 |
| 3.4 | Gli intermediari-rete e i consulenti finanziari  | 35 |
| 4   | I prodotti <i>non-equity</i>   | 35 |
| 5   | L'attività di contrasto all'abusivismo   | 36 |
| 6   | I provvedimenti sanzionatori   | 37 |

|    |  |    |
|----|--|----|
| 7  | L'educazione finanziaria                     | 37 |
| 8  | L'assetto organizzativo e funzionale interno | 40 |
| 9  | L'Arbitro per le controversie finanziarie    | 43 |
| 10 | La gestione e la programmazione finanziaria  | 44 |
|    | 10.1 La gestione finanziaria                 | 44 |
|    | 10.2 La programmazione finanziaria           | 45 |

## B L'attività della Consob

### I La vigilanza sui mercati

|   |  |    |
|---|--|----|
| 1 | Le piattaforme di negoziazione   | 49 |
|   | 1.1 Il mercato MTA   | 51 |
|   | 1.2 Il mercato EtfPlus   | 55 |
|   | 1.3 Il mercato Idem  | 57 |
|   | 1.4 Il mercato SeDeX   | 58 |
|   | 1.5 I mercati obbligazionari   | 60 |
| 2 | La vigilanza sulle piattaforme di negoziazione                                   | 61 |
|   | 2.1 La vigilanza regolamentare   | 61 |
|   | 2.2 Ammissione, sospensione, esclusione e revoca di strumenti finanziari         | 64 |
| 3 | La vigilanza sulle negoziazioni e sull'integrità informativa dei mercati         | 66 |
|   | 3.1 Trasparenza e ordinato svolgimento delle negoziazioni                        | 66 |
|   | 3.2 Integrità informativa dei mercati, <i>buy back</i> e <i>internal dealing</i> | 67 |
| 4 | La vigilanza sul <i>post-trading</i> e sui derivati OTC                          | 68 |
| 5 | La vigilanza sulle vendite allo scoperto   | 70 |
| 6 | La vigilanza sulla diffusione degli studi societari e sui giudizi di rating      | 75 |
|   | 6.1 Le ricerche e le raccomandazioni di investimento                             | 75 |
|   | 6.2 I giudizi di rating  | 77 |
| 7 | La vigilanza sugli abusi di mercato  | 79 |
|   | 7.1 La prevenzione   | 79 |
|   | 7.2 La repressione   | 83 |
|   | 7.3 La rappresentanza in giudizio  | 86 |

### II La vigilanza su emittenti e società di revisione

|   |   |    |
|---|---|----|
| 1 | Gli assetti proprietari delle società quotate | 89 |
| 2 | Le assemblee e gli organi societari           | 90 |

|   |  |     |
|---|--|-----|
| 3   | L'informativa sugli assetti proprietari  | 98  |
| 4   | Le offerte al pubblico di acquisto e scambio   | 100 |
| 5   | La vigilanza sulle operazioni con parti correlate  | 109 |
| 6   | La vigilanza sul governo societario e sugli organi di controllo interno                                      | 112 |
| 7   | La vigilanza sulle società di revisione  | 114 |
| <b>III La vigilanza su offerta al pubblico e informativa societaria</b> |  |     |
| 1   | La raccolta di capitale di rischio e le operazioni di finanza straordinaria                                  | 121 |
| 2   | La vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di strumenti azionari          | 125 |
| 3   | La vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di strumenti <i>non-equity</i> | 130 |
| 4   | La vigilanza sull'informazione societaria  | 135 |
|   | 4.1 L'informazione contabile   | 137 |
|   | 4.2 Il settore bancario e assicurativo   | 140 |
| <b>IV La vigilanza sugli intermediari</b>                               |  |     |
| 1   | Le banche  | 145 |
| 2   | Le assicurazioni   | 152 |
| 3   | I soggetti autorizzati alla prestazione di servizi di investimento   | 154 |
| 4   | La vigilanza su banche e Sim   | 158 |
| 5   | Il risparmio gestito   | 160 |
| 6   | La vigilanza sulle società di gestione del risparmio   | 164 |
| 7   | La vigilanza sui consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede                                      | 168 |
| 8   | La vigilanza sui portali di <i>equity crowdfunding</i>   | 170 |
| <b>V L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori</b>            |  |     |
| 1   | Gli accertamenti ispettivi   | 171 |
| 2   | La vigilanza per la prevenzione del riciclaggio e il contrasto del terrorismo                                | 172 |
| 3   | Gli accertamenti e i provvedimenti per abusivismo  | 173 |
|   | 3.1 Gli accertamenti   | 173 |
|   | 3.2 I provvedimenti  | 175 |
| 4   | I provvedimenti sanzionatori   | 176 |
|   | 4.1 I provvedimenti in materia di abusi di mercato   | 177 |
|   | 4.2 I provvedimenti relativi a intermediari e consulenti finanziari  | 178 |
|   | 4.3 I provvedimenti relativi agli emittenti  | 180 |

|             |   |     |
|-------------|---|-----|
| <b>VI</b>   | <b>L'attività regolamentare</b>   |     |
| 1           | Il recepimento delle direttive europee  | 183 |
| 2           | L'adeguamento della normativa nazionale ai regolamenti europei  | 189 |
| 3           | Ulteriori interventi regolamentari  | 191 |
| 4           | Il rilascio di intese alla Banca d'Italia   | 193 |
| <b>VII</b>  | <b>La tutela dell'investitore</b>   |     |
| 1           | Le scelte di investimento delle famiglie  | 195 |
| 2           | L'attività di educazione finanziaria  | 201 |
|             | 2.1 Le conoscenze finanziarie degli italiani  | 201 |
|             | 2.2 Le iniziative di educazione finanziaria   | 203 |
| 3           | La gestione degli esposti   | 205 |
| 4           | L'attività della Camera di conciliazione e arbitrato  | 210 |
| <b>VIII</b> | <b>I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob</b>   |     |
| 1           | Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza  | 213 |
| 2           | Il <i>ne bis in idem</i> in materia di abusi di mercato: la decisione della Corte Costituzionale e le rimessioni alla Corte di Giustizia UE | 220 |
| 3           | La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto   | 221 |
| <b>IX</b>   | <b>Le attività di supporto e la cooperazione internazionale</b>   |     |
| 1           | La gestione finanziaria   | 225 |
| 2           | L'assetto organizzativo e funzionale interno  | 227 |
| 3           | La gestione delle risorse umane   | 230 |
| 4           | I sistemi informativi   | 232 |
| 5           | Le relazioni con l'esterno, convegni e studi  | 234 |
| 6           | La cooperazione internazionale  | 237 |
| 7           | L'attività in ambito ESMA   | 238 |
| 8           | L'attività in ambito IOSCO e altri organismi internazionali   | 246 |
|             | <b>Note metodologiche</b>   | 251 |