

Relazione per l'anno 2023

Roma, 31 marzo 2024



Relazione per l'anno 2023

Roma, 31 marzo 2024

Presidente

Paolo Savona

Componenti

Chiara Mosca

Carlo Comporti

Gabriella Alemanno

(dal 5 giugno 2023)

Federico Cornelli

(dal 5 giugno 2023)

Direttore Generale

Luca Giuseppe Filippa

(dal 1° luglio 2023)

Vice Direttore Generale

Giampiero Longobardi

(dal 16 ottobre 2023)

Segretario Generale

Maria Antonietta Scopelliti

(fino al 16 gennaio 2024)



CONSOB

00198 Roma - Via G.B. Martini, 3

t +39.06.84771 centralino

f +39.06.8477612

20121 Milano - Via Broletto, 7

t +39.02.724201 centralino

f +39.02.89010696

h www.consob.it

e studi_analisi@consob.it

Tutti i diritti riservati.

È consentita la riproduzione

a fini didattici e non commerciali,

a condizione che venga citata la fonte.

ISSN 2282-1392 (online)

ISSN 2281-9452 (stampa)

Relazione per l'anno 2023

La CONSOB compie 50 anni	3
A Le linee strategiche	5
B L'attività	23
I La vigilanza sui mercati	25
II La vigilanza su emittenti e società di revisione	37
III La vigilanza su offerta al pubblico e informativa societaria	50
IV La vigilanza sugli intermediari	62
V L'attività di contrasto all'abusivismo	71
VI L'attività ispettiva	74
VII Le altre attività di tutela dell'investitore	77
VIII L'attività sanzionatoria	81
IX Le attività di supporto	85
X L'attività internazionale	94
XI Il recepimento della normativa europea e l'attività regolamentare	106
XII I controlli giurisdizionali sull'attività della CONSOB	111
C Appendice statistica	123
Indice generale	163

Relazione al Ministro dell'Economia e delle Finanze

La relazione che segue, riferita all'anno 2023, 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

La CONSOB compie 50 anni

A 50 anni dalla sua istituzione, la CONSOB è oggi in grado di guardare al futuro con un patrimonio di esperienze eterogeneo e ricco. L'Istituto ha svolto il suo compito di vigilanza e regolamentazione con gradi crescenti di complessità, registrando nel tempo un ampliamento di poteri e funzioni, spesso innescato dal verificarsi di crisi finanziarie e dalla spinta alla ricerca di misure risolutive. Nel celebrare il cinquantennio che ha portato l'Istituto a rivestire un ruolo centrale nell'architettura istituzionale del mercato finanziario, è necessario osservare che alla tutela del risparmio e della trasparenza del mercato, obiettivi consolidati dell'attività della CONSOB, si stanno accompagnando in modo sempre più deciso finalità di supporto alla crescita, all'innovazione e allo sviluppo sostenibile, che rappresentano priorità strategiche dei decenni a venire a livello mondiale.

Il *corpus* normativo che guida i mercati finanziari sta cambiando natura e riflette, in modo prevalente, scelte strategiche concordate nelle sedi europee e internazionali. Tali scelte stanno trovando attuazione nelle iniziative UE legate all'accelerazione del progetto europeo di Unione dei mercati dei capitali e nei Piani d'azione che hanno portato all'approvazione di nuove norme volte a favorire lo sviluppo dei mercati e della finanza sostenibile nonché la transizione digitale.

L'Italia dovrà allineare le norme nazionali alle nuove linee strategiche. Come successe circa 25 anni fa quando i rappresentanti della CONSOB svolsero un ruolo essenziale, collaborando con i migliori esperti e accademici del Paese nell'elaborazione del testo normativo che diventò poi il Testo unico della finanza nel 1998, oggi la CONSOB tutta è pronta a fornire il proprio contributo tecnico, di conoscenza e di esperienza ai lavori di revisione del Testo unico, con l'obiettivo di sostenere efficaci scelte di *policy* nell'interesse collettivo. Le parole-chiave che dovranno ispirare la riforma saranno: crescita, competitività, semplificazione, educazione finanziaria per sostenere l'afflusso di risparmio verso investimenti consapevoli.

L'esperienza maturata dall'Istituzione in questi 50 anni, grazie al lavoro e all'impegno di tutti, dai vertici ai neo-assunti, è alla radice del senso di appartenenza sviluppato dai dipendenti, il cui contributo sarà fondamentale per affrontare la stagione di riforme che si sta aprendo e nella consapevolezza di poter innovare i propri metodi di lavoro per allinearsi ai cambiamenti, al servizio della comunità.

Le linee strategiche A



Le linee strategiche della CONSOB

1 L'evoluzione del contesto di riferimento

Negli ultimi anni il quadro economico e finanziario ha attraversato profondi cambiamenti, tutt'ora in corso, guidati sia da fattori strutturali, quali l'innovazione tecnologica e la transizione verso un'economia sostenibile, sia da fattori congiunturali, quali le spinte inflazionistiche e il deterioramento del contesto geopolitico.

Dopo oltre un decennio di tassi di interesse a livelli prossimi allo zero, la dinamica dei prezzi, connessa con la repentina ripresa post-pandemica e con lo scoppio del conflitto in Ucraina, ha imposto un rapido mutamento dell'assetto di politica monetaria da parte delle maggiori banche centrali. Il brusco aumento dei tassi di interesse ha così inciso in modo significativo sulle condizioni finanziarie a livello globale. In questo quadro, i mercati dei capitali hanno mostrato una buona resilienza pur rimanendo esposti a rischi di elevata volatilità per il persistere di incertezze sulle future dinamiche dei tassi di interesse alle quali si sono aggiunti gli effetti del nuovo conflitto in Medio Oriente.

L'evoluzione della tecnologia in ambito finanziario e lo sviluppo della finanza sostenibile stanno determinando l'affermarsi di nuovi modelli di *business* e di nuovi prodotti che offrono opportunità e pongono rischi.

Al fine di adeguare le proprie linee di azione al mutato contesto di riferimento, a dicembre 2023 la CONSOB ha aggiornato il Piano Strategico triennale 2022-2024 fissando nuove priorità per il 2024, anche alla luce delle attività realizzate nei primi due anni.

Nonostante le iniziative intraprese con il fine di favorire la crescita della piazza finanziaria domestica, il mercato azionario in Italia resta meno sviluppato se raffrontato alle potenzialità del sistema economico.

In termini di performance, dopo il buon andamento del 2021 (Ftse Mib +23%) e il calo del 2022 (Ftse Mib -13%), i corsi azionari sono tornati a crescere nel 2023 (Ftse Mib +28%). Anche la volatilità è calata rispetto al 2022 pur nel persistente clima di incertezza. La dinamica positiva registrata nel 2023, tuttavia, ha riguardato con minore intensità le società a ridotta capitalizzazione (Ftse Italia STAR +3% e Ftse Italia Small Cap +2%).

In questo quadro, il *delisting* di titoli azionari ha continuato a rappresentare un fenomeno critico per il mercato italiano, avendo mostrato solo un rallentamento nel 2023 rispetto all'anno precedente.

Sebbene il numero complessivo delle imprese domestiche quotate su Euronext Milan – EXM, mercato regolamentato organizzato e gestito da Borsa Italiana – e ammesse alla negoziazione su Euronext Growth Market – EGM, piattaforma multilaterale di negoziazione organizzata e gestita dalla stessa Borsa Italiana – sia salito a 426 nel 2023 (da 410 a fine 2022), gran parte dell'incremento non è ascrivibile al mercato principale EXM bensì a EGM, mercato di crescita per le PMI. Quest'ultimo ha tuttavia registrato nell'anno un netto incremento del numero di *delisting* (21 a fronte di nove nel 2022, di cui cinque passaggi a EXM). Nello specifico, nel 2023 le nuove quotazioni di emittenti italiani su EXM sono state nove e le società ammesse alla negoziazione su EGM 34 a fronte, rispettivamente, di sei e 21 revoche. Inoltre, il persistere di condizioni di incertezza circa le prospettive di crescita globale e l'instabilità geopolitica ha portato 13 società a rinunciare o a rinviare il processo di prima ammissione alla quotazione sul mercato regolamentato.

La costante crescita del numero di società ammesse alla negoziazione sull'EGM è un segnale positivo, pur se insufficiente a compensare l'impatto, in termini di capitalizzazione, delle uscite dal mercato principale, poiché l'EGM costituisce una minima quota (pari all'1% circa) della capitalizzazione totale. Quest'ultima rappresenta, a sua volta, una percentuale piuttosto contenuta del prodotto interno lordo, non raggiungendo da anni la soglia del 50% (in particolare, a fine 2023, tale rapporto si è assestato al 38% in Italia, in lieve crescita rispetto al biennio precedente ma pur sempre lontano da percentuali superiori al 100% in Francia, prossime o superiori al 90% nel Regno Unito e nei Paesi Bassi e intorno al 50% in Spagna e Germania).

Il calo della capitalizzazione dei mercati azionari è un fenomeno di portata globale che, pertanto, non interessa solo l'Italia; a livello europeo nel 2023 si è osservata una contrazione generalizzata dei volumi negoziati sui mercati regolamentati (in termini di numero di contratti conclusi), che in Italia appare meno marcata rispetto alle principali piazze europee. La dinamica è affiancata, nell'ultimo decennio, alla crescita dei cosiddetti *private markets*, ossia canali di finanziamento alternativi al credito bancario che non prevedono il ricorso al pubblico tramite l'emissione e la successiva negoziazione di strumenti finanziari.

Negli ultimi anni il mercato italiano è stato interessato anche da un mutamento nell'assetto delle proprie infrastrutture connesso all'integrazione delle attività di Borsa Italiana nel Gruppo Euronext. Il processo di integrazione, in fase di completamento, rappresenta un'opportunità per il mercato domestico anche in termini di riposizionamento competitivo nel contesto europeo.

A tal fine risulta fondamentale da un lato continuare a valorizzare le caratteristiche strategiche – operative e regolamentari – che la piazza italiana

può assumere nel contesto europeo e, dall'altro, incoraggiare una più attiva partecipazione degli investitori istituzionali italiani. Sotto il primo profilo, appare di particolare rilevanza il ruolo assunto dalla controparte centrale italiana (oggi Euronext Clearing) quale soggetto di riferimento di una funzione centralizzata di *clearing* nell'ambito del Gruppo europeo.

La CONSOB è da sempre consapevole della centralità dello sviluppo del mercato dei capitali italiano. Infatti un ecosistema efficiente, di dimensioni adeguate e con buone prospettive di crescita contribuisce al finanziamento dell'economia reale e costituisce un pilastro portante del sistema di tutela dei risparmiatori.

Per questo motivo la Commissione ha fatto proprio un approccio istituzionale più favorevole al dialogo con gli operatori, più sensibile alle istanze di semplificazione, più aperto all'innovazione e agli incentivi.

2 Le principali iniziative normative

Le riforme più recenti della disciplina europea in ambito finanziario hanno riguardato lo sviluppo dei mercati dei capitali, la finanza sostenibile e l'innovazione tecnologica.

Con riferimento alle norme in tema di sviluppo dei mercati dei capitali, alla luce della necessità di agevolare l'accesso delle piccole e medie imprese (PMI) ai mercati, secondo un principio di proporzionalità dei costi della regolamentazione, a febbraio 2024 è stato raggiunto un accordo politico a livello UE sul pacchetto legislativo denominato 'Listing Act', proposto dalla Commissione europea a fine 2022. L'iniziativa comprende i) una proposta di regolamento volto a favorire l'accesso al mercato dei capitali e la riduzione degli oneri nella fase di quotazione (prospetto) e nella fase di permanenza sul mercato (adempimenti e sanzioni in materia di abusi di mercato), ii) una proposta di direttiva tesa a facilitare la produzione di ricerche sulle PMI e iii) la creazione di segmenti di mercato qualificati come ad esempio il mercato di crescita delle PMI e una proposta di direttiva volta ad armonizzare l'applicazione delle norme in tema di azioni a voto plurimo alle imprese che intendono quotarsi sui mercati di crescita per le PMI.

Ulteriori modifiche al quadro normativo di riferimento, connesse all'obiettivo di favorire un maggiore sviluppo dei mercati europei, deriveranno dagli interventi in tema di partecipazione degli investitori al mercato dei capitali e dalla complessiva revisione della disciplina di settore. Nello specifico, il 24 maggio 2023 la Commissione europea ha pubblicato un pacchetto di proposte legislative che realizza la nuova Strategia per gli investitori al dettaglio (Retail Investment Strategy), nata dalla consapevolezza che la partecipazione degli investitori *retail* nei mercati dei capitali europei è limitata nonostante gli elevati tassi di risparmio individuali. La strategia si propone di

migliorare la comparabilità tra prodotti di investimento simili anche con riferimento alle loro caratteristiche di sostenibilità, favorire l'accesso a una consulenza adeguata, accrescere l'alfabetizzazione finanziaria, adeguare la disciplina delle comunicazioni di marketing alla luce della digitalizzazione dei servizi finanziari.

Il pacchetto, in corso di negoziato, si compone di una proposta di direttiva 'Omnibus' volta a migliorare e ad allineare la normativa europea di settore (modificando cinque direttive: MiFID II, IDD, UCITS, AIFMD e Solvency II) e una proposta di regolamento che mira a migliorare il quadro giuridico relativo ai prodotti preassemblati destinati agli investitori al dettaglio (cosiddetti PRIIPs). La proposta di direttiva 'Omnibus', in particolare, introdurrebbe misure in diverse aree rilevanti che investono i poteri e i compiti delle autorità di vigilanza.

A livello nazionale, il processo di semplificazione normativa ha condotto, nel 2022, alla pubblicazione del 'Libro Verde' del Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) del 2022, redatto con il decisivo contributo delle istituzioni, delle associazioni di categoria e degli operatori del mercato e, nel 2024, all'emanazione della legge 5 marzo 2024, n. 21 (cosiddetto DDL Capitali) entrata in vigore il 27 marzo 2024. Il provvedimento normativo attribuisce al Governo la delega per la revisione organica del Testo unico della finanza (d.lgs. 58/1998 – Tuf) e rappresenta un'ulteriore, significativa occasione di modernizzazione della disciplina dei mercati finanziari e degli emittenti. Tali innovazioni impegneranno l'Istituto anche nelle fasi successive che porteranno all'esercizio della delega e all'attuazione delle norme che saranno elaborate.

In questo quadro la CONSOB, sin dall'agosto 2022, ha adottato iniziative di semplificazione in materia di prospetti, per contribuire ad agevolare l'accesso degli emittenti al mercato dei capitali. Tali iniziative hanno portato all'allineamento dei tempi di approvazione del prospetto alla legislazione europea, hanno incoraggiato il dialogo preventivo per favorire la celerità delle istruttorie (*pre-filing*) e hanno introdotto la possibilità, a determinate condizioni, di redigere il prospetto in lingua inglese.

Il 14 dicembre 2023 è stata poi avviata una consultazione del mercato su alcune proposte per rendere più semplice anche la presentazione delle domande di approvazione dei prospetti, come l'introduzione di modelli di domanda elettronici precompilati (anche in lingua inglese), la compilazione guidata e l'eliminazione di diversi allegati non richiesti dalle norme europee. La consultazione si è chiusa il 29 gennaio 2024 e le relative modifiche alla regolamentazione CONSOB sono state approvate il successivo 20 febbraio. Sui medesimi temi è intervenuto anche il Comitato degli Operatori di Mercato e degli Investitori (COMI), istituito presso la CONSOB, emanando delle linee guida per la semplificazione dei prospetti.

Nell'ultimo biennio, la produzione normativa della Commissione europea per il mercato dei capitali è continuata senza sosta anche in relazione a due tematiche emergenti di particolare rilievo, ossia sviluppo della finanza sostenibile e innovazione tecnologica in ambito finanziario.

In tema di sostenibilità, la Direttiva (UE) 2022/2464 (Corporate Sustainability Reporting Directive - CSRD) del dicembre 2022, che amplia il perimetro di imprese che devono redigere l'informativa di sostenibilità, dovrà essere recepita entro il 6 luglio 2024, sebbene la sua applicazione avverrà in modo graduale tra il 2024 e il 2028. A dicembre è stato pubblicato anche il Regolamento delegato (UE) 2023/2772 contenente il primo set di standard europei di reporting di sostenibilità (European Sustainability Reporting Standards - ESRS).

Il 22 novembre 2023, è stato pubblicato il Regolamento (UE) 2023/2631 (Regolamento Green Bond), che detta regole uniformi per gli emittenti di obbligazioni che desiderano utilizzare la denominazione 'obbligazione verde europea' nella commercializzazione dei loro titoli. Il Regolamento, riducendo il rischio di frammentazione del mercato interno delle obbligazioni ecosostenibili, agevolerà l'individuazione delle emissioni finalizzate a raccogliere risorse destinate ad attività ecosostenibili in linea con le previsioni del Regolamento (UE) 2020/852 (Regolamento Tassonomia), che ha modificato il Regolamento (UE) 2019/2088 (Sustainable Finance Disclosures Regulation - SFDR) in materia di trasparenza nel settore finanziario. A dicembre 2023, peraltro, si è conclusa una nuova consultazione della Commissione europea sui punti di debolezza della normativa in vista di una più ampia revisione del Regolamento SFDR.

È nelle fasi finali anche il negoziato sulla proposta di direttiva sulla Corporate Sustainability Due Diligence (CS3D), per introdurre obblighi di *due diligence* rispetto agli impatti negativi (su diritti umani e ambiente) dell'attività di alcune categorie di società, delle controllate e delle imprese incluse nella catena del valore.

In tema di finanza digitale, a giugno 2023 è stato pubblicato Regolamento (UE) 2023/1114, relativo ai mercati delle cripto-attività (MiCAR), applicabile dal 30 dicembre 2024 ad eccezione delle misure su *token* collegati ad attività (titolo III) e *token* di moneta elettronica (titolo IV) che si applicheranno a partire dal 30 giugno 2024. Il Regolamento, che detta disposizioni per il mercato delle cripto-attività, è di particolare importanza per affrontare un fenomeno in crescita attualmente privo di un quadro regolamentare organico. Le cripto-attività vengono percepite come forme di investimento, soprattutto per la loro presunta negoziabilità o liquidabilità su piattaforme *online*. Si tratta, tuttavia, di attività molto rischiose poiché il loro valore è esposto ad ampie e frequenti oscillazioni. Il lungo periodo di crisi attraversato dal mercato delle cripto-attività (cosiddetto *crypto winter*) ha determinato un calo generalizzato del valore di mercato di queste attività (pari

al 65% nel 2022) che hanno poi segnato un brusco recupero nel 2023 (pari a oltre il 110%, realizzato in gran parte negli ultimi mesi dell'anno). Peraltro, i casi di prestazione abusiva di servizi di investimento hanno sempre più spesso come sottostante cripto-valute o richiamano ipotesi di investimenti in valute virtuali, e sollecitano i risparmiatori anche tramite tecniche di comunicazione, di sovente utilizzate sui *social media* dai cosiddetti *fininfluencer*, che potrebbero far leva sulle scarse competenze degli individui esponendoli a rischi di cui non hanno piena consapevolezza. Il nuovo Regolamento europeo, nel disciplinare gli abusi di mercato relativi alle cripto-attività, individua obblighi di trasparenza anche per le informazioni diffuse tramite i suddetti canali *online*. Il MiCAR implicherà l'attribuzione di nuove competenze alla CONSOB e alle altre autorità di vigilanza, tuttora in fase di elaborazione nell'ambito del processo di adeguamento dell'ordinamento nazionale.

A livello UE a marzo 2024 si è concluso l'iter di approvazione del Regolamento sull'intelligenza artificiale (cosiddetto AI Act), mentre è ancora in fase di discussione la Direttiva relativa all'adeguamento all'intelligenza artificiale delle norme in materia di responsabilità extra-contrattuale. L'AI Act prevede che le autorità competenti istituiscano almeno una sandbox regolatoria, a livello nazionale, per favorire l'innovazione, attraverso un ambiente controllato che faciliti le prove e la convalida di sistemi di intelligenza artificiale per un periodo di tempo limitato, prima della immissione sul mercato.

Sono stati altresì avviati i lavori per l'esame della proposta di regolamento in materia di accesso ai dati finanziari (cosiddetto Regolamento Open Finance) finalizzata a promuovere la creazione di un sistema di *open finance* che consenta la condivisione, tra gli operatori attivi in ambito finanziario, dei dati degli utenti. Tali misure si aggiungeranno agli interventi del 2022 riguardanti il regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito (Regolamento (UE) 2022/858 noto come Pilot Regime) e la resilienza operativa digitale del settore finanziario (Regolamento (UE) 2022/2554 Digital Operational Resilience Act - DORA e Direttiva (UE) 2022/2556).

A livello nazionale, nel 2023 è stato emanato il decreto-legge 17 marzo 2023, n. 25 (cosiddetto Decreto FinTech), già convertito in legge nella primavera del 2023. A dicembre la CONSOB, dopo consultazione pubblica, ha approvato, con delibera n. 22923, il Regolamento sull'emissione e circolazione di strumenti finanziari su tecnologie a registro distribuito (*distributed ledger technology* - DLT) che definisce i principi e i criteri relativi alla formazione e alla tenuta dell'elenco dei responsabili del registro per la circolazione digitale di strumenti finanziari e alle relative forme di pubblicità e disciplina le modalità di presentazione della domanda di iscrizione dei responsabili del registro.

In questo complesso scenario, in raccordo con le competenti sedi istituzionali nazionali, sarà importante rafforzare le modalità di partecipazione della CONSOB al processo di produzione della normativa UE, soprattutto nella

fase di impulso ed elaborazione di nuove proposte di intervento, anche con la predisposizione di documenti e riflessioni utili a indirizzare il percorso normativo europeo.

3 L'aggiornamento del Piano Strategico per il 2024

Più che in passato l'Istituto si trova oggi al centro di un'architettura complessa, crocevia di funzioni, finalità e competenze anche innovative che intervengono su settori eterogenei – mercati, servizi di investimento, revisione, informazione finanziaria e di sostenibilità, cripto-attività, *crowdfunding* – e su soggetti tradizionali e nuovi – ad esempio i responsabili di registri distribuiti per la circolazione digitale di strumenti finanziari e le terze parti che forniscono servizi ICT che supportano funzionalità critiche. Le finalità di tutela del risparmio e di trasparenza sono sempre più affiancate da attività volte a favorire l'innovazione, la crescita e lo sviluppo sostenibile.

Oltre all'evoluzione normativa, la complessità delle transizioni in corso nei mercati finanziari richiede lo sviluppo di un approccio di vigilanza innovativo, proattivo e *data-driven*.

La disponibilità di grandi volumi di dati e informazioni e la loro maggiore complessità impongono già da tempo nuove capacità gestionali e nuovi approcci di vigilanza in ottica *risk-based*, basati su sistemi tecnologici evoluti di *early warning* e rating. Tali *policy* e modelli di vigilanza sfruttano anche capacità di analisi offerte da tecnologie di intelligenza artificiale che, in prospettiva, diventeranno sempre più rilevanti per l'attività di vigilanza, l'ottimizzazione delle risorse e la riduzione degli oneri a carico del mercato.

L'Istituto è consapevole che il percorso per superare prassi e procedure tradizionali richiederà molto impegno anche in considerazione della necessità di gestire vincoli di risorse e della difficoltà nell'attrarre talenti provenienti dall'area STEM (Science, Technology, Engineering and Mathematics). La spinta all'innovazione passa anche dalla capacità di sostenere riorganizzazioni interne complesse a supporto di un'adozione, sempre più decisa, di modelli di vigilanza basati sui dati e sull'analisi dei rischi. L'*assessment* organizzativo svolto dalla CONSOB nel 2022 rappresenta solo il primo passo del processo di riforma in atto che, anche su sollecitazione degli operatori e alla luce dell'evoluzione del mercato, favorirà un maggiore orientamento all'innovazione, amplierà gli strumenti di governo dei dati e presidio dei rischi, incrementerà la capacità di pianificazione ed efficientamento gestionale. A questo obiettivo strategico la CONSOB assegna una priorità molto alta.

Le nuove linee strategiche della Commissione si sviluppano, pertanto, lungo due direttrici: ossia 'Riforma della CONSOB: tecnologia e organizzazione' e 'Competitività del mercato dei capitali: innovazione, sostenibilità e tutela del risparmio'.

3.1 La direttrice ‘Riforma della CONSOB: tecnologia e organizzazione’

Per quanto riguarda la riforma della CONSOB, gli obiettivi strategici individuati per il 2024, sono quattro e riguardano: i) il potenziamento della vigilanza *data driven* basata sull'intelligenza artificiale e sull'adozione sistematica di modelli di vigilanza *risk-based*; ii) la modernizzazione delle infrastrutture informatiche e il potenziamento della *cyber-security*; iii) l'adozione di un nuovo modello organizzativo che consenta la promozione di una cultura orientata al cambiamento e l'efficientamento dei processi operativi; iv) l'adozione di un nuovo modello di pianificazione e monitoraggio dei risultati.

Potenziare la vigilanza data driven, applicando l'intelligenza artificiale e l'adozione sistematica di modelli di vigilanza risk-based

Sarà necessario avviare, accanto ai laboratori normativi, veri e propri laboratori applicativi, nei quali si testino modelli per innovare i processi, rimuovendo anche eventuali ostacoli e costi non giustificati da bisogni di tutela sostanziale degli investitori e assicurando un *enforcement* più efficace. La CONSOB sarà quindi impegnata nell'elaborazione di nuovi modelli di vigilanza che sfruttino al meglio gli strumenti di intelligenza artificiale e volti a perseguire, tra gli altri, l'obiettivo sempre più prioritario del contrasto al *greenwashing* nella ideazione e distribuzione di prodotti e strumenti finanziari; il monitoraggio di infrastrutture a registro distribuito nell'ambito della negoziazione di titoli *tokenizzati* (STO/Pilot regime); l'applicazione di tecniche di *machine learning* per individuazione di manipolazioni di mercato; l'utilizzo di algoritmi per la lettura e l'analisi dei dati di bilancio e delle dichiarazioni non finanziarie (DNF).

Per conseguire questo obiettivo sarà fondamentale sfruttare le crescenti possibilità di valorizzazione del patrimonio dati dell'Istituto, sulla base dell'infrastruttura *data lake*, elaborando una *data strategy* dell'Istituto con forme avanzate di *governance* che consentano la progressiva adozione di soluzioni basate sull'intelligenza artificiale.

Sarà necessario altresì selezionare e realizzare specifici casi d'uso, con il concorso di competenze tecnologiche e di vigilanza, favorendo anche la crescita di profili professionali più adatti ad affrontare le sfide tecnologiche del futuro. Per questo motivo sarà imprescindibile reclutare in via prioritaria personale informatico e *data scientist*, proseguendo il programma di assunzioni avviato nel 2023 (dieci risorse con profilo informatico/STEM) e ampliare la sottoscrizione di protocolli di collaborazione e scambio con altre autorità, Università ed esperti.

La reingegnerizzazione e digitalizzazione dei processi operativi, anche se graduale, potrà ridurre i tempi e le risorse dedicate alle istruttorie amministrative, con accelerazione e snellimento delle interlocuzioni interne.

Modernizzare le infrastrutture informatiche e potenziare la cyber-security

Le dinamiche in atto nel sistema finanziario e i rischi e le opportunità associati alle applicazioni delle nuove tecnologie rappresentano una sfida per i regolatori che sono chiamati a gestirne i riflessi in termini di *governance* e di processi di vigilanza.

La transizione tecnologica della CONSOB, volta allo sviluppo di strumenti innovativi a supporto delle attività istituzionali, favorirà una più efficiente gestione dei dati di vigilanza grazie ai diversi progetti avviati inerenti all'infrastruttura *data lake* e alla migrazione al *cloud* sulla base della classificazione di dati e servizi digitali validata nel 2022 dall'Agenzia per la Cybersicurezza Nazionale. È stata deliberata l'attuazione di un programma *cloud* pluriennale, che ha preso avvio con l'adesione al Polo Strategico Nazionale per la migrazione del 'Portale CONSOB', ed è in corso il potenziamento delle misure di *disaster recovery* e di *cyber-security*, anche alla luce del protrarsi dell'instabilità geopolitica che ha causato un significativo inasprimento delle attività malevole in internet.

Adottare un nuovo modello organizzativo, promuovere la cultura del cambiamento e l'efficienza dei processi operativi

Per razionalizzare l'articolazione organizzativa, la CONSOB sta lavorando all'adozione di un nuovo modello organizzativo volto a creare maggiori sinergie tra i processi operativi, sviluppare nuove competenze e favorire l'innovazione e la comunicazione interna ed esterna. Nell'ambito della programmata riforma organizzativa, l'Istituto definirà funzioni, ruoli e *governance* del cambiamento interno.

Adottare un nuovo modello di pianificazione e monitoraggio dei risultati

Contestualmente alla riforma organizzativa, la CONSOB adotterà un nuovo modello di pianificazione degli obiettivi e monitoraggio dei risultati, dando piena attuazione agli strumenti gestionali previsti dal nuovo Regolamento del personale e dai modelli per l'evoluzione dei profili di carriera dei dipendenti più giovani. Con particolare riferimento a questi ultimi, sono stati avviati progetti finalizzati ad accrescere gli scambi di esperienze professionali a livello domestico e internazionale, quali *secondment* presso omologhe autorità estere e scambi presso autorità italiane.

Nell'anno in corso l'Istituto si propone altresì di validare i risultati del progetto-pilota per il controllo di gestione, completarne la realizzazione e valutare i costi di processo nel 2024.

3.2 La direttrice ‘Competitività del mercato dei capitali: innovazione, sostenibilità e tutela del risparmio’

Per quanto riguarda la competitività del mercato dei capitali, l'aggiornamento del Piano Strategico della CONSOB per il 2024 prevede cinque nuovi obiettivi strategici volti a: i) promuovere l'accesso delle imprese al mercato dei capitali italiano; ii) potenziare la capacità di partecipare al processo di redazione di nuove norme UE; iii) incentivare l'innovazione nell'industria finanziaria (FinTech), tutelando gli investitori nel mercato digitale; iv) promuovere lo sviluppo della finanza sostenibile e contrastare i fenomeni di *greenwashing*; v) potenziare il dialogo con gli *stakeholders* (comunicazione ed educazione finanziaria).

Promuovere l'accesso delle imprese al mercato dei capitali italiano

Al fine di conseguire, in continuità con gli anni scorsi, l'obiettivo strategico di promuovere l'accesso delle imprese al mercato dei capitali italiano, la CONSOB si impegna a proseguire nella semplificazione dei procedimenti e nella riduzione dei tempi amministrativi.

Sarà quindi avviata, appena completato l'iter legislativo relativo al 'Listing Act' europeo e alla luce della legge 5 marzo 2024, n. 21 (DDL Capitali), la revisione sistematica di atti regolamentari, orientamenti e procedure/prassi di competenza. Le semplificazioni saranno valutate anche alla luce della prevista revisione del Tuf. Sarà anche monitorata l'efficacia delle modifiche regolamentari in tema di prospetto, introdotte con delibera n. 22423 del 5 agosto 2022 ed entrate in vigore il successivo 20 agosto, e del nuovo regime di *listing* di Borsa Italiana entrato in vigore il 3 ottobre 2022 sia dal punto di vista della riduzione dei costi per gli emittenti e dei tempi delle istruttorie sia da quello della tutela degli investitori.

È inoltre in programma lo sviluppo di nuovi strumenti di lavoro e nuove *policy* di controllo per favorire semplificazione, standardizzazione e convergenza europea nei procedimenti di scrutinio del prospetto e una più agevole comunicazione con i soggetti esterni. Sarà privilegiato l'approccio *risk-based* sostenuto in sede ESMA, valutando l'opportunità di misure europee di livello 3 e di linee guida applicative in sede nazionale.

Anche per lo scrutinio dei prospetti di debito oltre alle nuove *policy* e procedure organizzative adottate a febbraio 2024 al fine di ottimizzarne i tempi e le modalità, l'Istituto intende, altresì, avviare una pubblica consultazione con cui verrà sottoposta all'attenzione del mercato l'ipotesi di attribuire agli uffici competenti e non più alla Commissione l'atto finale di approvazione dei prospetti e degli eventuali supplementi, con ciò accorciando ulteriormente l'iter autorizzativo. Sarà altresì monitorato il possibile sviluppo del mercato del debito tramite emissioni di *token*.

A seguito del recepimento della Direttiva sui diritti degli azionisti (Direttiva (UE) 2017/828 – SHRD II), la CONSOB fornirà al mercato chiarimenti interpretativi e linee guida in materia di operazioni con parti correlate.

Accanto alla semplificazione regolamentare volta a ridurre gli oneri associati all'accesso e alla permanenza sul listino, occorre tuttavia avviare anche una riflessione di sistema sugli strumenti più adeguati a incrementare competitività e attrattività della piazza finanziaria domestica. Il mercato italiano, infatti, risulta caratterizzato da una presenza ancora piuttosto contenuta degli investitori istituzionali che hanno tipicamente un ruolo importante nello sviluppo dei mercati, apportando liquidità e incentivando le società partecipate a migliorare le proprie performance. Un mercato in cui la presenza di investitori istituzionali risulti strutturalmente più stabile ed elevata amplirebbe, da un lato, le opportunità di finanziamento delle piccole e medie imprese e la crescita di imprese già quotate e, dall'altro, le opportunità di investimento per i risparmiatori. La riflessione dovrà essere condotta alla luce delle specificità del tessuto economico italiano pur nel più ampio quadro regolamentare europeo.

Potenziare la capacità di indirizzo del processo di scrittura di nuove norme UE

Considerata la crescente rilevanza dell'attività normativa europea nel processo di massima armonizzazione della disciplina dei mercati finanziari, la CONSOB ritiene prioritario ampliare l'area di monitoraggio in sede UE, in modo da assicurare un presidio dell'Istituto sin dalla fase di impulso ed elaborazione di nuove proposte di intervento, con l'obiettivo di incidere in maniera più efficace sull'iter di produzione della normativa UE attraverso un piano di azione cui partecipino tutte le funzioni interessate della CONSOB.

Incentivare l'innovazione nell'industria finanziaria (FinTech), tutelando gli investitori nel mercato digitale

In vista dell'entrata in vigore del MiCAR e considerate le esigenze di tutela degli investitori anche nel mercato digitale, oltre a elaborare il contributo normativo per l'adeguamento dell'ordinamento italiano, la CONSOB parteciperà alla redazione della normativa delegata ESMA (standard regolamentari e tecnici e linee guida) e analizzerà gli impatti della normativa MiCAR sull'assetto ordinamentale e di vigilanza e sull'industria finanziaria, adottando le *best practices* di vigilanza definite a livello europeo per prevenire arbitraggi regolamentari.

Sarà anche importante partecipare alla definizione in sede ESMA del contenuto e del format del documento informativo relativo alle offerte di cripto-attività (*white paper*) e delle linee guida per aiutare gli operatori a distinguere le cripto-attività dagli strumenti finanziari MiFID, sulle quali a gennaio 2024 l'ESMA ha avviato una consultazione.

Nel mondo digitale proseguirà l'opera di contrasto agli abusivismi finanziari *online*, favorendo l'utilizzo dello strumento del *mystery shopping* nel monitoraggio delle attività di promozione e potenziando gli strumenti tecnologici per intercettare e contrastare i fenomeni abusivi.

Alla luce della normativa europea sul *crowdfunding* (Regolamento (UE) 2020/1503) e del termine del regime transitorio a fine 2023, l'Istituto sta elaborando un nuovo modello di vigilanza nei confronti dei gestori di portali e un modello di analisi delle informazioni in chiave SupTech.

Per la tutela degli investitori al dettaglio, a seguito del completamento dell'iter legislativo UE della Retail Investment Strategy, sarà necessario adeguare le norme nazionali e la vigilanza avviando una ulteriore revisione dei regolamenti e degli orientamenti applicativi della CONSOB.

Nell'ottica di favorire l'innovazione tecnologica minimizzando i possibili rischi in termini di stabilità dei mercati e di tutela degli investitori, sarà altresì importante continuare a monitorare gli sviluppi in ambito finanziario delle applicazioni di tecniche di intelligenza artificiale, in particolare di tipo generativo, che hanno potenzialità tali da modificare profondamente metodi di lavoro e interazioni tra operatori economici.

Promuovere lo sviluppo della finanza sostenibile e contrastare i fenomeni di greenwashing

La finanza sostenibile va incoraggiata tutelando gli investitori e contrastando i fenomeni di *greenwashing*.

L'attività di tutela della CONSOB continuerà a fondarsi innanzitutto sulla vigilanza della correttezza dell'informativa resa da emittenti e intermediari, ma l'Istituto intende adottare anche nuove *policy* e un modello di vigilanza integrata per valorizzare tutte le informazioni sui profili ESG (*environmental, social and governance*) acquisite dalle diverse funzioni della CONSOB. Tali attività potranno beneficiare anche del Technical Support Instrument (TSI) della Commissione europea avviato nel 2023.

Si dovrà poi rafforzare la vigilanza diretta sull'informativa non finanziaria, secondo le priorità fissate dall'ESMA e tenendo conto della interconnessione tra informazioni finanziarie e non finanziarie. La disciplina in materia di sostenibilità introduce anche nuovi profili di vigilanza sul governo societario, ad esempio sulle iniziative degli organi di controllo delle società in materia di *sustainability reporting* o sulle politiche di remunerazione e di *engagement* (presenza di collegamenti tra compensi degli amministratori esecutivi e performance non finanziarie e rilevanza dei temi ESG per i *board* e lo *stakeholder engagement*).

Nell'ambito degli annunci pubblicitari di fondi Ucits (*undertakings for the collective investment in transferable securities*) e fondi di investimento alternativi (Fia) proseguirà la verifica della coerenza con la documentazione

d'offerta e si cercherà di intercettare enfattizzazioni ingiustificate dei profili ESG. Grazie ad azioni comuni ESMA vigilerà a livello europeo sull'adeguamento dei gestori alla normativa ESG, sia nel processo decisionale di investimento sia nella *disclosure* a livello di entità e di prodotto nonché sull'integrazione delle tematiche ESG nelle procedure di *product governance* e di valutazione dell'adeguatezza.

Potenziare il dialogo con gli stakeholders (comunicazione ed educazione finanziaria)

In quest'epoca di transizioni, la CONSOB intende anche potenziare il dialogo con gli *stakeholders*, sia attraverso il rinnovamento del portale in modo da consentire più efficaci soluzioni di ricerca e di dialogo interattivo, sia proseguendo e rafforzando le interazioni con il COMI (Comitato degli Operatori di Mercato e degli Investitori), sia potenziando l'educazione finanziaria, con rinnovati approcci metodologici per raggiungere in particolare insegnanti, adulti e PMI.

Con riferimento agli insegnanti, la previsione contenuta nella legge 5 marzo 2024, n. 21, volta a inserire l'educazione finanziaria nella programmazione scolastica, contribuirà alla diffusione delle competenze finanziarie di base e di una maggiore consapevolezza nella gestione delle finanze personali. L'Istituto ha accolto con grande favore questa innovazione che potrebbe condurre nel tempo a colmare il divario di competenze che colloca i cittadini italiani in una posizione di forte svantaggio nel confronto internazionale. La norma individua nei docenti una leva trainante del nuovo paradigma culturale e consente alle Istituzioni di valorizzare il lavoro sin qui realizzato, continuando a lavorare a fianco degli insegnanti e al servizio degli studenti. In merito alle PMI, invece, proseguiranno i lavori volti a coinvolgere il mondo accademico e l'industria in un percorso formativo *ad hoc* che la CONSOB ha avviato nel 2023 in collaborazione con l'Università dell'Insubria.

4 Il Collegio: composizione e attività

Dall'inizio del 2023 è cambiata la composizione del Collegio. Il giudice dottor Giuseppe Maria Berruti e il dottor Paolo Ciocca hanno cessato il proprio incarico rispettivamente il 1° febbraio e il 31 marzo 2023. Il 5 giugno 2023 sono stati nominati la dottoressa Gabriella Alemanno e il dottor Federico Cornelli. Nel corso dell'anno la Commissione si è riunita 73 volte nell'arco di 45 settimane (il dato si attestava a 81 riunioni nel 2022), nel corso delle quali sono state esaminate 962 pratiche (1.023 nel 2022) e sono state emanate 402 delibere (402 nel 2022).

Tra le delibere adottate nel 2023, 167 si riferiscono a provvedimenti con cui si è ordinata la cessazione della violazione rappresentata dalla prestazione abusiva di servizi di investimento tramite internet che hanno

condotto all'oscuramento di 185 siti internet (1.000 complessivamente tra il 1° luglio 2019 e il 31 dicembre 2023). Nel 2023 sono stati definiti 41 procedimenti sanzionatori (26 nel 2022), 31 dei quali si sono chiusi con l'adozione di delibere sanzionatorie nei confronti di 66 soggetti (65 nel 2022), per un ammontare complessivo delle sanzioni amministrative pecuniarie applicate pari a circa 3 milioni di euro (5,3 milioni di euro nel 2022).

Al fine di migliorare l'efficienza dei procedimenti istruttori e ridurre i tempi di svolgimento, nel mese di dicembre 2023, il Collegio ha deliberato un aggiornamento dell'elenco delle attività delegate ai responsabili delle singole unità organizzative (ai sensi dell'art. 20 del Regolamento di organizzazione e funzionamento). Con tale delibera si attestano a 25 gli ambiti in cui la competenza allo svolgimento di attività applicative, comportanti esclusivamente giudizi tecnici non discrezionali, è stata attribuita direttamente ai responsabili delle Divisioni. Tale procedura consente una riduzione dei tempi di lavorazione delle pratiche evitando che il Collegio si esprima nuovamente su questioni meramente formali.

La CONSOB ha collaborato con la Banca d'Italia per agevolare l'esercizio delle rispettive funzioni di vigilanza, soprattutto con lo scambio di informazioni, il coordinamento nell'ambito dell'attività ispettiva e gli approfondimenti riguardanti singoli intermediari/emittenti, nonché con riferimento alle infrastrutture di mercato (*trading* e *post-trading*) e alla strategia comune per rafforzare la sicurezza cibernetica del settore finanziario italiano. Nel 2023, la CONSOB e la Banca d'Italia hanno tenuto due riunioni del Comitato strategico e sei riunioni del Comitato tecnico, istituiti nel 2018, oltre a numerosi incontri nell'ambito dei tavoli tecnici di lavoro congiunto dedicati all'approfondimento di tematiche di comune interesse. A giugno 2023 le due Autorità hanno sottoscritto il protocollo d'intesa, che definisce gli ambiti della cooperazione alla luce del Regolamento (UE) 2020/1503, relativo ai fornitori di servizi di *crowdfunding*. Il 27 febbraio 2024 la CONSOB e la Banca d'Italia hanno sottoscritto un protocollo d'intesa sulla collaborazione in materia di emittenti che ha l'obiettivo di rafforzare la cooperazione tra le due Autorità nell'esercizio delle rispettive attività istituzionali sugli emittenti vigilati.

L'Istituto ha collaborato anche con l'IVASS per agevolare l'esercizio delle rispettive funzioni di vigilanza, soprattutto con lo scambio di informazioni, il coordinamento nell'ambito dell'attività ispettiva e gli approfondimenti riguardanti soggetti vigilati. Nel 2023, la CONSOB e l'IVASS hanno tenuto due riunioni del Comitato strategico e una riunione del Comitato tecnico, istituiti nel 2021, oltre a numerosi incontri nell'ambito dei tavoli tecnici di lavoro congiunto dedicati all'approfondimento di tematiche di comune interesse.

Nel 2023 è stata rinnovata la composizione del Comitato degli Operatori di Mercato e degli Investitori (COMI) con la delibera n. 22869 del 2 novembre 2023 e con la delibera n. 22889 del 15 novembre 2023. Il mandato

dei componenti ha durata biennale, può essere rinnovato una sola volta e decorre dalla prima riunione del COMI.

* * *

La presente Relazione illustra nella parte B le attività più rilevanti dello scorso anno con riguardo a tutte le aree di interesse istituzionale, dando evidenza dei principali profili innovativi. Il documento si conclude con l'Appendice statistica riportata nella Parte C.

L'attività B

1 I profili innovativi

La sicurezza cibernetica delle infrastrutture di mercato

Nel 2023, in linea con gli obiettivi della strategia per rafforzare la sicurezza cibernetica delle infrastrutture finanziarie italiane, delineata dalla CONSOB e dalla Banca d'Italia nel 2020, è proseguita la valutazione delle Cyber Resilience Oversight Expectations for Financial Market Infrastructures (CROE) con riferimento alle sedi di negoziazione e alle infrastrutture di *post-trading* italiane.

La CONSOB ha sottoscritto un protocollo d'intesa con la Banca d'Italia e l'IVASS volto a definire il quadro della *governance* e le modalità di collaborazione tra le Autorità per l'esercizio di compiti di comune interesse e a meglio specificare ruoli e funzioni delle figure previste dalla Guida nazionale TIBER IT, adottata nel 2022 per incrementare la resilienza cibernetica del sistema finanziario domestico attraverso l'adattamento e l'impiego nel contesto italiano del quadro europeo per lo svolgimento di test avanzati di sicurezza (European Threat Intelligence Based Ethical Red Teaming - TIBER EU).

Le attività connesse all'assetto delle infrastrutture di mercato

Nel 2023, la CONSOB ha proseguito la supervisione strategica e le connesse attività di monitoraggio e verifica del processo di integrazione di Borsa Italiana Spa e delle altre società del Gruppo (MTS Spa; Monte Titoli Spa, ora Euronext Securities; Cassa di Compensazione e Garanzia Spa, ora Euronext Clearing) all'interno del Gruppo Euronext, avviato nel 2021 a seguito dell'acquisizione del gestore italiano da parte del Gruppo Euronext.

In particolare, sono stati verificati gli aspetti di tipo organizzativo, microstrutturale e regolamentare, funzionali alla prevista migrazione dei mercati di Borsa Italiana sulla piattaforma tecnologica Optiq del Gruppo Euronext. La migrazione è stata condotta in tre fasi. La prima fase, realizzata nel mese di marzo, ha riguardato i mercati *equity/equity-like*, la seconda, effettuata nel mese di settembre, ha riguardato i mercati *fixed income* e di *warrants* e *certificates*, mentre la terza fase relativa al mercato Idem degli strumenti derivati è stata attuata il 25 marzo 2024.

Nell'anno, la CONSOB e la Banca d'Italia hanno monitorato anche lo sviluppo del progetto di internalizzazione dei flussi di *clearing* dei mercati del Gruppo Euronext, finalizzato a designare la controparte centrale (CCP) italiana, Euronext Clearing (Cassa di Compensazione e Garanzia Spa), come CCP di default per i mercati a pronti e come unica CCP per i mercati dei derivati del Gruppo Euronext. Il 6 novembre 2023, a seguito della conclusione delle istruttorie di vigilanza previste, la CCP italiana ha iniziato a prestare servizi di compensazione per il mercato a pronti Euronext Brussels, mentre dal 27 novembre presta tali servizi anche per tutti gli altri mercati a pronti del Gruppo (Amsterdam, Dublino, Lisbona e Parigi). Sono state avviate le attività relative alla migrazione dei flussi di *clearing* per i mercati derivati del Gruppo, prevista per il 2024.

L'attività connessa all'innovazione tecnologica

Nel 2023 è proseguita l'attività di vigilanza connessa ai progetti per la sperimentazione FinTech inerenti a servizi e attività di investimento. In particolare, la CONSOB, nell'ambito della cosiddetta sandbox regolamentare di cui all'art. 36 del decreto-legge 34/2019, ha partecipato, cooperando con la Banca d'Italia, al monitoraggio dei progetti che erano stati ammessi a sperimentazione nella prima finestra temporale¹. In vista dell'apertura della seconda finestra, nel periodo dal 3 novembre fino al 5 dicembre 2023, l'Istituto ha condotto interlocuzioni informali per fornire supporto agli operatori interessati a presentare domande di ammissione. Gli sviluppi normativi del 2023, che hanno portato all'emanazione del decreto-legge 17 marzo 2023, n. 25 (cosiddetto Decreto FinTech) e al Regolamento CONSOB sull'emissione e circolazione di strumenti finanziari su DLT potrebbero incentivare iniziative in questo ambito.

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

La vigilanza sui mercati si è articolata in una serie di controlli aventi ad oggetto sia le piattaforme di negoziazione (i cui principali indicatori sono riportati in Appendice alle Tav. al.1 - Tav. al.5) sia le infrastrutture di post-negoziazione e ha riguardato, tra le altre cose, il monitoraggio dei meccanismi di gestione della volatilità in essere, dell'andamento della liquidità *intraday*, delle condizioni di accesso agli scambi, dell'attività dei partecipanti al mercato e dei *liquidity providers*, nonché delle misure e dei presidi adottati per mitigare i rischi collegati alla resilienza operativa e alla sicurezza informatica.

¹ Nel corso di questa prima finestra temporale la CONSOB ha ricevuto diverse istanze di ammissione alla sperimentazione relative a progetti di innovazione tecnologica nel settore finanziario presentate da operatori del settore FinTech non sottoposti a regolazione o vigilanza e da gestori di portali di *crowdfunding* autorizzati e ha svolto le relative istruttorie.

La vigilanza regolamentare sulle piattaforme di negoziazione

Nel 2023 la CONSOB ha svolto le consuete verifiche di conformità alla normativa vigente sulle modifiche apportate dai gestori ai regolamenti dei rispettivi mercati (mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione o MTF) e alle relative disposizioni di attuazione (Tav. al.6 – Tav. al.8).

Le modifiche ai regolamenti delle sedi di negoziazione gestite da Borsa Italiana hanno riguardato la già citata migrazione dei mercati sulla piattaforma Optiq del Gruppo Euronext, come detto sviluppatasi in tre fasi, due delle quali concluse nel 2023². Ulteriori modifiche ai mercati regolamentati hanno riguardato la disciplina dell'ammissione alla negoziazione sul mercato delle Società di Investimento Immobiliare Quotate (SIIQ) e l'esclusione su richiesta dalle negoziazioni di emittenti di diritto estero con azioni quotate nei relativi mercati.

Con riferimento ai sistemi multilaterali di negoziazione, nel novembre 2023 MTS Spa ha avviato l'operatività di un nuovo segmento (denominato 'EU') di MTS Cash Domestic, dedicato alla negoziazione di strumenti finanziari emessi dall'UE e riservato a operatori che abbiano ottenuto la qualifica di *EU primary dealer* presso la Commissione europea mentre, nel dicembre 2023, ha chiuso MTS Wematch Interdealer Swaps EU MTF, dedicato alla negoziazione di *swap* su tassi di interesse.

Vorvel Sim Spa (ex Hi-MTF Sim Spa), in seguito al *rebranding* delle sedi gestite e della denominazione sociale nel mese di dicembre 2022, ha operato un riassetto del proprio regolamento e una semplificazione del modello microstrutturale del sistema multilaterale di negoziazione Vorvel Equity Auction, in precedenza denominato Hi-MTF Order Driven – Segmento Azionario³.

Con riguardo agli internalizzatori sistematici, oltre alla consueta vigilanza sul riscontro nel continuo delle relative condizioni di operatività, è stata svolta un'apposita verifica di vigilanza circa il rispetto degli obblighi di quotazione previsti dalla normativa europea di riferimento e di comunicazione verso la CONSOB.

Nel mese di dicembre 2023, la CONSOB ha rilasciato il nulla osta all'estensione dell'operatività sul mercato regolamentato IDEM gestito da

- 2 Più nel dettaglio, la fase I relativa ai mercati regolamentati Euronext Milan, Euronext MIV Milan e ETFPlus, nonché agli MTF per gli strumenti *equity/equity-like*, è avvenuta il 27 marzo 2023, la fase II, relativa al mercato MOT, nonché agli MTF per gli strumenti obbligazionari, è avvenuta l'11 settembre 2023 e la fase III, relativa al mercato Euronext Derivatives Milan (già IDEM) per gli strumenti finanziari derivati, è prevista per il 25 marzo 2024.
- 3 Nello specifico, la nuova microstruttura prevede la presenza di tre comparti (cosiddetto *Gate*) ad asta settimanale, contraddistinti da soglie di riferimento e limiti di inserimento ordini e validazione del prezzo d'asta differenziati per livello di liquidità, e da una frequenza minima differenziata per il calcolo del prezzo di riferimento. Le modifiche hanno altresì introdotto ulteriori previsioni con riferimento all'informativa al pubblico da parte degli emittenti in caso di attività di sostegno della liquidità, *ex ante* (programma di sostegno della liquidità) ed *ex post*.

Borsa Italiana, in qualità di partecipanti, degli intermediari con sede negli Stati Uniti d'America, ai sensi dell'art. 70, comma 2, del Tuf. Il rilascio di tale nulla osta è avvenuto d'intesa con l'Autorità di Regolazione per Energia, Reti e Ambiente (ARERA), poiché sull'IDEM sono ammessi a negoziazione anche strumenti finanziari derivati su energia e gas.

La segnalazione delle negoziazioni

Nel 2023 è proseguita la vigilanza sulla correttezza delle informazioni trasmesse dagli intermediari alla CONSOB, in ottemperanza agli obblighi di segnalazione delle operazioni (cosiddetto regime di *transaction reporting*), e sono stati forniti ulteriori chiarimenti di carattere attuativo della disciplina.

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

La trasparenza e l'ordinato svolgimento delle negoziazioni

Nel 2023 è proseguito il riscontro delle modalità con cui i dati di mercato vengono messi a disposizione da parte delle sedi di negoziazione, in conformità con quanto previsto dalla normativa MiFID II/MiFIR.

L'Istituto ha monitorato anche la corretta attuazione, da parte dei soggetti vigilati, dei requisiti di trasparenza delle negoziazioni previsti dal quadro regolamentare nazionale e della UE nonché svolto la consueta attività istruttoria relativa al regime di trasparenza pre- e post-negoziazione, inclusa la vigilanza collegata all'applicazione del cosiddetto meccanismo del massimale sul volume⁴ (*double volume cap* – DVC; Tav. al.9). In particolare, nel corso del 2023, l'Istituto ha adottato dieci provvedimenti di sospensione dell'utilizzo delle deroghe alla trasparenza su 23 strumenti finanziari *equity/equity-like*, ad esito delle comunicazioni mensili da parte dell'ESMA degli strumenti finanziari che hanno superato le soglie di volume negoziato previste per il DVC. Le sospensioni sulle sedi di negoziazione italiane sono state attivate a seguito del superamento della soglia europea dell'8%, mentre la soglia del 4% su singola sede di negoziazione non è risultata mai superata sui mercati italiani⁵.

La vigilanza sull'ordinato svolgimento delle negoziazioni e, in particolare, sull'operatività delle imprese di investimento che svolgono attività

4 Il meccanismo DVC rappresenta un presidio a garanzia che le negoziazioni esentate dal regime di trasparenza pre-negoziazione si mantengano entro limiti prefissati. Tali esenzioni, consentite dalla regolamentazione, vengono tipicamente utilizzate per le negoziazioni realizzate nelle cosiddette *dark pools*.

5 Nel 2023 è proseguita anche l'attività volta al miglioramento della qualità delle informazioni anagrafiche e quantitative sugli strumenti finanziari, inviate dalle sedi di negoziazione italiane al database FITRS dell'ESMA.

di negoziazione algoritmica (*algo-trading*) o che implementano tecniche di negoziazione algoritmica ad alta frequenza (HFT) sui mercati italiani si è concentrata, tra l'altro, sulla predisposizione della Guida operativa '*Algo-trading* e HFT: Mappatura del quadro regolamentare e degli obblighi di comunicazione alla CONSOB', che si rivolge alle imprese di investimento che svolgono tali attività. La Guida, pubblicata nel mese di giugno 2023 a seguito di consultazione con i rappresentanti delle Associazioni di categoria (l'Associazione Bancaria Italiana - ABI e l'Associazione Intermediari Mercati Finanziari - AMF Italia), è finalizzata a coadiuvare i soggetti vigilati nell'adempimento degli obblighi informativi anche attraverso la proposta di schemi documentali per l'invio delle informazioni e dei dati.

3 Il *post-trading* e i derivati OTC

In materia di obblighi di *reporting* dei contratti derivati previsti dal Regolamento (UE) n. 648/2012 (EMIR), come modificato dal Regolamento (UE) 2019/834 (Regolamento REFIT), la CONSOB ha verificato correttezza, completezza e accuratezza delle segnalazioni relative ai contratti derivati, in coordinamento con l'ESMA nell'ambito del *Framework for provision of data and follow-up on EMIR significant data quality issues*. Nel 2023, l'Istituto ha ritenuto sussistenti le condizioni per esentare le controparti di contratti derivati infragruppo dall'obbligo di segnalazione in 16 casi, alla luce della possibilità introdotta in tal senso dal REFIT.

In applicazione del Regolamento (UE) n. 909/2014 (CSDR), nel corso dell'anno la CONSOB e la Banca d'Italia hanno concluso il terzo processo di riesame di disposizioni, strategie, procedure e meccanismi adottati da Monte Titoli Spa, depositario centrale italiano. Il 24 maggio 2023, con la delibera 22709 la CONSOB, d'intesa con la Banca d'Italia, ha altresì autorizzato alcune modifiche al regolamento dei servizi offerti dal depositario centrale italiano che hanno riguardato, principalmente, il servizio di identificazione dei titolari degli strumenti finanziari e quello di supporto a eventi societari. Le modifiche sono conseguenti al Provvedimento CONSOB/Banca d'Italia del 10 ottobre 2022 con cui si è adeguato il Provvedimento Unico sul Post-Trading del 13 agosto 2018 alle novità introdotte dalla Direttiva sui diritti degli azionisti (Direttiva (UE) 2017/828 - SHRD II).

Nel corso del 2023, la CONSOB e la Banca d'Italia hanno effettuato la valutazione annuale del piano di risanamento della CCP italiana, Euronext Clearing (Cassa di Compensazione e Garanzia Spa), aggiornato dalla società ai sensi della disciplina di risanamento e risoluzione delle controparti centrali, recata dal Regolamento (UE) 2021/23. Le due Autorità hanno avviato l'annuale riesame di disposizioni, strategie e procedure adottate dalla controparte centrale, secondo quanto previsto dal Regolamento EMIR.

4 Le vendite allo scoperto

Le notifiche di posizioni nette corte su azioni italiane (PNC – che includono vendite allo scoperto e altre posizioni ribassiste) ricevute dalla CONSOB nel corso del 2023 sono state oltre 10 mila. Di queste, quasi l'8% sono state pubblicate in quanto di entità pari o superiore allo 0,5% del capitale sociale dell'emittente (Tav. al.10).

A fine 2023, 17 intermediari beneficiavano dell'esenzione dall'obbligo di notifica delle PNC e dal divieto di effettuare vendite allo scoperto 'nude' per le attività di *market making* svolte, mentre 15 intermediari beneficiavano dell'esenzione per le attività di *primary dealer* su titoli di Stato italiani.

5 Gli studi societari e i giudizi di rating

Nel corso dell'anno, la CONSOB ha proseguito la consueta attività di monitoraggio e di vigilanza su studi diffusi dagli intermediari finanziari e *rating action* delle agenzie di rating, riguardanti società italiane con titoli quotati o negoziati su MTF o il debito sovrano italiano.

Il crescente utilizzo di social media e di altri 'canali innovativi', anche in relazione alla diffusione di raccomandazioni di investimento, ha determinato, nel 2023, l'intensificarsi delle attività di vigilanza in tale ambito, sia a livello nazionale sia a livello europeo. In particolare, l'ESMA ha analizzato le caratteristiche e le potenziali criticità connesse all'attività di vigilanza riferita alla diffusione di raccomandazioni di investimento tramite *social media* o altri canali *online*, e ha individuato l'obiettivo di svolgere attività di sensibilizzazione nei confronti degli operatori di mercato e degli investitori che utilizzano i suddetti canali. Al riguardo, a febbraio 2024 l'ESMA ha pubblicato un *warning* sulle modalità di applicazione dei requisiti previsti dal Regolamento sugli abusi di mercato (MAR) per tali tipologie di raccomandazioni e i rischi di condotte illecite connesse alla diffusione delle stesse.

Gli studi societari

Con riferimento alla diffusione delle raccomandazioni di investimento (definite anche 'studi' o 'ricerche') nel 2023 i soggetti abilitati hanno trasmesso alla CONSOB oltre 12 mila ricerche (in diminuzione del 12% circa rispetto al 2022, Tav. al.11) relative a emittenti quotati nei mercati regolamentati o negoziati sull'Euronext Growth Milan, di cui circa il 23,8% di tipo monografico. Tali studi risultano prodotti in prevalenza da soggetti abilitati italiani (52,6% del totale).

Nell'anno, in due casi è stata richiesta ai soggetti abilitati la pubblicazione di raccomandazioni d'investimento (rispetto alle cinque del 2022), a seguito della presenza sul mercato di notizie o indiscrezioni sul

contenuto di tali studi, suscettibili di fornire agli investitori una rappresentazione non corretta del relativo quadro informativo, nonché in presenza di una sensibile variazione del prezzo di mercato o del volume degli scambi degli strumenti finanziari oggetto della raccomandazione.

Come già indicato, nel corso dell'anno è stato intensificato il monitoraggio sulle raccomandazioni di investimento diffuse tramite siti web, *forum* e *social media*, al fine di individuare eventuali criticità riferite sia a possibili violazioni delle disposizioni in materia di *fair presentation* e *disclosure* dei conflitti di interesse, sia a possibili profili di abusi di mercato⁶. In tale ambito sono in corso studi e analisi finalizzati ad arricchire il modello di vigilanza con strumenti innovativi, inclusa l'intelligenza artificiale.

Inoltre, è stato intensificato il monitoraggio sulla diffusione delle informazioni relative ai fattori ESG, presenti con sempre maggiore frequenza negli studi societari. La relativa attività di vigilanza ha riguardato, oltre a profili di *fair presentation*, il confronto tra l'informativa primaria diffusa dagli emittenti quotati e il contenuto degli studi, riferiti agli stessi aspetti di sostenibilità, al fine di individuare eventuali casi di mancata correttezza informativa, inclusi possibili fenomeni di *greenwashing*.

I giudizi di rating

Nel corso dell'anno, è proseguita l'attività di monitoraggio sulla diffusione dei giudizi di rating in concomitanza di specifici eventi societari; tale attività è stata particolarmente intensa in occasione della diffusione dei giudizi di rating sul debito sovrano italiano⁷.

È stato intensificato il monitoraggio sulla diffusione delle informazioni relative a fattori ESG contenuti all'interno dei rating del credito e di quelle presenti nei rating di sostenibilità⁸.

L'attività di monitoraggio sulla diffusione di informazioni ESG è stata, in particolare, finalizzata all'individuazione di eventuali difformità tra le

6 Sul fenomeno è stato anche condotto un approfondimento in ambito ESMA in cui sono stati analizzati e descritti i profili e le caratteristiche di alcune figure che elaborano e diffondono informazioni e valutazioni, che possono costituire raccomandazioni di investimento, tramite canali "innovativi" quali i social media: tra queste, gli *'expert'* e i soggetti *'professional'*, mentre, in merito alle relative attività di analisi, è stata esaminata la distinzione tra raccomandazioni implicite ed esplicite o dirette e indirette, e sono stati individuati i potenziali rischi, in termini di abusi di mercato (*insider trading* e manipolazione del mercato), che possono avere origine dalla diffusione di informazioni sui *social media*.

7 Al riguardo, sono stati analizzati i contenuti di alcuni studi e giudizi di rating, riferiti alla situazione macroeconomica dell'Italia, che ipotizzavano possibili impatti sul relativo rating sovrano e sui titoli di Stato italiani, considerando l'effetto di un eventuale declassamento del rating sovrano su vari Programmi che riguardano i titoli di Stato italiano presso la BCE, nonché in termini di aumento del costo del debito dell'Italia.

8 Con particolare riferimento ai rating creditizi, tale monitoraggio ha avuto in primo luogo la finalità di verificare l'adempimento delle disposizioni contenute nelle linee guida dell'ESMA *On Disclosure Requirements Applicable to Credit Ratings*, pubblicate nel marzo 2021, che individuano criteri specifici relativi alla *disclosure* dei fattori ESG, qualora essi rappresentino dei *key driver* per cambiamenti del rating o dell'*outlook*.

informazioni diffuse dagli emittenti quotati riferite a elementi ESG e quelle, relative agli stessi emittenti, contenute nei rating di sostenibilità e nei rating del credito, al fine di individuare eventuali incongruenze o profili di mancata correttezza informativa da parte degli emittenti o di soggetti terzi quali le agenzie di rating del credito o le agenzie di rating ESG, che potrebbero configurare anche fenomeni di *greenwashing*.

6 Gli abusi di mercato

La detection

Nel corso del 2023, come di consueto, la sorveglianza sul regolare andamento delle negoziazioni è stata effettuata prevalentemente attraverso l'analisi delle evidenze relative a comportamenti anomali individuati dai sistemi di vigilanza dell'Istituto, sia in tempo reale sia in differita. Oltre a tale analisi, l'attività di vigilanza su possibili condotte abusive si è avvalsa delle informazioni presenti nei dati contenuti nei flussi di *transaction reporting* forniti dagli intermediari e dalle competenti autorità estere, nelle segnalazioni di ordini e operazioni sospette trasmessi da intermediari e gestori di sedi negoziazione (cosiddette STOR – *Suspicious Transactions and Orders Report*) nonché negli esposti qualificati ricevuti da investitori.

È proseguita l'attività di analisi finalizzata ad arricchire i sistemi di vigilanza dell'Istituto con strumenti basati sull'utilizzo di tecniche di intelligenza artificiale. In particolare, sono state condotte attività di *testing* su due prototipi sviluppati internamente nel 2022 in collaborazione con la Scuola Normale Superiore di Pisa ed è stato sviluppato un terzo modello. Si tratta di algoritmi complementari basati su tecniche di intelligenza artificiale di tipo *unsupervised machine learning*, che potrebbero utilmente supportare le analisi preliminari per l'individuazione di casi sospetti di *insider trading*, alle quali far seguire mirate attività di indagine volte a raccogliere elementi idonei alla configurazione di specifiche fattispecie di abuso.

Nel corso dell'anno è proseguito, in collaborazione con altre autorità europee, un programma di reciproco distacco del personale (*secondment*) e di visita *in loco* di funzionari esperti di diversi paesi, allo scopo di avviare un confronto sulle pratiche, i modelli e gli strumenti di vigilanza adottati dalle diverse autorità in ordine alle attività di prevenzione, individuazione ed *enforcement* di casi sospetti di abuso di mercato.

Grazie alla ricchezza di dettagli forniti dai flussi di *transaction reporting* e al continuo miglioramento dei relativi processi di data *quality*, i casi in cui è stato necessario richiedere ulteriori informazioni a soggetti vigilati italiani sono stati limitati.

Nel 2023, in continuità con gli anni precedenti, l'attività di vigilanza si è concentrata anche su approfondimenti relativi ai casi di mancata ricezione

di segnalazioni di operazioni e ordini sospetti di costituire abusi di mercato (STOR), quando dovute. In particolare, nel 2023 sono stati avviati quattro procedimenti sanzionatori nei confronti di tre intermediari bancari italiani e una società fiduciaria per mancato adempimento dell'obbligo, definito dall'art. 16 del Regolamento MAR, di immediata comunicazione alla CONSOB di ordini e operazioni sospetti di costituire abusi di mercato.

In corso d'anno è stato sviluppato un nuovo sistema per la ricezione via web sia delle STOR inviate dai soggetti obbligati ai sensi dell'art. 16 del Regolamento MAR sia di *market observation* (segnalazioni inviate su base volontaria da investitori qualificati sia italiani sia esteri e relative a dinamiche di mercato osservate e ritenute anomale sebbene non specificamente riconducibili a specifici operatori/investitori). Il sistema, operativo dal settembre 2023, è stato presentato agli operatori nel mese di luglio 2023 nel corso di un evento al quale hanno preso parte membri delle principali associazioni di categoria⁹ nonché gestori di sedi di negoziazioni¹⁰. Attualmente è in corso di realizzazione un'estensione del sistema per la gestione delle fasi di valutazione della gravità delle condotte segnalate (*triage*) e per il suo utilizzo nelle fasi di rendicontazione dell'eventuale attività istruttoria conseguente all'avvio di approfondimenti preliminari sui casi segnalati (*case manager*).

Le segnalazioni di operazioni sospette

Nel 2023 l'Istituto ha ricevuto 440 segnalazioni relative a operatività potenzialmente sospetta di costituire un abuso di mercato¹¹, a fronte di 480 segnalazioni ricevute nel 2022 (Tav. al.12).

Il numero di segnalazioni ricevute da soggetti italiani obbligati ai sensi del Regolamento sugli abusi di mercato (gestori di sedi di negoziazioni e soggetti che predispongono ovvero eseguono a titolo professionale operazioni sui mercati finanziari) è stato pari a 326 (74% del totale, 322 nel 2022), mentre 101 sono state trasmesse da omologhe autorità estere (23% del totale, 138 nel 2022)¹².

9 Nello specifico l'Associazione Bancaria Italiana (ABI), l'Associazione Intermediari Mercati Finanziari (AMF Italia) e l'Associazione Italiana Banche Estere (AIBE).

10 Si tratta di una *web application* che consente l'inoltro di STOR da parte dei soggetti accreditati tramite un portale dedicato e la loro ricezione in tempo reale da parte dell'Istituto, circostanza che permette una immediata quantificazione del numero e della tipologia delle condotte segnalate.

11 Delle 440 segnalazioni ricevute, il 62% ha riguardato condotte riconducibili - in prima battuta - all'abuso di informazioni privilegiate (70% nel 2022) e il 35% a ipotesi di manipolazione operativa (28% nel 2022). Il restante 3% delle segnalazioni ricevute (2% nel 2022) ha riguardato condotte che integrano entrambe le fattispecie illecite ovvero non risultano immediatamente identificabili sulla base delle informazioni in esse contenute. Confermando la tendenza degli ultimi anni, gli strumenti finanziari oggetto di segnalazione nel corso del 2023 sono stati prevalentemente azioni (79%), seguiti da obbligazioni (14%) e derivati (6%). La fattispecie maggiormente segnalata ha riguardato casi di possibili condotte di *insider trading* su strumenti azionari (56% a fronte del 60% nel 2022).

12 Il significativo minor numero di segnalazioni ricevute dall'estero nel corso del 2023 deriva principalmente dal maggior numero di operazioni che, nel 2022, avevano interessato il capitale sociale di emittenti italiani con rilevante capitalizzazione (in particolare Opa).

Sono state altresì ricevute 13 segnalazioni nella forma di '*market observation*'. L'Istituto ha trasmesso a omologhe autorità estere 38 segnalazioni ricevute da soggetti italiani e riguardanti condotte sospette di propri clienti verificatesi su mercati esteri (di cui 17 all'ESMA), principalmente relative a condotte di potenziale *insider trading*.

Al fine di monitorare l'adeguatezza dei sistemi e delle procedure di rilevazione di operatività sospetta in uso presso i soggetti vigilati, nel corso dell'anno la CONSOB ha invitato un campione di intermediari (selezionati in modo da garantire adeguata eterogeneità in termini di dimensione, tipo di clientela e mercati di operatività) a rispondere a un questionario finalizzato a cogliere la loro capacità di individuare possibili situazioni di anomalia.

La repressione degli abusi

Nel 2023, le indagini in materia di abusi di mercato hanno comportato l'invio di 565 richieste di notizie, dati e documenti e hanno condotto in otto casi alla contestazione di illeciti amministrativi, oggetto di cinque relazioni motivate all'Autorità Giudiziaria (Tav. al.13 - Tav. al.14). Ulteriori 11 indagini per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e un'indagine per ipotesi di manipolazione del mercato di tipo informativo sono state concluse senza contestazioni di illeciti.

Tra le ipotesi di illecito, sei casi sono relativi a condotte riconducibili all'abuso di informazioni privilegiate, concernenti rispettivamente: i) un progetto relativo all'avvio di una *partnership* strategica tra due società quotate, con l'impegno di una di esse a diventare azionista rilevante dell'altra (tre indagini), ii) la decisione del consiglio di amministrazione di una società quotata di depositare al Ministero dello Sviluppo Economico istanza per l'ammissione alla procedura di amministrazione straordinaria di gruppo, iii) il completamento degli studi per lo sviluppo di dispositivi sanitari e il conseguente lancio di tali dispositivi da parte di una società quotata, iv) la promozione di un'Opa sulle azioni di una società quotata negli Stati Uniti e in alcuni MTF in Germania. Un caso riguarda l'ipotesi di manipolazione riferibile alla falsa informativa resa al pubblico da una società quotata circa una frode di cui era stata vittima. Un altro caso riguarda un'ipotesi di manipolazione del mercato di tipo misto, riferibile sia alla non corretta comunicazione da parte della controllante circa la perdita, a causa di una frode, di un pacchetto azionario nella società quotata sia all'omessa comunicazione da parte del terzo che ne era entrato in possesso, nonché all'operatività manipolativa nel mercato da parte del terzo grazie a ordini inseriti in modo da sostenere il prezzo delle azioni che stava dimettendo.

Nell'anno sono stati avviati procedimenti sanzionatori amministrativi per abusi di mercato nei confronti di 25 persone fisiche, di un ente per la responsabilità solidale ai sensi dell'art. 6, comma 3, della legge 689/1981 e di sette enti, sia per la responsabilità solidale ai sensi dell'art. 6, comma 3, della legge 689/1981 sia per la responsabilità in proprio prevista dell'art. 187-

quinquies del Tuf (per i procedimenti sanzionatori conclusi si veda il Capitolo VIII 'L'attività sanzionatoria').

Nel 2023 l'Istituto, su richiesta del Ministero della Giustizia, ha valutato tre codici di comportamento in materia di prevenzione di abusi di mercato presentati da tre associazioni, ritenendoli idonei a costituire un valido riferimento ai fini della valutazione della responsabilità dell'ente per gli abusi di mercato.

La rappresentanza in giudizio

Nel 2023, la CONSOB si è costituita parte civile in quattro nuovi procedimenti penali per abusi di mercato, di cui uno per abuso di informazioni privilegiate e tre per manipolazione del mercato (due dei quali connessi a reati di ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza; Tav. al.15).

Nel corso di uno di tali giudizi, il giudice dell'udienza preliminare ha rimesso alla Corte di Cassazione la questione della competenza territoriale che la Suprema Corte ha risolto ordinando la trasmissione degli atti del procedimento penale al Pubblico Ministero presso il Tribunale di Roma, ritenuto competente. In tale decisione, la Corte di Cassazione – dopo aver affermato il principio secondo cui il *locus commissi delicti*, per i delitti di manipolazione informativa del mercato commessi mediante l'utilizzo di un 'Sistema di Diffusione delle Informazioni Regolamentate' (SDIR), va individuato in quello di rilascio della ricevuta di avvenuta diffusione da parte dello SDIR, stabilendo che il reato si perfeziona «*con il rilascio della ricevuta di avvenuta notifica da parte dello 'SDIR 21-Info', vale a dire allorché il relativo documento, una volta decrittato, è stato reso accessibile ai 'media'*» – ha tuttavia ritenuto che nel caso esaminato mancassero elementi decisivi in tal senso; con la conseguenza che, in applicazione della regola suppletiva prevista dall'art. 9, comma 1, del c.p.p., essa ha stabilito che il *locus commissi delicti* vada individuato in quello di stoccaggio delle informazioni regolamentate.

Inoltre, sette giudizi per abusi di mercato in cui la Commissione si era costituita parte civile nel 2023 o in precedenza sono stati definiti in primo grado con esiti differenti e segnatamente: in due casi – uno per abuso di informazioni privilegiate, uno per manipolazione del mercato – i procedimenti si sono conclusi con il riconoscimento della responsabilità penale degli imputati e la condanna al risarcimento dei danni in favore della CONSOB; in altri due casi, i procedimenti – uno per abuso di informazioni privilegiate, uno per manipolazione del mercato – sono stati definiti con sentenze di patteggiamento; nei restanti tre casi di manipolazione del mercato, un procedimento si è concluso con sentenza di assoluzione, gli altri due con sentenze di non luogo a procedere.

Un giudizio penale per manipolazione del mercato è stato definito in grado di appello con l'assoluzione dell'imputato e la revoca delle statuizioni civili, in riforma della sentenza di primo grado.

Due giudizi per abusi di mercato – uno per abuso di informazioni privilegiate, uno per manipolazione del mercato – sono stati definiti innanzi alla Corte di Cassazione con il rigetto dei ricorsi proposti dagli imputati e la conseguente conferma delle statuizioni civili favorevoli alla CONSOB.

Una delle decisioni della Suprema Corte – su abuso di informazioni privilegiate – ha ribadito il principio secondo cui la valutazione, da parte del giudice di merito, delle singole prove indiziarie in una prospettiva globale e unitaria può condurre all'affermazione della responsabilità penale oltre ogni ragionevole dubbio.

Nell'altro caso – di manipolazione informativa su azioni– la Corte di Cassazione ha ribadito l'orientamento secondo cui l'elemento costitutivo della cosiddetta *price sensitivity* è ravvisabile anche in caso in cui *ex post* il prezzo dello strumento finanziario sia rimasto stabile: le *«attività manipolative sortivano effetti concreti, atteso che l'andamento del titolo, che avrebbe dovuto rispecchiare le notevoli perdite economiche e le evidenti difficoltà di risanamento imprenditoriale – che ne rendevano difficoltosa la cessione da parte del Ministero dell'economia – pur seguendo un andamento al ribasso nei primi mesi del 2007, si manteneva sostanzialmente stabile nell'arco temporale compreso tra l'ottobre e il 6 dicembre del 2007»*.

In un ulteriore caso – di abuso di informazioni privilegiate – la Corte di Cassazione, in accoglimento del ricorso della CONSOB, ha annullato agli effetti civili una sentenza emessa dalla Corte d'Appello di Milano nel 2022. La decisione assume rilievo avendo ritenuto che il parametro del profitto è utile a misurare la componente compensativo-riparatoria del risarcimento del danno all'integrità del mercato di cui all'art. 187-*undecies*, comma 2, del Tuf.

La vigilanza su emittenti e società di revisione II

1 I profili innovativi

Le attività a sostegno della competitività del mercato dei capitali

Nel corso del 2023, la CONSOB ha partecipato ai processi di definizione della normativa in tema di sviluppo e competitività dei mercati finanziari a livello europeo e nazionale, fornendo il proprio contributo ai fini dell'individuazione delle soluzioni normative ritenute più efficienti in materia (si vedano i Capitoli X 'L'attività internazionale' e XI 'L'attività regolamentare').

A livello nazionale, la CONSOB ha seguito i lavori parlamentari di esame del disegno di legge n. 674 *'Interventi a sostegno della competitività dei capitali'* (cosiddetto DDL Capitali poi divenuto legge 5 marzo 2024, n. 21), nel quale sono confluite molte delle proposte di riforma presentate dal Governo nel 2022 con il Libro Verde dal titolo *'La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita'* (per le ulteriori attività volte a incentivare la quotazione e le misure di semplificazione della normativa si veda la Parte A e il successivo Capitolo III *'La vigilanza su offerta al pubblico e informativa societaria'*).

La legge 5 marzo 2024, n. 21 (DDL Capitali), reca alcune disposizioni di specifico interesse per l'Istituto, per i profili di competenza, e per gli emittenti vigilati. In particolare, sono state inserite: i) una disposizione volta a modificare il vigente art. 2351 del Codice civile al fine di innalzare da tre a dieci voti per azione il moltiplicatore massimo consentito per le azioni a voto plurimo; ii) una norma volta a disciplinare la presentazione di una lista da parte del consiglio di amministrazione uscente (già oggetto del richiamo di attenzione che la CONSOB ha pubblicato nel gennaio 2022); iii) una norma tesa a integrare la disciplina attualmente vigente in tema di voto maggiorato; iv) una previsione che semplifica le modalità di rappresentanza per l'esercizio del diritto di voto in assemblea: tale disposizione è volta a consentire stabilmente alle società quotate, previo *opt-in* statutario, di svolgere le assemblee dei soci secondo una delle modalità eccezionali temporaneamente autorizzate dal legislatore durante l'emergenza pandemica da Covid-19¹³, ammettendo quindi che le assemblee possano svolgersi sia tramite l'utilizzo in via esclusiva di mezzi

13 Si veda l'art. 106 del decreto-legge 18 marzo 2020, n. 18 (cosiddetto DL Cura Italia), convertito con modificazioni dalla legge 24 aprile 2020, n. 27.

di comunicazione a distanza (cosiddette assemblee virtuali) sia tramite rilascio della delega al rappresentante designato dalla società senza partecipazione fisica dei soci (cosiddette assemblee *in absentia*).

La legge 21/2024 attribuisce alla CONSOB alcuni poteri regolamentari per l'applicazione della disciplina. L'Istituto ha partecipato al dibattito parlamentare sui temi citati in occasione delle audizioni presso le Commissioni parlamentari competenti del Senato (giugno 2023) e della Camera (novembre 2023) nell'ottica di fornire il proprio supporto tecnico nonché indicazioni utili a garantire la tutela degli investitori e l'efficienza del mercato¹⁴. In particolare, con riguardo alla disciplina del voto plurimo, pur riconoscendone il potenziale quale strumento di incentivazione nell'accesso al mercato dei capitali, è stata ribadita l'importanza che l'introduzione o il rafforzamento dello stesso sia accompagnato da adeguati presidi a tutela delle minoranze¹⁵; mentre, con riferimento alla modifica normativa in materia di assemblee, è stato rilevato come la nuova disposizione non appaia in linea con i principi della Direttiva Shareholder Rights (2007/36/CE), poiché limita – in senso opposto rispetto alla *ratio* delle disposizioni di rango europeo – i diritti degli azionisti e le possibilità di partecipazione assembleare, anche escludendo espressamente la facoltà del socio, in caso di delega di voto, di scegliere liberamente il proprio delegato¹⁶. Con riguardo al tema della lista del Cda, infine, la CONSOB ha rilevato, tra l'altro, che alcune delle nuove disposizioni paiono introdurre fattori di ulteriore complessità nei processi di elezione dell'organo amministrativo, in termini sia di maggior onere nella definizione della lista del consiglio sia di incertezze sull'esito del processo di nomina.

Le attività in materia di finanza sostenibile

Nel corso del 2023 sono proseguite le attività di studio e di approfondimento su aspetti di regolamentazione e vigilanza connessi alle tematiche di sostenibilità. In particolare, sono continuati i lavori dello *Steering Committee* sulla finanza sostenibile, istituito nella CONSOB nel 2019 per promuovere lo studio e l'analisi dei temi legati alla sostenibilità, e i lavori del Tavolo di coordinamento sulla finanza sostenibile, istituito dal MEF nel mese di ottobre 2022, insieme a CONSOB, Banca d'Italia, Ministero dell'Ambiente e della Sicurezza Energetica, Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni (IVASS)

14 Il dettaglio delle osservazioni espresse in merito al citato disegno di legge, è contenuto nel testo dell'Audizione del Presidente della CONSOB Paolo Savona e del Segretario Generale della CONSOB M. Antonietta Scopelliti del 20 giugno 2023 presso le Commissioni permanenti del Senato (https://www.senato.it/leg/19/BGT/Schede/Ddliiter/documenti/56988_documenti.htm), nonché la Memoria tecnica della CONSOB del 16 novembre 2023 depositata agli atti della VI Commissione (Finanze) della Camera (<https://www.camera.it/leg/19/126?tab=etleg=19&idDocumento=1515&sede=ettipo=>)

15 Analoghe osservazioni sono state espresse in occasione dei lavori per il negoziato, a livello europeo, della proposta di direttiva *Listing Act*, che contiene norme volte a consentire l'introduzione di tali azioni a voto speciale nelle società che intendono accedere per la prima volta ai mercati di crescita per le PMI.

16 Lo svolgimento delle assemblee con esclusione in toto della partecipazione, fisica o con mezzi di comunicazione a distanza, dei soci non risulta attualmente consentita in nessun altro ordinamento comparabile.

e Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione (COVIP). Il Tavolo si pone diverse finalità, tra cui agevolare il confronto e il coordinamento tra le Istituzioni, formulare proposte per promuovere la mobilitazione di risorse finanziarie verso investimenti sostenibili, promuovere il dialogo con gli *stakeholders* e definire la posizione italiana in materia di sostenibilità nelle sedi internazionali.

Per l'anno 2023, il Tavolo ha identificato i temi seguenti come obiettivi prioritari: i) individuazione e disponibilità dei dati sui rischi climatici e naturali (mappatura e superamento della frammentazione presente nei database locali e nazionali, sia privati che pubblici relativi ai rischi ESG a cui sono esposte famiglie e imprese domestiche); ii) disponibilità di informazioni ESG standardizzate e proporzionate delle piccole e medie imprese (PMI) non obbligate alla *disclosure*; iii) protezione assicurativa per rischi ambientali e climatici, al fine di sviluppare approcci e soluzioni per garantire una copertura assicurativa efficace in risposta a tali rischi.

Sulla base di queste priorità, sono stati costituiti quattro Gruppi di Lavoro, coordinati dai diversi rappresentanti del Tavolo sulla finanza sostenibile. Il gruppo di lavoro coordinato dalla CONSOB persegue l'obiettivo di supportare le imprese non obbligate alla *disclosure* di sostenibilità attraverso la predisposizione di uno schema standardizzato di informazioni ESG da fornire, ove necessario od opportuno, ad altri attori del sistema economico (quali, ad esempio, enti creditizi e investitori istituzionali).

A seguito della pubblicazione della Direttiva (UE) 2022/2464 in materia di rendicontazione societaria di sostenibilità (Corporate Sustainability Reporting Standard Directive – CSRD) nel dicembre 2022, la CONSOB ha avviato un'interlocuzione con il MEF, proseguita nel corso del 2023, in merito al recepimento della stessa nell'ordinamento nazionale. Nel mese di febbraio 2024 è stato sottoposto a pubblica consultazione uno schema di decreto legislativo di recepimento della Direttiva CSRD. La consultazione si è chiusa nel mese di marzo.

L'Istituto ha anche continuato a fornire il proprio contributo al MEF nella fase del trilogico del negoziato sulla proposta di direttiva sulla Corporate Sustainability Due Diligence (CS3D), confermando la necessità di un approccio prudente sui temi oggetto della proposta in considerazione dei riflessi su aspetti delicati del diritto societario, i cui effetti risultano difficili da prevedere, soprattutto in termini di responsabilità degli amministratori, nonché sui costi di implementazione a carico delle imprese incluse nel perimetro di applicazione indicato nella proposta di direttiva (si veda il Capitolo X 'L'attività internazionale').

Nell'ambito dei gruppi di lavoro istituiti in sede ESMA, la CONSOB ha partecipato alla redazione degli Orientamenti in materia di controllo della rendicontazione di sostenibilità (Guidelines on Enforcement of Sustainability Information – GLESI), posti in consultazione dall'ESMA alla fine del 2023.

Nel 2023 la CONSOB ha esaminato le relazioni sul governo societario e gli assetti proprietari delle società quotate e l'adesione alle raccomandazioni del Codice di Corporate Governance, con particolare riferimento all'adozione da parte dei consigli di amministrazione di politiche di dialogo con la generalità degli azionisti. Al riguardo, l'Istituto ha avviato uno studio avente ad oggetto tali politiche, con l'obiettivo di osservare le modalità di concreta attuazione delle previsioni ivi contenute, i temi più rilevanti oggetto del predetto dialogo, inclusi i temi legati alla sostenibilità, e gli eventuali effetti di tale dialogo.

2 L'informativa sugli assetti proprietari

Nell'ambito dell'attività di vigilanza in materia di assetti proprietari, nel corso del 2023 la CONSOB ha ricevuto 427 comunicazioni relative a variazioni di partecipazioni rilevanti detenute in società quotate italiane¹⁷, in calo rispetto all'anno precedente (471 nel 2022; Tav. all.1). La dinamica risulta in linea con la tendenza decrescente in atto già dal 2017 e che si è brevemente interrotta nel corso dell'emergenza pandemica in ragione dell'esercizio, da parte della CONSOB, dei poteri di cui all'art. 120, commi 2-*bis* e 4-*bis* del Tuf con l'adozione di un regime temporaneo di trasparenza rafforzata sugli assetti proprietari delle società quotate. Tale regime, in vigore da marzo 2020 ad aprile 2021, aveva infatti dato luogo a un incremento del numero di comunicazioni delle partecipazioni rilevanti in quel periodo. Nel 2023 la quota di soggetti esteri dichiaranti si è collocata al 57% in crescita rispetto al 52% registrato nel 2022¹⁸.

Nel 2023 sono pervenute all'Istituto 19 dichiarazioni di intenzioni (11 nel 2022), rese ai sensi del comma 4-*bis* dell'art. 120 del Tuf (cosiddetta norma anticorriere, introdotta dal d.l. 148/2017, poi convertito con modificazioni con legge 172/2017). Tali dichiarazioni (14 da parte di soggetti italiani e cinque da soggetti esteri) sono state rese in più della metà dei casi in occasione del superamento della soglia del 10% con la partecipazione azionaria. In soli due casi, la dichiarazione ha riguardato il superamento della soglia del 25% in emittenti qualificati come PMI, per i quali l'obbligo di Opa sorge al superamento del 30%. In nessun caso è stata dichiarata l'intenzione di proseguire nell'acquisto di azioni al punto da acquisire il controllo dell'emittente, anche se uno dei soggetti dichiaranti non ha escluso la possibilità di superare, tramite eventuali acquisti successivi, la soglia dell'Opa obbligatoria, dandosi luogo, se del caso, al relativo adempimento. Diversi

17 Il 35% circa delle comunicazioni ricevute nel 2023 si riferisce al superamento della prima soglia di rilevanza e il 27% circa alla riduzione delle partecipazioni entro la medesima soglia. Il restante 38% ha riguardato la variazione di partecipazioni rilevanti già detenute. Le comunicazioni da parte degli emittenti quotati riferite ad operazioni su azioni proprie sono state 35 (27 nel 2022). Con riferimento alla tipologia dei soggetti dichiaranti, il 2023 ha registrato la prevalenza di soggetti esteri (57%), persone giuridiche (77%) e investitori istituzionali (56%).

18 Il citato regime transitorio aveva previsto l'introduzione di soglie aggiuntive ridotte, pari all'1% e al 3%, rispettivamente per le società non PMI e PMI ai sensi dell'art. 1 w-*quater*.1 del Tuf.

azionisti si sono avvalsi di una delle possibilità di esenzione dall'obbligo di effettuare la dichiarazione, previste dall'art. 122-ter del Regolamento Emittenti, ad esempio in caso di società di gestione del risparmio, ovvero in caso di acquisizione in presenza di un altro socio che dispone da solo della maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea.

I patti parasociali rilevanti ai sensi dell'art. 122 del Tuf sono stati oggetto di 93 comunicazioni, riferibili a 48 società quotate (139 comunicazioni riferibili a 64 società quotate nel 2022). In particolare, 28 comunicazioni hanno riguardato la stipula di nuovi patti, 51 la variazione e/o il rinnovo di patti già in essere e 14 lo scioglimento dei patti.

A gennaio 2023, l'elenco delle società qualificabili come PMI quotate, aggiornato dalla CONSOB sulla base dei dati della capitalizzazione di mercato negli anni 2020, 2021 e 2022 (ai sensi del comma 1, lett. *w-quater.1*) del Tuf, contava 128 società su un totale di 208 società quotate aventi sede legale in Italia e con azioni ordinarie ammesse a negoziazione su Euronext Milan (o EXM, già MTA). Per queste società è prevista una soglia più elevata per le comunicazioni delle partecipazioni rilevanti (di cui la prima è fissata al superamento del 5% del capitale sociale, in luogo del 3%) e una sola soglia per la promozione dell'Opa obbligatoria (30% modificabile in via statutaria fra il 25% e il 40%).

3 Le offerte al pubblico di acquisto e di scambio

Nel 2023 sono state promosse 21 offerte al pubblico di acquisto e/o di scambio (23 nel 2022) di cui sette obbligatorie e 14 volontarie (tre parziali per l'acquisto di azioni proprie e 11 totalitarie; Tav. all.2). Delle 21 offerte cinque sono state da completamento. Un'offerta volontaria è risultata inefficace a conclusione del periodo di offerta, per il mancato avveramento della condizione sul quantitativo minimo di adesioni (cosiddetta condizione soglia).

Il controvalore complessivo delle operazioni risultate efficaci è di 2,22 miliardi di euro (circa 14,9 miliardi nel 2022), di cui 1,2 miliardi riferibili a un'unica offerta pubblica di scambio promossa su azioni. Tutte le operazioni hanno riguardato azioni ordinarie, delle quali 11 quotate sull'EXM (quattro sul segmento STAR) e dieci negoziate sull'Euronext Growth Milan (EGM). In un caso l'offerta su azioni ordinarie è stata promossa contestualmente su azioni di risparmio e *warrant* del medesimo emittente; in altri tre casi sono state promosse contestualmente su azioni ordinarie e *warrant* degli stessi emittenti.

Nove offerte hanno previsto il conferimento (in tutto o in parte) nel capitale dell'offerente (o in altra società della catena di controllo di quest'ultimo) del corrispettivo ricevuto dalla cessione della partecipazione detenuta dagli azionisti di controllo ovvero il conferimento da parte di questi

ultimi della partecipazione detenuta nell'emittente (sei nel 2022). Tale dato conferma una tendenza registrata negli ultimi anni sul mercato italiano ovvero la presenza ricorrente di offerte al pubblico di acquisto e/o di scambio, sia volontarie sia obbligatorie, la cui struttura prevede, come detto, il reinvestimento dei soci venditori nella società che promuove l'offerta (o nella relativa catena di controllo). La finalità precipua del reinvestimento è di garantire continuità gestionale. Tali operazioni, dunque, sono spesso accompagnate da accordi tra offerente e soci reinvestitori. In otto delle nove offerte è stata prevista, infatti, la riconferma di taluni esponenti del CdA dell'emittente. In un caso, invece, l'azionista di minoranza reinvestitore, per effetto delle pattuizioni parasociali in materia di *governance*, aveva il diritto di designare un membro del CdA dell'emittente.

Le operazioni direttamente finalizzate o comunque associate al *delisting* dei titoli azionari oggetto di offerta sono state 18 (20 nel 2022). Il *delisting* su EXM si è realizzato in sei casi (di cui uno si è perfezionato nel mese di gennaio 2024), per una capitalizzazione pari nel complesso a circa 3,4 miliardi di euro. Il *delisting* su EGM si è invece realizzato in otto casi¹⁹, per una capitalizzazione pari nel complesso a circa 0,6 miliardi di euro.

Tra le operazioni del 2023 merita di essere menzionata un'offerta pubblica di scambio (Ops) promossa da una società con azioni quotate su un mercato extra UE su azioni di una società quotata sull'EXM, rilevante sia per le dimensioni dell'offerta, sia per le caratteristiche dell'operazione. Tale Ops, per la cui realizzazione sono stati approvati un documento di offerta e un documento di esenzione (ai sensi del Regolamento Prospetto) redatto in lingua inglese, ha previsto anche l'offerta, in alternativa al corrispettivo in titoli, di un corrispettivo in denaro (cosiddetta *cash alternative* ai sensi dell'art. 106, comma 2-*bis* del Tuf), in ragione della circostanza che le azioni offerte in cambio non fossero quotate su un mercato regolamentato UE. L'operazione, che dopo varie fasi ha portato l'offerente a detenere la totalità delle azioni della società *target*, si è conclusa con la revoca di tali azioni dalla quotazione sull'EXM.

4 Le operazioni con parti correlate

Nel 2023 la CONSOB ha continuato a monitorare le operazioni con parti correlate poste in essere dagli emittenti quotati. Nel corso dell'anno sono stati pubblicati 42 documenti informativi per operazioni di maggiore rilevanza (Tav. all.3). Tali operazioni, in diversi casi rappresentate da modifiche a transazioni oggetto di precedente trattazione e informativa, sono state in prevalenza realizzate da società di minore dimensione e solo in un caso su

¹⁹ Il dato non tiene conto di un *delisting* a seguito di OPA sotto la soglia di rilevanza pari a otto milioni di euro che, pertanto, non è stata oggetto di specifica istruttoria.

quattro circa hanno interessato emittenti a media o elevata capitalizzazione (appartenenti agli indici Ftse Mib e Mid Cap).

Le operazioni oggetto di documento informativo sono state per lo più poste in essere con soci di controllo o di rilievo (83% dei casi) e in prevalenza hanno avuto ad oggetto finanziamenti od operazioni sul capitale tramite le quali la controparte correlata ha incrementato la propria partecipazione nell'emittente (rispettivamente, 36% e 28% dei documenti informativi del 2023).

Nell'ambito della vigilanza sull'applicazione della disciplina, in coerenza con l'esperienza maturata e la prassi osservata, la CONSOB ha interloquuto con gli emittenti, in un'ottica di vigilanza preventiva, anche a fronte di richieste di chiarimenti circa l'applicazione della normativa. Tali interlocuzioni hanno riguardato, tra l'altro, la stessa qualificazione di operazione con parti correlate, la mappatura delle parti correlate, l'applicazione delle ipotesi di esenzione e delle norme di trasparenza, anche in ipotesi di modifiche di operazioni di maggiore rilevanza già oggetto di documento informativo. È stata altresì richiamata l'attenzione delle società e dei loro organi di controllo sulla più corretta applicazione della disciplina procedurale, in particolare al fine di assicurare il tempestivo coinvolgimento del comitato di amministratori indipendenti nella fase delle trattative su un'operazione di maggiore rilevanza.

Con la comunicazione n. 1/23 del 3 maggio 2023 la CONSOB ha fornito indicazioni volte a disciplinare in modo organico gli obblighi informativi degli emittenti connessi all'emissione di prestiti obbligazionari convertibili riservati a un unico investitore (cosiddetti POC non standard) e le operazioni di aumento di capitale riservate a un unico investitore denominate *stand-by equity distribution agreement* (SEDA) e *step-up equity financing* (SEF), nonché tutte le altre tipologie di operazioni aventi caratteristiche analoghe quali, ad esempio, quelle realizzate mediante assegnazione di *warrant* a un unico investitore. Tale comunicazione chiarisce in modo dettagliato il contenuto delle informazioni da rendere al mercato da parte delle società con azioni quotate nei mercati regolamentati e/o negoziate su MTF e dell'investitore unico. Con specifico riferimento alla disciplina in materia di operazioni con parti correlate, la comunicazione stabilisce che l'investitore unico sia inserito nell'elenco delle parti correlate ovvero si assoggetti, in tutto o in parte, in via volontaria alla disciplina sulle operazioni con parti correlate. In tre casi, le società hanno dichiarato di aver incluso tale investitore nell'elenco delle parti correlate.

Il 13 gennaio 2023 la CONSOB ha pubblicato il richiamo di attenzione n. 1/23 a seguito alle modifiche al Regolamento Emittenti in materia di procedura di approvazione dei prospetti, in vigore dal 20 agosto 2022. Nell'ambito di tali modifiche, infatti, tra i documenti e le informazioni che devono essere allegati alla domanda di approvazione del prospetto di ammissione a quotazione non sono previste la bozza di procedura sulle operazioni con parti correlate e le informazioni sui rapporti rilevanti ai fini

dell'indipendenza dei componenti degli organi sociali dell'emittente, in quanto non richiesti dal Regolamento Delegato (UE) 2019/980 in materia di Prospetto di diretta applicazione. Con il suddetto richiamo di attenzione n. 1/23 la CONSOB ha pertanto invitato gli emittenti che intendono richiedere l'approvazione di un prospetto di offerta e di ammissione alle negoziazioni sul mercato regolamentato e gli altri soggetti che intervengono nel relativo processo a prestare attenzione, prima dell'ammissione a quotazione, affinché gli aspetti di governo societario (in particolare, la conformità delle procedure in materia di operazioni con parti correlate e sussistenza dei requisiti di indipendenza in capo ai componenti degli organi sociali) siano in linea con la disciplina delle società quotate.

5 Gli organi di controllo e le assemblee degli azionisti

Gli organi di controllo

La vigilanza sugli organi di controllo si è concentrata sull'attività svolta dagli stessi e sull'informativa fornita nelle relazioni per le assemblee di bilancio sulle tematiche della continuità aziendale, dei sistemi di controllo interno e di gestione dei rischi e degli interventi effettuati o programmati per il loro adeguamento.

La CONSOB ha costantemente interloquuto con gli organi di controllo per verificarne lo svolgimento dei compiti di vigilanza, anche in chiave preventiva e continuativa, e rendere più tempestiva la rilevazione di criticità o di aree di miglioramento nella *governance* degli emittenti.

Nel 2023 gli organi di controllo hanno effettuato 13 segnalazioni di irregolarità, riscontrate a seguito di propri accertamenti, relative al sistema di controllo interno e alla struttura organizzativa, a operazioni con parti correlate, a operazioni in conflitto di interessi e ad altre rilevanti operazioni societarie, nonché a fatti penalmente rilevanti.

Con particolare riferimento alla vigilanza sulle dichiarazioni non finanziarie (DNF), sono state acquisite informazioni dagli organi di controllo degli emittenti selezionati sulla base dei criteri pubblicati annualmente dalla CONSOB sull'esistenza di possibili aree di miglioramento o profili di attenzione emersi nell'ambito del processo di predisposizione dell'informativa non finanziaria. Anche nel 2023 sono stati organizzati incontri con le strutture societarie incaricate di predisporre la DNF e con l'organo di controllo su alcuni aspetti relativi alle medesime dichiarazioni, nonché sugli eventuali profili d'attenzione evidenziati nella documentazione ricevuta dai collegi sindacali, anche al fine di fornire indicazioni volte a migliorare i contenuti dell'informativa da rendere nelle successive DNF. In un caso tali indicazioni sono state oggetto di un richiamo di attenzione indirizzato all'emittente, mentre in un altro caso è stato richiesto a un emittente e al relativo organo di

controllo di integrare l'informativa resa, rispettivamente, nella DNF e nella relazione redatta ai sensi dell'art. 153 del Tuf.

Le assemblee degli azionisti

Anche nel 2023 si sono registrati casi di presentazione di una lista per il rinnovo dell'organo amministrativo da parte del board uscente. Tale facoltà, prevista in via statutaria da 50 emittenti a fine 2023, pari a quasi un quarto del totale, è stata esercitata nel corso dell'anno in occasione di sei rinnovi dell'organo di amministrazione (uno dei quali parziale) di società a proprietà non concentrata, in prevalenza operanti nel settore bancario e per la maggior parte caratterizzate da elevata frammentazione dell'azionariato. In tali occasioni e a valle del richiamo di attenzione n. 1/2022 avente ad oggetto la presentazione di una lista da parte del consiglio di amministrazione per il rinnovo del medesimo consiglio, la CONSOB ha esaminato le prassi adottate dalle società con particolare riguardo al processo seguito dal board nella formazione della lista, nonché all'informativa che su tali aspetti è stata fornita in vista dell'assemblea. In coerenza con il richiamo di attenzione, al fine di garantire trasparenza e documentabilità del processo di formazione della lista del Cda, le società si sono dotate di specifiche procedure volte a disciplinare le fasi di tale processo e il contributo dei diversi soggetti chiamati a supportare il Cda nella scelta delle candidature (comitato nomine, consulenti di *head hunting*).

Con riferimento alle assemblee degli azionisti, il 77% delle adunanze tenutesi fino al 31 luglio 2023 ha visto la partecipazione esclusiva del rappresentante designato (*ex art. 135-undecies del Tuf*)²⁰. Il dato mostra una flessione rispetto alla stessa rilevazione effettuata con riferimento alla stagione assembleare del 2022 (84%); le assemblee tenutesi nei mesi successivi al luglio 2023 si sono svolte secondo le modalità ordinarie, ossia con la partecipazione fisica dei soci e, se prevista dagli emittenti come eventuale modalità aggiuntiva, anche con la partecipazione a distanza o tramite il rappresentante designato.

²⁰ Si rammenta che, pur in assenza di circostanze straordinarie, in sede di conversione del Decreto Milleproroghe 2023 (cfr. art. 3, comma 10-*undecies*, del d.l. 198/2022 convertito con legge 24 febbraio 2023, n. 14), il termine di vigenza delle norme speciali di cui all'art. 106 del decreto-legge Cura Italia, dettate durante l'emergenza pandemica, sia stato nuovamente modificato, 'ripristinando' l'efficacia di tali disposizioni speciali fino al 31 luglio 2023 per un'ulteriore stagione assembleare. La legge 21/2024 (DDL Capitali) interviene sulla materia, in primo luogo estendendo per un'ulteriore stagione assembleare il termine di vigenza delle norme speciali per lo svolgimento delle assemblee previste dal citato art. 106, che saranno in vigore fino al 31 dicembre 2024. Inoltre, è stata introdotta nel Tuf una previsione volta a consentire stabilmente alle società quotate, in presenza di una scelta statutaria in tal senso, di svolgere le assemblee dei soci secondo una delle modalità eccezionali temporaneamente autorizzate dal legislatore durante l'emergenza pandemica dal già ricordato art. 106 del DL Cura Italia: in particolare, previo *opt-in* statutario sarà possibile svolgere le assemblee senza partecipazione fisica dei soci esclusivamente tramite rilascio della delega al rappresentante designato dalla società (cosiddette assemblee *in absentia*).

6 Le società di revisione

Nel 2023 i soggetti abilitati alla revisione legale dei conti che hanno svolto incarichi su enti di interesse pubblico (EIP) ed enti sottoposti a regime intermedio (ESRI) sono 42 (43 nel 2022), di cui 20 società di revisione e due federazioni del Trentino–Alto Adige (per conto delle quali operano otto revisori legali persone fisiche) e 20 revisori legali (Tav. all.4).

Il mercato della revisione legale resta ancora molto concentrato, come attesta la distribuzione degli incarichi sulle società quotate riferibile per circa l'89% alle prime quattro società di revisione, percentuale rimasta invariata rispetto all'anno precedente (Tav.all.5). Nel 2023, i casi di interruzione anticipata degli incarichi sono stati 121 (55 nel 2022). Sul significativo incremento rispetto al precedente anno hanno influito in maggior parte le cessazioni anticipate degli incarichi di *audit* conseguenti alla nomina di un nuovo revisore da parte di un gruppo bancario (Tav. all.6).

Con riguardo ai giudizi di revisione sugli emittenti quotati, i revisori hanno dichiarato l'impossibilità a esprimere un giudizio in tre casi (cinque nel 2022), tutti aventi alla base molteplici significative incertezze sulla continuità aziendale, mentre hanno espresso giudizi con rilievi in due casi (quattro nel 2022; Tav. all.7). I giudizi senza modifica contenenti richiami di informativa sono stati sei (quindici nel 2022), tutti aventi ad oggetto incertezze significative sulla continuità aziendale.

Anche nel 2023 la CONSOB, come di consueto, ha partecipato, in varie sedi, a gruppi di lavoro internazionali concernenti controlli di qualità, *enforcement*, *standard setting* e utilizzo di nuove tecnologie nel mondo della revisione²¹.

I controlli di qualità

Nel corso del 2023 è proseguita l'attività della CONSOB, prevista dalla normativa europea e nazionale, in materia di controlli di qualità sulle società di revisione e sui revisori legali.

I controlli di qualità, effettuati mediante verifiche ispettive, hanno l'obiettivo di valutare l'adeguatezza del modello organizzativo e delle procedure adottati dalle società di revisione e dai *network* di riferimento, della metodologia di *audit* seguita, compreso l'eventuale utilizzo di strumenti di *data analytics*, e delle modalità con cui tali aspetti si riflettono nello svolgimento degli incarichi di revisione. Le verifiche hanno riguardato anche le procedure in essere per lo svolgimento di incarichi volti al rilascio delle attestazioni rese dalle società di revisione con riferimento alle DNF ai sensi del Regolamento CONSOB sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario.

21 In ambito internazionale, la CONSOB è membro anche dell'IFIAR (International Forum of Independent Audit Regulators) al quale partecipano le autorità di vigilanza sui revisori legali di 55 paesi.

L'attività di controllo di qualità effettuata sulla base di un approccio *risk-based*, si è concretizzata anche in verifiche ispettive, che per le società di maggiori dimensioni, hanno seguito la metodologia CAIM (Common Audit Inspection Methodology) adottata in ambito europeo dal Committee of European Auditing Oversight Bodies (CEAOB) e, per le società di revisione di minori dimensioni, hanno tenuto conto dei criteri di proporzionalità stabiliti dalle normative vigenti.

Nel 2023 si sono conclusi i controlli di qualità su tre società di revisione di piccole dimensioni alle quali è stata inviata la relazione, prevista dall'art. 26, comma 9, del Regolamento Audit (Report finale), contenente le principali conclusioni e le raccomandazioni di interventi correttivi scaturite dal controllo della qualità²².

In particolare, il potenziamento dei presidi della qualità contenuti nelle procedure interne è stato richiesto con riferimento a diversi aspetti²³

Con riferimento allo svolgimento degli incarichi di *audit* sono state raccomandate misure di sensibilizzazione del personale professionale, compresi i soggetti incaricati del riesame della qualità dell'incarico, nonché verifiche specifiche in sede di monitoraggio interno, sugli aspetti dell'attività di revisione rispetto ai quali sono state riscontrate le carenze²⁴.

22 Le raccomandazioni formulate nei Report finali trasmessi alle società di revisione si sono basate sulle carenze riscontrate in esito ai controlli svolti e hanno riguardato sia la necessità di rafforzare i presidi di controllo della qualità relativi alle procedure interne sia l'attivazione di interventi finalizzati al miglioramento della qualità dell'*audit* in relazione alle carenze riscontrate con riferimento agli incarichi di revisione selezionati per le verifiche.

23 Nello specifico le richieste hanno riguardato i seguenti aspetti: i) integrazione del processo di valutazione e remunerazione dei partner mediante l'introduzione di specifici indicatori della qualità del lavoro svolto sugli incarichi e del rispetto delle procedure interne di controllo della qualità; ii) introduzione di procedure di verifica della correttezza e completezza delle informazioni rese nelle attestazioni di indipendenza; iii) verifica della preventiva approvazione da parte del Comitato per il controllo interno e la revisione contabile in occasione dell'accettazione di servizi diversi dalla revisione; iv) introduzione di un'apposita procedura di segnalazione e gestione delle violazioni dei requisiti di indipendenza; v) attivazione di misure volte a sensibilizzare le funzioni interne sulle possibili minacce all'obiettività del revisore derivanti dalla prestazione di servizi *non audit* a clienti di *audit* da parte di soggetti appartenenti alla rete; vi) introduzione di idonei strumenti di verifica volti a monitorare il rispetto della tempistica di rotazione dei partner nei termini previsti dalla normativa applicabile; vii) introduzione nei questionari di accettazione di un sistema di misurazione del rischio del cliente e dell'incarico basato sulla rilevanza e numerosità dei fattori di criticità rilevati e di documentazione delle verifiche sulla disponibilità di risorse professionali competenti in relazione alla tipologia di incarico; viii) attivazione di misure volte a sensibilizzare gli *engagement quality control reviewer* (EQCR) sull'importanza di svolgere l'attività di riesame indipendente degli incarichi in tutte le fasi del processo di *audit* nonché di concludere la stessa prima dell'emissione della relazione di revisione, e sulla necessità di documentare in modo esaustivo le considerazioni svolte e le conclusioni raggiunte; ix) introduzione di adeguate modalità di comunicazione degli esiti delle attività di monitoraggio interno e dell'obbligo di effettuare, a fronte degli stessi, adeguate attività di *'root cause analysis'* al fine di comprendere i motivi del verificarsi di carenze, in particolare nei casi in cui le stesse hanno un carattere di ripetitività, con l'obiettivo di individuare appropriate azioni di rimedio per risolvere le carenze riscontrate; x) rafforzamento delle attività volte a verificare l'effettiva implementazione dei punti di miglioramento e delle azioni di rimedio individuate in sede di monitoraggio e a documentarne lo svolgimento.

24 Con particolare riferimento a: i) comprensione del sistema di controllo interno e amministrativo-contabile dell'impresa; ii) individuazione e valutazione dei rischi significativi a livello di bilancio e di singole asserzioni e relativa documentazione; iii) documentazione delle analisi volte all'identificazione dei soggetti appartenenti alla categoria 'parti correlate' e alla valutazione dei rapporti con esse intrattenuti; iv) documentazione delle considerazioni svolte in ordine all'adeguatezza della soglia di materialità individuata

Oltre ai citati tre controlli di qualità conclusi, nel 2023 sono stati svolti controlli di qualità su altre sette società di revisione (due su società di revisione di grandi dimensioni e cinque di piccole dimensioni) per i quali a fine anno non era ancora stato trasmesso il Report finale. Per alcune di queste società di revisione si è conclusa l'attività ispettiva *on site*.

Nel secondo semestre del 2023 la CONSOB ha cooperato, ai sensi dell'art. 47 della Direttiva Audit, con il Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB), l'Autorità di vigilanza statunitense sui revisori, per lo svolgimento di una *joint inspection* su una società di revisione di grandi dimensioni.

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

Le attestazioni dei revisori sulle dichiarazioni non finanziarie

Anche nel 2023 sono state esaminate le attestazioni di conformità rilasciate dai revisori sulle DNF pubblicate. Tali attestazioni sono state tutte emesse nella forma di *limited assurance*, ad eccezione di due casi in cui i revisori hanno espresso un giudizio di tipo *reasonable* solo per alcuni aspetti trattati nel Report di sostenibilità, mentre per le altre informazioni contenute nella DNF è stato espresso un giudizio di tipo *limited*. Non sono stati rilevati casi di attestazione con rilievi, di attestazione negativa o di rilascio di una dichiarazione di impossibilità di esprimere un'attestazione da parte del revisore.

I principi di revisione

Nel corso dell'anno è proseguita la partecipazione della CONSOB ai due Tavoli tecnici, congiunti con i rappresentanti del MEF e della professione, istituiti per l'elaborazione, rispettivamente, dei principi di revisione (tenendo conto dei principi di revisione internazionali ISA - *International Standard on Auditing*) ai sensi dell'art. 11 del d.lgs. 39/2010, e dei principi di deontologia professionale di riservatezza, segreto professionale, indipendenza e obiettività, ai sensi degli artt. 9, 9-bis e 10 del medesimo decreto.

in relazione al rischio dell'incarico e alla mancata individuazione di soglie differenziate per specifiche poste; v) documentazione delle verifiche svolte in ordine alla sussistenza della continuità aziendale con particolare riferimento alla coerenza delle assunzioni adottate nei piani industriali; vi) archiviazione delle carte di lavoro entro il termine dei 60 giorni dall'emissione della relazione di revisione. Con riferimento agli incarichi di revisione su società di calcio; vii) pianificazione e svolgimento di procedure idonee a rilevare e documentare eventuali rischi di congruità degli acquisti e cessioni di diritti pluriennali alle prestazioni dei calciatori; viii) documentazione delle considerazioni sulla correttezza del trattamento contabile dei calciatori acquistati con formula 'cessione temporanea con obbligo di riscatto'; ix) esame critico della contrattualistica stipulata con i calciatori con particolare riferimento agli aspetti connessi alla loro remunerazione.

In particolare, è giunto a conclusione il processo di elaborazione del 'Codice Italiano di Etica e Indipendenza' per i revisori legali, emanato con determina del Ragioniere generale dello Stato del 23 marzo 2023. Il Codice disciplina in maniera organica sia i principi deontologici fondamentali (integrità, obiettività, formazione competenza e diligenza professionali, riservatezza, comportamento professionale) sia i principi di indipendenza, ed è stato elaborato sulla base del Codice Etico internazionale IESBA (*International Code of Ethics for Professional Accountants*), tenendo conto dell'assetto normativo italiano in materia di etica e indipendenza. Il Codice è entrato in vigore per le revisioni legali dei bilanci a partire dal 1° gennaio 2023.

A seguito dell'adozione del Codice, che stabilisce il quadro di base delle regole in tema di indipendenza applicabili in via generale a tutti gli incarichi di revisione legale, la CONSOB ha avviato appositi lavori volti a stabilire, con proprio regolamento e in linea con quanto disposto dall'art. 17, comma 2, del d.lgs. 39/2010, specifiche situazioni di indipendenza applicabili allo svolgimento della revisione legale su enti di interesse pubblico (EIP).

È inoltre giunto a conclusione il processo di elaborazione di tre nuovi principi di gestione della qualità, adottati, a seguito di parere favorevole al MEF, con determina del Ragioniere dello Stato dell'8 agosto 2023²⁵.

Tali principi, integrati per tener conto delle disposizioni normative dettate, per gli EIP e gli enti sottoposti a regime intermedio (ESRI), dal Regolamento (UE) n. 537/2014 e dal d.lgs. 39/2010, recepiscono integralmente i corrispondenti principi internazionali emanati dallo IAASB nel dicembre 2020 all'esito del progetto 'Quality Management'. I principali elementi di novità riguardano l'introduzione di un processo di valutazione del rischio da parte del soggetto abilitato, il rafforzamento degli obiettivi di *governance* e il maggior peso riconosciuto al riesame della qualità degli incarichi quale presidio fondamentale ai fini dello svolgimento di incarichi di qualità.

25 I nuovi principi (ISQM Italia 1, ISQM Italia 2 e ISA Italia 220) entreranno in vigore a decorrere dal 1° gennaio 2025, per l'ISQM Italia 1, e dallo svolgimento delle revisioni legali dei bilanci relativi a periodi amministrativi con inizio dalla data medesima (o successiva) per l'ISQM Italia 2 e per l'ISA Italia 220, salvo adozione anticipata (di un anno), su base volontaria, da parte dei soggetti abilitati alla revisione.

III La vigilanza su offerta al pubblico e informativa societaria

1 I profili innovativi

Le attività volte a incentivare la quotazione

Nel corso del 2023 sono proseguiti i lavori di miglioramento e aggiornamento delle prassi e politiche di vigilanza interne, nell'ottica di consolidare e agevolare la coerente applicazione della disciplina sul prospetto di derivazione europea e di migliorare l'efficacia della comunicazione con il mercato²⁶. A tal fine è stato concluso, a marzo 2023, il processo di revisione degli orientamenti già pubblicati dall'Istituto in tema di prospetto, ora raccolti in un unico documento 'Raccolta degli orientamenti applicativi della CONSOB in materia di prospetto redatto ai sensi del Regolamento (UE) 2017/1129 e dei relativi regolamenti UE integrativi'²⁷.

La CONSOB ha partecipato, poi, come osservatore, ai lavori del Comitato degli Operatori di Mercato e degli Investitori (COMI) volti all'elaborazione delle linee guida per la semplificazione dei prospetti, approvate e pubblicate nel mese di luglio 2023. Tali linee guida si riferiscono, in particolare, ai prospetti informativi di offerta al pubblico e di quotazione di titoli azionari e obbligazionari e ai prospetti semplificati per aumenti di capitale e trasferimenti da sistema multilaterale di negoziazione a mercato regolamentato. Le linee guida, presentate al pubblico nel mese di novembre nell'ambito di un seminario organizzato dall'Istituto, sottolineano la necessità di rappresentare le informazioni contenute nei prospetti di offerta al pubblico e di quotazione di azioni sui mercati regolamentati in forma semplice e chiara, per standardizzare il contenuto di tali documenti, uniformandolo

26 Tali lavori tengono conto del processo di *peer review* sui prospetti, avviato dall'ESMA ai sensi dell'art. 20, comma 13, del Regolamento (UE) 2017/1129 (Regolamento Prospetto), nel corso del biennio 2021-2022, e conclusosi con la pubblicazione del Report nel luglio 2022, nonché del prossimo intervento di *follow-up* delle Raccomandazioni rivolte alle NCAs in generale, e alla CONSOB in particolare, che sarà condotto dall'ESMA nel secondo semestre del 2024.

27 Al riguardo, come noto, nel 2022 sono state introdotte modifiche regolamentari finalizzate a garantire l'allineamento dei tempi di approvazione dei prospetti con la legislazione europea, eliminando la fase dell'incompletezza della domanda e ovviando così a quei margini di incertezza legati al computo dei termini per l'approvazione dei prospetti. A seguito dell'entrata in vigore di tali nuove disposizioni regolamentari, con riferimento alle istruttorie di prima ammissione a quotazione si è potuto constatare che i giorni lavorativi medi intercorrenti tra il primo invio della bozza del prospetto da parte degli emittenti e l'invio della prima lettera di richiesta di informazioni supplementari da parte della CONSOB, si sono ridotti da 20 a dieci.

maggiormente agli altri paesi europei, al fine di agevolarne la comprensione, anche nella fase di scrutinio da parte dell'Autorità.

Nel contesto delle iniziative finalizzate a sostenere l'accesso al mercato dei capitali italiano e a supportare le emissioni di titoli di debito, nel mese di dicembre 2023 la CONSOB ha sottoposto alla consultazione del mercato alcune ipotesi di modifica delle disposizioni del Regolamento Emittenti concernenti la domanda di approvazione dei prospetti. La consultazione si è conclusa il 29 gennaio 2024 e le relative modifiche alla regolamentazione CONSOB sono state approvate il successivo 20 febbraio²⁸.

Tenuto conto dei diversi atti legislativi, linee guida e orientamenti che disciplinano la materia di prospetto, la CONSOB sta lavorando alla predisposizione di *Frequent Asked Questions* (FAQ), procedurali e tematiche, che hanno la finalità di agevolare gli emittenti nella predisposizione dei prospetti e durante l'istruttoria, dal deposito della prima bozza di prospetto all'approvazione e pubblicazione dello stesso.

Il 27 febbraio 2024 la CONSOB e la Banca d'Italia hanno sottoscritto un protocollo d'intesa sulla collaborazione in materia di emittenti che disciplina, tra l'altro, la collaborazione nell'approvazione di prospetti *equity* delle banche.

Il costante processo di adeguamento dell'Istituto agli standard imposti dalle discipline di matrice europea e nazionale continua a richiedere la partecipazione dell'Istituto a diversi tavoli in sede europea per la definizione di alcune scelte regolamentari. Oltre alla partecipazione ai tavoli di confronto sul negoziato relativo al Listing Act, si segnala il contributo ai lavori dell'ESMA volti a promuovere la convergenza degli approcci di vigilanza delle autorità nazionali nel controllo dei prospetti e ad agevolare l'applicazione della pertinente normativa settoriale europea (ad esempio, attraverso Q&As e *statements*).

Le attività in materia di finanza sostenibile

Con riferimento alla rappresentazione dei profili di sostenibilità nei prospetti dei titoli commercializzati con caratteristiche ESG e all'adozione di misure volte a migliorarne la trasparenza e comprensibilità, l'attività

28 In particolare, tali interventi regolamentari sono volti a: i) eliminare, per i prospetti di titoli *non-equity*, i documenti da allegare alla domanda di approvazione non previsti dalla normativa europea sul prospetto; ii) semplificare ulteriormente alcuni documenti da allegare alla domanda di approvazione dei prospetti *equity*, che erano già stati oggetto di rivisitazione e semplificazione nel 2022; iii) pubblicare sul sito internet della CONSOB, in lingua italiana e inglese (in linea con le innovazioni introdotte già da luglio 2022, che ammettono la redazione dei prospetti in inglese, e già recepiti dall'Istituto con delibera n. 22423 del 28 luglio 2022), il modulo elettronico di domanda di approvazione del prospetto e le tabelle di corrispondenza in ordine agli schemi di prospetto applicabili, in modo da rendere più semplice la compilazione dei due documenti, riducendo il rischio di errori o di omissioni di informazioni e velocizzando il processo di acquisizione delle medesime istanze. Per il futuro, sarà avviata una pubblica consultazione con cui verrà sottoposta all'attenzione del mercato l'ipotesi di attribuire agli uffici competenti e non più alla Commissione l'atto finale di approvazione dei prospetti e degli eventuali supplementi, con ciò accorciando ulteriormente l'iter autorizzativo.

istituzionale tiene conto delle Priorità Strategiche di Vigilanza per l'Unione per il 2023-2026, del Piano Strategico dell'Istituto per il 2022-2024 nonché delle evidenze contenute nel *Progress Report on Greenwashing* pubblicato nel maggio 2023 dall'ESMA, che mettono in luce l'esigenza di informazioni efficaci che permettano agli investitori di individuare facilmente i titoli effettivamente associati ad attività economiche sostenibili²⁹.

In relazione all'impatto dei rischi ESG sull'informativa finanziaria, l'Istituto, anche attraverso la partecipazione ai lavori dell'ESMA, sta ponendo particolare attenzione alla coerenza tra le informazioni finanziarie contenute all'interno del bilancio IFRS e i fattori di rischio relativi alle questioni di sostenibilità, come il rischio climatico (si veda il successivo paragrafo *L'informazione contabile*). In tale ambito, la CONSOB ha avviato iniziative di analisi e di sollecitazione al mercato, ad esempio attraverso la pubblicazione delle priorità di vigilanza dell'ESMA per il 2021, 2022 e 2023. Gli esempi di informativa inclusi nel report ESMA del 25 ottobre 2023 *The heat is on: disclosures of climate-related matters in the financial statement*, tratti dai bilanci 2022 di emittenti europei, inclusi alcuni italiani, forniscono illustrazioni pratiche su come le questioni legate al clima possano essere presentate nei bilanci IFRS.

Con riguardo alla rendicontazione non finanziaria, la CONSOB ha contribuito ai lavori di recepimento a livello nazionale delle novità introdotte dalla Direttiva Corporate Sustainability Reporting (CSRD), fornendo indicazioni al MEF per l'elaborazione dei criteri da adottare per il recepimento nella legge 21 febbraio 2024, n. 15 (Legge di delegazione europea 2022-2023).

L'Istituto sta seguendo con attenzione anche le fasi di attuazione dei progetti di *standard setting* avviati in ambito europeo e internazionale (si veda il Capitolo X 'L'attività internazionale').

L'adozione di tecnologie innovative nella vigilanza

L'intelligenza artificiale rappresenta un elemento focale del Piano Strategico elaborato dalla CONSOB per il triennio 2022-2024, principalmente con l'introduzione dell'innovazione tecnologica a supporto dell'attività di vigilanza (cosiddetta *supervisory technology*) e attraverso lo sviluppo e

29 Nelle more della prima applicazione del nuovo Regolamento (UE) 2023/2631 (cosiddetto Regolamento *green bonds*) – il cui testo definitivo è stato pubblicato il 30 novembre 2023 nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea, applicabile a partire dal 21 dicembre 2024 – e delle modifiche al Regolamento Prospetto che deriveranno dalla conclusione del negoziato legislativo sul Listing Act, e tenuto conto dell'importanza dei temi ESG per gli investitori, l'ESMA, nel proprio *statement 'Sustainability disclosure in prospectuses'*, pubblicato a luglio 2023, ha invitato gli emittenti a considerare, nella redazione dei prospetti, tali temi quando questi assumono rilevanza per le decisioni di investimento, anche se le esistenti regole informative non disciplinano specificamente questi aspetti. Lo *statement* tratta anche il tema degli annunci pubblicitari che reclamizzano caratteristiche ESG degli strumenti finanziari non illustrate nel prospetto, invitando in tal caso, sia gli emittenti sia le autorità competenti, a valutare la necessità di pubblicare un supplemento al prospetto.

l'applicazione di sistemi in grado di offrire un valido ausilio alle attività di controllo e vigilanza, da affiancare all'azione umana.

Nell'ambito di tale prospettiva, sono proseguiti nel 2023 anche i lavori finalizzati all'introduzione dell'intelligenza artificiale all'interno del processo istruttorio di approvazione dei prospetti di strumenti *equity* e *non-equity*, al fine di sfruttarne le potenzialità e di dar vita a un rinnovato processo di vigilanza in materia, tale da perseguire in maniera più efficace e/o efficiente gli obiettivi attesi dai vari *stakeholders* (intellegibilità, coerenza, semplificazione, riduzione della tempistica di approvazione, oggettivizzazione dell'azione amministrativa). Il primo prototipo, realizzato nel corso del 2021, testato e implementato nel corso del 2022, ha visto nel 2023 l'identificazione di ulteriori aree di intervento e miglioramento. L'obiettivo è quello di individuare nuove modalità operative di supporto allo svolgimento dell'attività di vigilanza della CONSOB, fornendo uno strumento che possa essere utile e in grado di favorire una maggiore armonizzazione e trasparenza³⁰.

Il ricorso a strumenti informatici e di intelligenza artificiale è altresì fondamentale per l'avvio (o l'implementazione) dell'impianto di vigilanza conseguente all'applicazione a livello nazionale del Regolamento (UE) 2023/1114 sui mercati delle cripto-attività (cosiddetto Regolamento MiCA), e relativi standard tecnici di attuazione, nonché ai fini del Regolamento sull'emissione e circolazione di strumenti finanziari su tecnologie a registro distribuito (DLT), come previsto dal Decreto FinTech, pubblicato a dicembre 2023 a conclusione del periodo di consultazione con il mercato (si vedano i Capitoli X 'L'attività internazionale' e XI 'Il recepimento della normativa europea e l'attività regolamentare').

2 L'offerta al pubblico e l'ammissione alle negoziazioni di strumenti azionari

Nel 2023 sono stati approvati: 13 prospetti di ammissione alla negoziazione, di cui nove di prima ammissione³¹ e quattro di società già quotate; sei prospetti relativi ad aumenti di capitale in opzione ai soci; un prospetto di offerta al pubblico di azioni di una banca non quotata³²; il primo documento di esenzione redatto in inglese relativo a offerta al pubblico di

30 L'uso di tale strumento per identificare, tramite l'applicazione di tecnologie di *text mining*, gli elementi informativi rappresentativi di indicatori di rischio preimpostati, ha una potenziale funzione di coadiuvare, in una fase preliminare, le attività di controllo del prospetto con l'obiettivo di favorire maggiormente l'attenzione su specifici aspetti nell'ambito dello scrutinio dello stesso.

31 Dei nove prospetti citati, quattro sono di prima ammissione a quotazione (*initial public offering*, Ipo) e cinque sono finalizzati a passaggi (*transfer*) da *Euronext Growth Market* (già AIM Italia) al mercato regolamentato.

32 Con riferimento alle ammissioni alle negoziazioni, Lottomatica è risultata la maggiore Ipo in Europa nel primo semestre 2023 (con una raccolta di 600 milioni di euro), mentre l'Ipo di Ferretti è stato il primo caso in Italia di *dual listing* tra Italia e Hong Kong.

azioni (Tav. all.1). Dei nove prospetti di prima ammissione tre sono stati redatti in lingua inglese da emittenti italiani ai fini dell'ammissione alla negoziazione delle azioni sul mercato Euronext Milan³³. La possibilità di redigere il prospetto in lingua inglese è di particolare rilevanza per le società italiane tenuto conto che, anche nel 2023, si conferma la tendenza a indirizzare le offerte, nelle operazioni di Ipo e di *transfer* da Euronext Growth Milan, esclusivamente agli investitori istituzionali, che in maggioranza sono internazionali³⁴.

Si evidenzia che fattori quali l'incertezza macroeconomica globale e l'instabilità geopolitica, con la conseguente volatilità dei mercati, hanno portato 13 società a rinunciare o a rinviare il processo di prima ammissione alla quotazione sul mercato regolamentato EXM. In dieci casi le società avevano già avviato contatti preliminari con i competenti uffici presentando il programma dell'operazione e in altri tre casi avevano già presentato domanda di approvazione del prospetto, poi ritirata.

3 L'offerta al pubblico e l'ammissione alle negoziazioni di strumenti *non-equity*

Nel 2023 i provvedimenti di approvazione riferiti a titoli *non-equity* hanno riguardato 31 documenti relativi a prestiti obbligazionari riferibili a emittenti bancari³⁵, un prospetto di offerta al pubblico e ammissione a quotazione sul Mercato Telematico delle Obbligazioni, organizzato e gestito da Borsa Italiana, di obbligazioni *corporate sustainability-linked*³⁶ e 11 documenti relativi a *certificates*. Nell'ambito della vigilanza sui documenti relativi a offerte e/o quotazione di titoli *non-equity* emessi da banche, sono stati oggetto di attente verifiche e monitoraggio tutti i possibili effetti derivanti dall'incertezza del quadro economico e geopolitico (Tav. all.2 - Tav. all.4)³⁷.

33 La possibilità di redigere il prospetto in lingua inglese, introdotta nell'estate del 2022 nell'ambito delle numerose iniziative regolamentari di semplificazione normativa, è stata molto apprezzata dagli emittenti in quanto consente loro di predisporre un unico documento, che soddisfa sia i requisiti richiesti dalla regolamentazione europea sul prospetto sia la prassi di redazione dell'*international offering circular*, ai fini dell'offerta a investitori internazionali, semplificando gli adempimenti e i costi a carico degli emittenti nel processo di accesso al mercato.

34 L'*international offering circular* è infatti un documento che è predisposto, in linea con la prassi statunitense relativa alle offerte agli investitori istituzionali (*private placement*) svolte ai sensi della *Regulation S* dello *US Securities Act* e rivolte ai *Qualified Institutional Buyers* negli Stati Uniti ai sensi della *Rule 144A* dello *US Securities Act*. Tale documento riporta un contenuto analogo al prospetto, ma le relative informazioni sono descritte in un formato e ordine differenti.

35 Al riguardo si segnala che cinque prospetti di offerta approvati dalla CONSOB nel corso del 2023 di tre operatori bancari prevedono la possibilità di emettere prestiti obbligazionari che assumeranno la denominazione '*green*', '*social*', '*sustainable*' nel caso in cui sia previsto in fase di emissione un vincolo sulla destinazione dei proventi verso attività legate a tematiche sulla sostenibilità.

36 Il prospetto relativo al *sustainability-linked bond* fa riferimento a un titolo obbligazionario, emesso da Eni per un ammontare complessivo di due miliardi di euro, in cui la potenziale variazione della cedola è collegata all'eventuale mancato raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità individuati dall'emittente.

37 Nel corso dell'anno 2023, non ci sono state emissioni di titoli di risparmio dell'economia meridionale autorizzate dalla CONSOB (Tav. all.4).

La CONSOB ha verificato, nel corso del 2023, la completezza documentale e la regolarità del certificato di approvazione di 603 documenti approvati e notificati alla Commissione da autorità UE (545 nel 2022; Tav. all.5).

La vigilanza sui Key Information Documents

Nell'ambito della vigilanza sui Key Information Documents (KIDs) relativi ai prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (Packaged Retail and Insurance-based Investment Products, PRIIPs), nel 2023 la CONSOB ha ricevuto oltre 5 milioni di KIDs, in linea con il dato del 2022, che riguardano prevalentemente aggiornamenti (*updates*) di prodotti ideati da *manufacturers* in maggioranza di nazionalità estera. Per quanto riguarda il numero dei nuovi prodotti emessi, nel 2023 si segnala un moderato aumento soprattutto di *certificates* e *covered warrants* (circa 30.000 nuove emissioni in più rispetto al 2022; Tav. all.6 - Tav. all.7).

4 L'informazione societaria

La vigilanza sull'informazione societaria ha comportato nel 2023 l'invio di 268 richieste di dati e informazioni ai sensi dell'art. 115 del Tuf e otto richieste di pubblicazioni di dati e notizie ai sensi dell'art. 114 del Tuf. Ai soggetti abilitati, ai sensi dell'art. 69-*novies*, comma 2, del Regolamento Emittenti, è stata altresì richiesta la pubblicazione di due raccomandazioni di investimento. Nel corso dell'anno la Commissione ha ricevuto 303 comunicazioni di ritardo nella diffusione di informazioni privilegiate da parte di emittenti con azioni negoziate su EXM o EGM, ai sensi dell'art. 17, comma 4, del Regolamento (UE) n. 596/2014 (Regolamento MAR). L'Istituto ha inviato una lettera di richiamo e ha avviato due procedimenti di non conformità ex art. 154-*ter*, comma 7, del Tuf, di cui uno concluso nel 2023 con la relativa delibera. Infine, la CONSOB ha provveduto a effettuare due comunicazioni all'Autorità Giudiziaria di informazioni relative a fatti ed elementi accertati nello svolgimento della propria attività, che possono assumere rilevanza sotto il profilo penale (Tav. all.8 - Tav. all.9).

L'informazione contabile

Il 25 ottobre 2023 l'ESMA ha pubblicato il *public statement* sulle priorità comuni europee di vigilanza sulle rendicontazioni 2023 (ECEP 2023). Tali priorità comprendono l'attuale contesto macroeconomico e le problematiche del clima nell'ambito delle informazioni finanziarie. In linea con quanto indicato dall'ESMA, la CONSOB monitorerà e vigilerà l'applicazione delle indicazioni contenute nel suindicato *statement*.

La CONSOB ha partecipato ai lavori IOSCO finalizzati alla pubblicazione, avvenuta il 15 dicembre 2023, di alcune raccomandazioni

rivolte agli emittenti, ai revisori e agli *audit committees* che intendono contribuire a migliorare l'affidabilità, la fedele rappresentazione e la trasparenza dell'informativa finanziaria sull'avviamento così come contabilizzato e rappresentato nei bilanci³⁸.

È proseguita l'attività di scambio di informazioni con le Autorità di vigilanza prudenziali, Banca d'Italia e IVASS, su temi relativi all'applicazione dei principi contabili internazionali ai bilanci degli emittenti dei settori finanziario e assicurativo³⁹.

Il 2023 è stato il primo anno durante il quale la vigilanza su correttezza e completezza dell'informativa finanziaria e contabile ha riguardato in maniera completa anche le verifiche di conformità alla regolamentazione in materia di formato elettronico unico di comunicazione (cosiddetto ESEF), la cui disciplina ha trovato definitiva applicazione nell'ordinamento nazionale nel corso del 2022. In particolare, i controlli hanno riguardato la conformità delle relazioni finanziarie annuali in formato elettronico alle disposizioni rinvenienti dalla Direttiva Transparency nonché alle norme tecniche di regolamentazione su ESEF di cui al Regolamento delegato (UE) 2019/815 della Commissione europea del 17 dicembre 2018 (cosiddetto RTS ESEF)⁴⁰.

Come anticipato, specifici approfondimenti sono stati condotti in merito all'informativa finanziaria fornita nei bilanci in relazione al rischio climatico con particolare riferimento: i) alla materialità finanziaria degli impatti connessi al suindicato rischio, ii) alla coerenza tra la *disclosure* riportata in bilancio e l'informativa non finanziaria riportata nelle dichiarazioni non finanziarie (DNF) e iii) alla presenza di indicazioni sugli impatti per le singole poste di bilancio. Al riguardo, sono state evidenziate agli emittenti alcune aree di miglioramento in vista delle successive rendicontazioni.

Nell'ambito della vigilanza sull'informativa finanziaria, l'Istituto ha selezionato nel 2023 le società da sottoporre a esame ai sensi dell'art. 89-

38 In particolare, IOSCO ha elaborato sette raccomandazioni, una delle quali sulla coerenza tra la contabilizzazione dell'avviamento e l'informativa non finanziaria, nonché alcune *good practices* per contribuire ad arginare il rischio connesso alla rilevazione di svalutazioni non tempestive e alla diffusione di un'informativa non completa al mercato soprattutto nell'attuale contesto macroeconomico.

39 Tra questi hanno assunto particolare rilievo: i) le implicazioni in ambito contabile dell'evoluzione del contesto macroeconomico, ii) il trattamento dei crediti fiscali così detti 'eco-bonus', iii) le modifiche delle condizioni applicate alla terza serie delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine della BCE (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations III - TLTRO III*), iv) gli standard di rendicontazione di sostenibilità EFRAG e ISSB, nonché v) le problematiche relative alla prima applicazione dei principi contabili IFRS 17 e IFRS 9 da parte delle società assicurative.

40 È stata curata sul sito istituzionale la sezione dedicata alla materia, in cui è presente un indirizzo mail per la ricezione di domande da parte degli emittenti. Anche nel *public statement* ESMA sulle ECEP 2023, l'ESMA ha posto l'attenzione sui bilanci in formato elettronico, rammentando agli emittenti di marcare tutti gli elementi numerici in una data valuta presenti negli schemi di bilancio consolidato redatti in base ai principi IAS/IFRS nonché talune regole da tenere in considerazione per la marcatura in blocco delle note di bilancio consolidato, al fine di preservare la leggibilità e la chiarezza delle informazioni una volta estratte e trasformate in un formato fruibile dalla macchina. Sono, infine, proseguite le attività formative riferite ai nuovi obblighi in vigore dal 2023, alle quali la CONSOB ha partecipato attivamente.

quater del Regolamento Emittenti, tenendo conto, in linea con un approccio *risk-based*, dell'evoluzione dei fattori di rischio nell'attuale contesto di mercato⁴¹.

Anche nel 2023 la Commissione ha ritenuto di assoggettare a obblighi di informativa periodica aggiuntiva alcune società quotate in difficoltà finanziarie, sulla base dei poteri conferiti dall'art. 114 del Tuf. Tali obblighi vengono sottoposti a revisione in occasione della pubblicazione delle documentazioni contabili degli emittenti (bilancio e semestrale), al fine di tener conto dell'evoluzione della situazione in cui essi versano. Al 31 dicembre 2023 20 società quotate risultano sottoposte a obblighi di informazione mensili (21 a fine 2022) e nove società a obblighi di informazione trimestrali (dieci a fine 2022)⁴².

L'informazione non finanziaria

Nel 2023 sono state pubblicate, ai sensi del d.lgs. 254/2016, 208 DNF relative all'esercizio 2022, di cui 142 da società con azioni quotate, 24 da emittenti con titoli quotati su mercati regolamentati, 23 da banche e assicurazioni non quotate e 19 in via volontaria (Tav. all.10).

L'attività di vigilanza si è concentrata sulle DNF relative agli esercizi 2020 e 2021 selezionate alla fine dell'anno precedente⁴³.

Una particolare attenzione è stata rivolta alle indicazioni fornite dall'ESMA nelle *European common enforcement priorities for 2021 annual financial reports* (ECEP 2021) con riferimento alle disposizioni dell'articolo 8 del Regolamento Tassonomia, che ha trovato la sua prima applicazione nelle DNF 2021 e che prevede che talune imprese di grandi dimensioni che sono tenute a pubblicare informazioni di carattere non finanziario ai sensi della

41 In particolare, si fa riferimento ai seguenti fattori di rischio: i) rischi di sostenibilità economico-finanziaria del *business model* a causa dell'attuale contesto macroeconomico e geopolitico, ii) rischi connessi alla sostenibilità ambientale del *business model*; iii) rischi di svalutazione delle attività non finanziarie in bilancio a causa dei cambiamenti prodotti dal contesto macroeconomico geopolitico e ambientale. Nel corso del 2023 è proseguita l'attività di vigilanza su un emittente la cui informazione societaria era stata oggetto, già nel 2022, di una delibera di non conformità ex art. 154-ter, comma 7 del Tuf, con riferimento alla rilevazione contabile di talune operazioni di scambio di attività immateriali e degli stipendi dei dipendenti. Tale attività è stata svolta sulla base della copiosa documentazione relativa all'indagine penale acquisita dalla CONSOB nel corso dell'anno, da cui sono emerse conferme dell'errata contabilizzazione delle operazioni oggetto di censura nella delibera del 2022, nonché evidenze dell'errata contabilizzazione di alcune cessioni di attività immateriali, realizzate in precedenti esercizi. Poiché gli effetti di tali errate contabilizzazioni permangono anche nelle rendicontazioni finanziarie successive alla delibera del 2022, nel 2023 è stata adottata una seconda delibera di non conformità ai principi contabili internazionali ex art. 154-ter, comma 7 del Tuf, avente ad oggetto le suddette rendicontazioni finanziarie.

42 In particolare, nel corso del 2023 una nuova società è stata assoggettata agli obblighi mensili, una società già sottoposta a tali obblighi è stata delistata e per un'altra è intervenuta la revoca dagli obblighi mensili e l'assoggettamento a obblighi trimestrali, mentre per una società sottoposta a obblighi trimestrali è intervenuta la revoca degli obblighi e un'altra è stata delistata.

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

Direttiva 2014/95/UE (cosiddetta NFRD) debbano comunicare informazioni al pubblico su come e in che misura le loro attività sono associate ad attività economiche ecosostenibili come definite nella legislazione sulla tassonomia dell'UE. Sono state quindi selezionate quelle società che non hanno fornito alcuna informazione in merito alla quota delle attività economiche ammissibili e non ammissibili alla tassonomia nell'ambito dei tre indicatori previsti dal suddetto articolo. Dagli approfondimenti svolti è emerso che tali società avevano in corso la predisposizione di adeguate strutture e processi interni volti a consentire lo svolgimento delle attività strumentali a soddisfare gli obblighi di informativa, processo che, con riferimento all'esercizio 2021, non aveva ancora consentito di individuare eventuali attività ammissibili. Ad esito della vigilanza su tali società, le informazioni relative al 2021 sono state quindi rese nell'ambito delle DNF relative all'esercizio 2022.

L'attività di vigilanza è stata svolta anche attraverso l'organizzazione di incontri con le funzioni di sostenibilità di alcune società e con l'organo di controllo delle medesime società, tenuto alla vigilanza sulle DNF, in modo da approfondire alcuni aspetti relativi a tali documenti, nonché gli eventuali profili d'attenzione evidenziati nella documentazione ricevuta dai collegi sindacali⁴⁴.

Nel 2023 è stata effettuata anche la selezione delle DNF da sottoporre a vigilanza relative all'esercizio 2022. Innanzitutto, si è constatato che nessuno degli elementi previsti dai punti a), b) e c) dell'articolo 6 del Regolamento CONSOB n. 20267 del 19 gennaio 2018⁴⁵ si è concretizzato. È stato, invece, valorizzato l'elemento della connessione con la vigilanza sull'informativa finanziaria prevista dal punto d) del già citato articolo 6 del Regolamento, tenendo conto dell'attività di vigilanza sull'informativa finanziaria nonché delle indicazioni contenute nelle ECEP 2022 dell'ESMA per le DNF, con riguardo alle questioni climatiche e alle informazioni richieste dall'art. 8 del Regolamento Tassonomia. Ulteriori elementi sono stati acquisiti in esito all'attività di vigilanza svolta dalla CONSOB su società incluse nella selezione precedente, o su cui è stato effettuato un intervento su specifiche tematiche, in merito alla presenza di aree di miglioramento nel contenuto delle DNF o nelle procedure di raccolta dati e di redazione delle stesse.

Dall'esame delle relazioni dei revisori è emerso una non perfetta coerenza fra la versione degli standard definiti dal Global Reporting Initiative (GRI) indicata in tali documenti e quella dichiarata da alcune società nella loro DNF.

Ulteriori profili rilevanti ai fini della selezione sono emersi in merito alle indicazioni rivenienti dal grado di conformità alle principali novità

44 Nel corso dell'anno è stato effettuato un intervento sulla DNF 2022 di un emittente quotato, al quale è stato chiesto di integrare il documento con un comunicato stampa che fornisse alcune precisazioni su profili di sicurezza sul lavoro e di emissioni relative a una società controllata.

45 Si fa riferimento a: segnalazioni degli organi di controllo e del revisore, casi di attestazione con rilievi, di attestazione negativa o di rilascio di una dichiarazione di impossibilità di esprimere un'attestazione da parte dei revisori, informative significative ricevute da altre pubbliche amministrazioni o soggetti interessati.

applicative relative alle DNF 2022, con particolare riferimento all'utilizzo del modello obbligatorio per l'indicazione della quota delle attività economiche allineate, ammissibili e non ammissibili nell'ambito dei tre indicatori previsti dall'articolo 8 del Regolamento Tassonomia e al rispetto delle principali indicazioni fornite dai nuovi standard universali GRI 2021.

Un'ulteriore selezione di soggetti è stata svolta sulla base di un indicatore di rischio costruito ponderando una serie di fattori, legati alla rischiosità climatica del settore economico di operatività, al grado di sostenibilità dell'impresa nelle tre dimensioni ESG, a elementi indicativi di possibili comportamenti di *greenwashing*, all'esperienza acquisita nella redazione e pubblicazione delle DNF, alla rilevanza dell'impatto dell'eventuale carenza informativa resa tenendo conto della tipologia dell'emittente, del suo eventuale ricorso al mercato dei capitali di rischio e del carattere obbligatorio o volontario della DNF.

Le ECEP 2023 sottolineano la rilevanza delle questioni legate al clima, con particolare riferimento alla trasparenza in tema di obiettivi di riduzione delle emissioni, azioni realizzate per raggiungerli e risultati conseguiti, nonché alle emissioni cosiddette Scope 3. Anche la tematica della *disclosure* richiesta in relazione all'articolo 8 del Regolamento Tassonomia viene considerata una priorità⁴⁶.

Le ECEP 2023 sottolineano, infine, la necessità di fornire l'informativa in merito alle attività ecosostenibili ai sensi dell'articolo 8 del Regolamento Tassonomia nella maniera più rispondente possibile ai criteri e ai requisiti previsti dal Regolamento delegato (UE) 2021/2178 della Commissione europea del 6 luglio 2021 (Atto delegato Disclosure)⁴⁷.

46 Nello *statement* dell'ESMA si conferma l'attenzione per le questioni climatiche, con un particolare focus sul collegamento fra gli obiettivi aziendali e quelli derivanti da *policies* pubbliche nonché sulle metodologie e gli scenari utilizzati per costruirli. In particolare, si sottolinea l'importanza di inserire tali obiettivi in una strategia più ampia che includa la predisposizione di *policies* e l'individuazione delle azioni necessarie per conseguirli. Nelle ECEP 2023 si segnala, poi, l'importanza di una adeguata informativa in merito agli obiettivi di riduzione delle emissioni individuati dall'azienda, soprattutto quando inseriti nel contesto di politiche di decarbonizzazione o in dichiarazioni di neutralità carbonica. Per rendere tali obiettivi effettivamente credibili, è altresì necessario fornire informazioni in merito agli investimenti e alle risorse necessarie per conseguirli.

47 Al riguardo, in occasione della pubblicazione delle ECEP 2023 l'ESMA ha reso noti anche gli esiti di un *fact-finding exercise* sull'applicazione dell'art. 8 del Regolamento Tassonomia, svolto nel corso del 2023 con riferimento alle DNF 2022. L'esercizio ha riguardato un campione ristretto di imprese non finanziarie europee quotate e ha evidenziato la necessità che le informazioni, quantitative e qualitative, siano presentate in modo da rispettare i requisiti e modelli di cui agli Atti Delegati, per una piena comprensione dei criteri di conformità e conseguentemente del grado di ammissibilità e allineamento delle attività economiche. L'ESMA enfatizza anche l'introduzione di nuovi obblighi informativi in merito agli altri quattro obiettivi ambientali individuati dal Regolamento Tassonomia, che saranno applicabili a partire dalle DNF 2023 pubblicate nel 2024.

5 La vigilanza sulle cartolarizzazioni

Nel 2023 a seguito del recepimento nell'ordinamento nazionale⁴⁸ del Regolamento (UE) 2017/2402 (Regolamento Cartolarizzazioni, cosiddetto SECR) la CONSOB ha pubblicato la delibera n. 22833/2023, ad esito di un periodo di consultazione con il mercato, al fine di disciplinare le disposizioni per l'attuazione delle previsioni contenute nel Regolamento, finalizzate alla vigilanza delle operazioni di competenza della CONSOB (ossia delle operazioni semplici, trasparenti e standardizzate – STS), sia tradizionali sia sintetiche, nonché delle operazioni *corporate* ai sensi di quanto previsto dall'art. 4-*septies*.2, comma 3, lett. b), del Tuf.

La risposta da parte del mercato a seguito della pubblicazione della summenzionata regolamentazione di secondo livello è stata ampia e diffusa, sia da parte degli operatori del mercato sia da parte dei soggetti destinatari delle norme dettate dal Regolamento Cartolarizzazioni e direttamente coinvolti nelle operazioni medesime, quali *repository* e terzi verificatori.

La CONSOB ha interloquuto con ciascuno di essi, anche attraverso la partecipazione a webinar e seminari, al fine di assicurare la più ampia comprensione della nuova regolamentazione in materia e delle relative competenze di vigilanza.

Al 31 dicembre 2023 si contano 87 operazioni di cartolarizzazione STS e 47 operazioni cosiddette *corporate* notificate alla CONSOB ai sensi della succitata delibera.

Anche in questo settore, il processo di adeguamento nazionale agli standard imposti dalle discipline di matrice europea e nazionale ha richiesto la partecipazione della CONSOB a diversi tavoli che sono stati istituiti in sede europea e a livello nazionale, per assicurare la convergenza nell'applicazione della normativa e la cooperazione fra le diverse autorità coinvolte.

In particolare, a livello europeo, l'Istituto fa parte del *Joint Committee Securitisation Committee* (JCSC), il cui obiettivo è quello di assistere le Autorità nazionali competenti (National Competent Authorities o NCAs) e le tre Autorità di vigilanza europee (European Supervisory Authorities o ESAs), nell'adempimento dei rispettivi mandati ai sensi del Regolamento (UE) 2017/2402, promuovendo la discussione e l'analisi delle questioni pratiche e operative relative ai compiti di supervisione e applicazione delle norme, nonché assicurando approcci coerenti nell'applicazione dei criteri STS al fine di individuare le migliori pratiche di vigilanza. La CONSOB partecipa anche alla *Task Force sulle Cartolarizzazioni* ('*Securitisation Task Force*' – STF) in ambito ESMA, fornendo conoscenze e competenze su questioni relative ad atti legislativi o proposte di atti legislativi nell'ambito del SECR, quali priorità

⁴⁸ Il Regolamento Cartolarizzazioni è stato recepito in Italia dapprima con d.lgs. 131/2022 e successivamente con d.lgs. 204/2023, che hanno modificato il Tuf, introducendo l'art. 4-*septies*.2 che disciplina le competenze della CONSOB, e delle altre autorità di vigilanza nazionale *ratione materiae*, in tale ambito.

strategiche dell'ESMA. Il contributo apportato dalle autorità partecipanti è diretto anche alla redazione di linee guida e chiarimenti su argomenti relativi alla cartolarizzazione, nonché ad apportare il proprio contributo nell'ambito della *peer review* sulle cartolarizzazioni STS⁴⁹ e ai lavori del JCSC.

A livello nazionale, la CONSOB e la Banca d'Italia hanno istituito un Tavolo di coordinamento con l'obiettivo di consentire una collaborazione operativa per la vigilanza sulle operazioni di cartolarizzazione, in forza delle nuove competenze di vigilanza definite dall'art. 4-*septies*.2, del Tuf e di favorire lo scambio di informazioni funzionali al perseguimento dei rispettivi compiti.

Nell'ambito di tale collaborazione e nello svolgimento delle proprie attribuzioni, l'Istituto ha altresì avanzato una richiesta di parere all'EBA⁵⁰ ai fini della concessione alle banche italiane della deroga (cosiddetto *waiver*) di cui all'art. 26e(10), terzo sottoparagrafo, del Regolamento Cartolarizzazioni, volta consentire l'utilizzo di *'collateral in the form of cash on deposit with the originator, or one of its affiliates'*, che abbiano un *credit quality step* (CQS) pari a 3 (anziché 1 o 2, richiesto dalla normativa) quale condizione affinché le cartolarizzazioni sintetiche possano ottenere la qualifica di STS. Si è in attesa della *opinion* dell'EBA sul punto.

49 Si tratta della *peer review* sulle cartolarizzazioni STS, ai sensi di quanto previsto dall'art. 36(7) del Regolamento Cartolarizzazioni, i cui lavori dovrebbero presumibilmente concludersi per la fine del 2024.

50 Tale deroga può essere, infatti, concessa dall'Autorità di cui all'art. 29(5) del Regolamento Cartolarizzazioni (che per le cartolarizzazioni sintetiche si ricorda essere questo Istituto), previa *opinion* positiva dell'EBA, al sussistere di una delle seguenti condizioni: *i) market difficulties; ii) objective impediments related to the credit quality step assigned to the Member State of the institution or significant potential; iii) concentration problems in the Member State concerned due to the application of the minimum credit quality step 2 requirement referred to in the second subparagraph can be documented.*

IV La vigilanza sugli intermediari

1 I profili innovativi

L'attività in materia di finanza sostenibile

Anche nel 2023 l'attività di vigilanza della CONSOB sull'operatività degli intermediari si è concentrata sulle tematiche ESG (*environmental, social and governance*). Il rispetto della normativa relativa a profili di sostenibilità è stato oggetto, come di consueto, di scrutinio particolare in sede di accesso all'attività di prestazione dei servizi d'investimento attraverso le istruttorie per il rilascio (o estensione) dell'autorizzazione, o del parere di competenza alla Banca d'Italia, a seconda della natura del soggetto istante.

Nell'anno è stato avviato il monitoraggio dei processi di adeguamento dell'industria nazionale alle innovazioni normative europee riferite all'integrazione dei profili di sostenibilità nella prestazione dei servizi d'investimento, con particolare riguardo alle regole di *investor protection* sulle quali gli interventi legislativi a livello europeo hanno inciso maggiormente, ossia *product governance* e valutazione di adeguatezza e trasparenza di sostenibilità nei servizi di gestione di portafogli e di consulenza. Le evidenze acquisite potranno essere valorizzate anche nell'ambito della *Common Supervisory Action (CSA)* per l'anno 2024 che, come annunciato dall'ESMA il 2 ottobre 2023, sarà incentrata sui requisiti ESG connessi alla valutazione di adeguatezza e alla *product governance*⁵¹.

La CONSOB ha partecipato anche alla CSA dell'ESMA del 2023 riguardante gli obblighi che promanano dalla MiFID II applicabili alle comunicazioni di marketing, nell'ambito della quale l'ESMA ha chiesto alle autorità nazionali di svolgere un approfondimento specifico sul rischio di *greenwashing*. L'Istituto ha pertanto svolto un'indagine approfondita sulle comunicazioni di marketing nella prestazione dei servizi d'investimento, analizzando anche esempi concreti di tali comunicazioni. L'indagine ha coinvolto 14 intermediari (quattro dei quali a livello di gruppo), con una copertura del 60% circa in termini di controvalore delle masse amministrate per conto di clientela *retail*. Dall'analisi è emerso che le comunicazioni di

⁵¹ In materia, nel 2023 l'ESMA ha rivisto gli Orientamenti del 3 aprile 2023 su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II e gli Orientamenti del 3 agosto 2023 sugli obblighi di *governance* dei prodotti ai sensi della MiFID II pubblicando, in seguito, chiarimenti operativi applicabili dal 3 ottobre 2023.

marketing che fanno riferimento a tematiche di sostenibilità sono utilizzate in misura piuttosto contenuta dagli intermediari del campione.

Anche con riferimento agli intermediari gestori, i temi ESG hanno trovato crescente integrazione nei modelli di vigilanza *risk-based* adottati dalla CONSOB in via continuativa, nell'ambito delle istruttorie per il rilascio di pareri alla Banca d'Italia per l'iscrizione all'Albo di nuovi operatori e in quelle di nulla osta alla commercializzazione di nuovi Fia (riservati e non riservati), nonché nell'ambito di specifiche attività, anche ispettive. La vigilanza si è concentrata, in via prioritaria, sulla conformità con le norme europee della *disclosure* fornita nella documentazione d'offerta, sul sito web e nelle comunicazioni di marketing, nonché sull'integrazione dei rischi ESG nel processo decisionale di investimento adottato dai gestori.

Ulteriori indicazioni per la vigilanza potranno derivare dagli esiti della CSA dell'ESMA del 2023 in tema di *disclosure* dei profili ESG e integrazione dei rischi di sostenibilità nell'ambito della gestione collettiva del risparmio.

Più in generale, l'attuale approccio di vigilanza sugli intermediari rispetto ai temi della sostenibilità potrà beneficiare del Technical Support Instrument (TSI) della Commissione europea, attivato nel 2023.

Le attività in materia di prodotti complessi e innovativi

Nel 2023 l'Istituto ha continuato a monitorare la distribuzione di prodotti complessi e/o innovativi al fine di individuare fenomeni rilevanti per la tutela degli investitori. In continuità con il 2022, particolare attenzione è stata rivolta all'operatività in *futures*, con uno specifico approfondimento relativo a *mini e micro-futures*.

Dall'analisi dell'offerta di prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (Packaged Retail and Insurance-based Investment Products, PRIIPs) emessi nel 2023, è emerso che *certificates* e *covered warrant* hanno rappresentato oltre il 90% delle emissioni (in linea con gli anni precedenti).

Gli approfondimenti condotti sulle modalità di redazione dei Key Information Documents (KIDs) hanno rivelato che, nel corso dell'anno, l'offerta di prodotti strutturati con sottostanti cripto-attività è rimasta stabile rispetto al 2022, mentre sono aumentate le offerte di certificati di tipo *benchmark*, attualmente presenti in Italia sulla base di prospetti approvati all'estero e passaportati in Italia. Tali strumenti replicano, al netto dei costi, la *performance* di indici o portafogli cosiddetti dinamici e prevedono la possibilità, da parte del soggetto che riveste il ruolo di *advisor*, di modificare il paniere di *asset* che compongono l'indice oppure la composizione del portafoglio⁵².

52 Al riguardo si precisa che a fine dicembre 2023, la CONSOB ha autorizzato un prospetto relativo all'offerta di tali prodotti, in relazione al quale ad oggi non sono state avviate offerte.

In linea con lo scorso anno, l'offerta di prodotti finanziari strutturati legati a tematiche di sostenibilità ha riguardato prevalentemente *certificates* aventi come sottostante indici ESG o azioni relative a società a elevato rating ESG. Con riferimento a tali prodotti e al fine di mitigare rischi di *greenwashing*, la CONSOB ha verificato la coerenza tra le informazioni riportate nei KIDs e nel materiale pubblicitario e quelle inserite nel prospetto in merito a caratteristiche del prodotto e profili ESG.

Nel 2023 l'Istituto ha svolto anche l'attività connessa ai progetti per la sperimentazione FinTech inerenti a servizi e attività di investimento nell'ambito della cosiddetta sandbox regolamentare di cui all'art. 36 del decreto-legge 34/2019 (per dettagli si veda il precedente capitolo I 'La vigilanza sui mercati'). Inoltre, in collaborazione con la Banca d'Italia e l'Organismo degli Agenti in attività finanziaria e dei Mediatori creditizi (OAM), è stata avviata un'indagine conoscitiva al fine di comprendere il potenziale interesse a svolgere in Italia attività rientranti nell'ambito di applicazione del MiCAR. Dell'iniziativa è stata data evidenza sul sito istituzionale in modo da garantire la massima diffusione anche presso i soggetti non sottoposti alla vigilanza della CONSOB. L'indagine ha coinvolto, oltre ai soggetti autorizzati e vigilati (banche, depositari centrali di titoli, istituti di moneta elettronica, Sim, gestori di Oicvm e Fia, gestori di mercati regolamentati), anche i soggetti iscritti nel Registro dei prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale e di servizi di portafoglio digitale tenuto dall'OAM nonché ulteriori operatori, diversi dai precedenti, potenzialmente interessati a svolgere servizi o attività regolate dal MiCAR. Dall'indagine è emerso un significativo interesse a richiedere un'autorizzazione in Italia ai sensi del MiCAR da parte di nuovi operatori, mentre è risultato marginale l'interesse da parte dei soggetti già vigilati.

L'attività in materia di crowdfunding

Nel 2023 si è concluso il processo di adeguamento della normativa nazionale al Regolamento (UE) 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese (European Crowdfunding Service Providers, di seguito Regolamento ECSP) e il 10 novembre 2023 è terminato il periodo transitorio previsto dal Regolamento che ha consentito ai soggetti operanti in base alla normativa nazionale (tra i quali, i gestori di portali *online* iscritti nel Registro tenuto dalla CONSOB) di continuare a operare senza richiedere la nuova autorizzazione.

Pertanto, a partire dall'11 novembre 2023, il regime nazionale di cui all'articolo 50-*quinquies* del Tuf (compreso il relativo registro) non è più applicabile e possono operare esclusivamente i fornitori di servizi di *crowdfunding* per le imprese che abbiano ottenuto l'autorizzazione ai sensi del Regolamento ECSP. Tali soggetti sono iscritti nell'apposito Registro dei fornitori di servizi di *crowdfunding* tenuto dall'ESMA.

La transizione al nuovo quadro regolamentare ha reso necessario l'adeguamento alle numerose novità recate dalla disciplina europea. Tra queste le più rilevanti riguardano l'operatività transfrontaliera dei gestori di portali, la nuova classificazione degli investitori (s sofisticati, che includono i professionali di derivazione MiFID, vs non sofisticati), la previsione di un 'test di ingresso di verifica delle conoscenze' degli investitori non sofisticati (ossia una verifica rafforzata di appropriatezza dell'investimento rispetto al profilo dell'investitore) e la necessità di mettere a disposizione dei potenziali investitori una scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento (Key Investment Information Sheet o KIIS).

In tale contesto, e a valle di una consultazione pubblica, la CONSOB, con la delibera 22720 del 1° giugno 2023, ha adottato il nuovo Regolamento in materia di servizi di *crowdfunding*, volto a disciplinare taluni ambiti affidati dalla normativa europea ai singoli Stati membri (quali, tra gli altri, le disposizioni applicabili alle comunicazioni di marketing dei fornitori di servizi di *crowdfunding*). Il 19 giugno 2023, la CONSOB e la Banca d'Italia hanno sottoscritto un protocollo d'intesa in materia. Sono altresì proseguite le attività volte ad agevolare la transizione degli operatori interessati al nuovo quadro regolamentare, anche attraverso incontri dedicati con gli stessi operatori.

2 Gli intermediari bancari autorizzati alla prestazione di servizi di investimento

A fine 2023, il numero di istituti di credito autorizzati alla prestazione di servizi di investimento si è collocato a 386 (398 a fine 2022). Di tali soggetti, 33 sono banche comunitarie autorizzate a operare in Italia mediante stabilimento di succursale e otto sono banche extra-comunitarie autorizzate a operare in Italia con o senza stabilimento di succursale (Tav. aIV.1).

Nel corso dell'anno, la CONSOB ha proseguito, secondo il consueto approccio *risk-based*, nella verifica della correttezza e della trasparenza dei comportamenti tenuti dagli operatori bancari nella prestazione di servizi di investimento nei confronti della clientela. Tale approccio ha consentito di orientare le indagini sui soggetti e/o i fenomeni più significativi e rischiosi sulla base dell'analisi di informazioni acquisite anche attraverso 177 richieste di dati e notizie (di cui due destinate a banche di paesi terzi) e 48 incontri con esponenti aziendali e associazioni di categoria (Tav. aIV.3). L'attività si è avvalsa altresì dell'analisi degli esposti ricevuti dalla clientela.

Le attività sono state svolte anche in coordinamento con la Banca d'Italia, alla quale è stata inoltre formulata una richiesta di collaborazione ispettiva ai sensi dell'art. 6-ter, comma 5, del Tuf, ed è stato fornito un parere relativo alla revoca dell'autorizzazione alla prestazione di servizi di investimento.

Sulla base degli esiti delle indagini, anche ispettive, condotte nel corso dell'anno e relative all'applicazione della MiFID II da parte degli intermediari, sono stati avviati interventi correttivi nei confronti dei soggetti interessati, a cui hanno fatto seguito ulteriori indagini cartolari in merito ai processi di miglioramento da questi intrapresi. Gli interventi correttivi hanno riguardato in buona parte gli ambiti della valutazione di adeguatezza/appropriatezza e della *product governance*.

L'Istituto ha altresì contribuito ai lavori che hanno portato all'aggiornamento delle *Guidelines* ESMA in materia di *product governance*, pubblicate nella versione ufficiale in lingua inglese il 3 agosto 2023 e applicabili nell'UE dal 3 ottobre 2023⁵³.

Nel corso dell'anno la CONSOB ha continuato a monitorare l'attività di *self-placement* delle banche di strumenti sottoposti alla disciplina del *bail-in*, al fine di verificare la conformità alle disposizioni, vigenti dal 1° dicembre 2021, del decreto legislativo n. 193 dell'8 novembre 2021 di attuazione della Direttiva (UE) 2019/879 (Banking Recovery and Resolution Directive II o BRRD II) che ha introdotto limitazioni alla emissione e distribuzione di titoli subordinati da parte degli istituti di credito.

Ad esito della CSA svolta dall'ESMA nel 2022 in materia d'informativa *ex post* della MiFID II sui costi e oneri nella prestazione dei servizi d'investimento (pubblicate sotto forma di *public statement* dell'ESMA del 6 luglio 2023), la CONSOB ha condotto interventi mirati nei confronti degli operatori coinvolti, al fine di sollecitare opportune azioni correttive per migliorare l'informativa *ex post* ai clienti.

Inoltre, con riferimento alle misure restrittive di carattere economico-finanziario nei confronti della Russia, introdotte nel 2022 dopo l'invasione dell'Ucraina, nel 2023 è proseguita la verifica delle operazioni effettuate da intermediari italiani su strumenti finanziari in potenziale violazione di tali misure.

Particolare rilevanza ha assunto nel corso dell'anno la vigilanza svolta, anche sulla base dei rapporti di collaborazione con l'IVASS, sulla distribuzione dei prodotti di investimento assicurativo (IBIPs) da parte degli intermediari bancari. In tale contesto è stata avviata, in relazione alla vicenda Eurovita, una indagine di natura cartolare, volta a verificare il comportamento degli intermediari distributori, nella relazione con la clientela detentrica delle polizze, alla luce del quadro normativo derivante dal recepimento in ambito nazionale della Direttiva (UE) 2016/97 (IDD). L'iniziativa ha riguardato un campione di 18 operatori (tre dei quali a livello di gruppo) corrispondente a

53 L'aggiornamento ha riguardato: i) l'integrazione dei fattori di sostenibilità nei processi di identificazione e revisione periodica del *target market* dei prodotti realizzati e/o distribuiti; ii) l'adeguamento alle specifiche esenzioni dagli obblighi di *product governance* introdotte dalla Direttiva (UE) 2021/338 (cosiddetta Quick Fix della MiFID II); iii) la valorizzazione delle evidenze emerse dalla CSA dell'ESMA del 2021, nonché degli approfondimenti condotti dall'*Advisory Committee on Proportionality* (ACP) dell'ESMA nell'ottica di una più efficiente declinazione del principio di proporzionalità, insito nei requisiti sul governo dei prodotti.

circa il 93% delle complessive posizioni dei clienti riconducibili agli intermediari distributori delle polizze Eurovita. In ottica proattiva gli intermediari interessati dall'indagine sono stati richiamati, tra l'altro, ad assicurare continuità nell'informativa alla clientela sull'evoluzione della vicenda, garantendo al contempo idonei presidi per dar corso in modo ordinato ed efficiente alle eventuali richieste di rimborso successive al periodo di blocco previsto dall'IVASS.

Nel 2023, la CONSOB ha fornito collaborazione all'IVASS anche in relazione al primo esercizio, coordinato dalla European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA), di *mystery shopping* a livello europeo sulla distribuzione di IBIPs. Il coinvolgimento dell'Istituto si è reso necessario poiché l'assetto di vigilanza domestico attribuisce alla CONSOB la competenza sul canale bancario-finanziario, principale canale distributivo degli IBIPs. L'esercizio è stato condotto in altri sette Stati membri secondo una metodologia e dei criteri comuni sviluppati dall'EIOPA e dai suoi membri. I risultati saranno disponibili nel corso del 2024.

È stata inoltre prestata collaborazione all'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM) per un'istruttoria che ha condotto all'applicazione, da parte dell'AGCM, di una sanzione amministrativa pecuniaria nei confronti di un intermediario bancario UE operante in Italia in libera prestazione dei servizi per pubblicità ingannevole e pratiche commerciali scorrette, rilevate nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento. Considerata la natura del soggetto interessato, la CONSOB ha fornito specifica informativa sul punto all'autorità del paese d'origine alla quale è demandata la vigilanza dell'attività concernente la prestazione dei servizi di investimento senza stabilimento di succursali sulla base del principio *home country control*.

3 Le imprese di investimento

A fine 2023, le Sim iscritte nel relativo Albo sono 61, i soggetti iscritti all'elenco delle imprese di investimento comunitarie autorizzate a operare in Italia mediante stabilimento di succursale sono 36 e le imprese di investimento inglesi iscritte nell'Albo delle imprese di paesi terzi, diverse dalle banche autorizzate a operare in Italia, sono 82, di cui nove con succursale (Tav. alV.2).

Nel corso dell'anno, il monitoraggio sulle Sim e le altre imprese di investimento vigilate dalla CONSOB ha seguito, come di consueto, un approccio *risk-based*. L'attività di vigilanza si è concentrata sulla verifica della correttezza e della trasparenza dei comportamenti degli intermediari nei confronti della clientela *retail* e della coerenza dei modelli di *business* adottati al fine di servire al meglio gli interessi degli investitori. Particolare attenzione è stata dedicata alle comunicazioni di marketing, le quali, pur rappresentando un momento 'preliminare' all'avvio dell'interazione con la clientela, sono suscettibili di condizionare le fasi successive del rapporto, soprattutto con i clienti *retail*, più

facilmente influenzabili nei comportamenti e non sempre in grado, da un punto di vista tecnico, di cogliere i rischi sottesi all'operatività nei servizi d'investimento (Tav. alV.3).

I controlli sono stati effettuati soprattutto sulla base delle informazioni acquisite attraverso 48 richieste di dati e notizie (di cui sei indirizzate a imprese di paesi terzi, 68 incontri con esponenti di Sim e di altre imprese di investimento vigilate, condotti anche attraverso sistemi di teleconferenza, e l'avvio di due accertamenti ispettivi (per i procedimenti conclusi si veda il Capitolo VI 'L'attività ispettiva').

Ad esito dell'attività istruttoria complessivamente riferita a un'impresa di investimento con succursale in Italia, è stato intrapreso un procedimento sanzionatorio nei confronti della stessa, per violazione della normativa di settore. Nello svolgimento dell'attività di vigilanza su una Sim, ci si è avvalsi anche della collaborazione ispettiva della Banca d'Italia, ai sensi dell'art. 6-ter, comma 5, del Tuf, al fine di verificare in loco la correttezza di talune procedure dalla stessa adottate.

Nel 2023 sono state autorizzate a operare in Italia come imprese di investimento di paese terzo, ai sensi dell'art. 28 del Tuf, previa acquisizione del parere della Banca d'Italia, sette imprese di investimento britanniche (15 nel 2022), di cui sei in libera prestazione di servizi e una mediante stabilimento di succursale (rispettivamente, 13 e due nel 2022). La CONSOB ha fornito alla Banca d'Italia pareri relativi ai piani di risoluzione di 13 Sim e ai piani di risanamento di due Sim.

Come di consueto è proseguito il monitoraggio degli esposti trasmessi alla CONSOB da parte degli investitori nei confronti delle Sim e delle altre imprese di investimento, ivi incluse quelle UE operanti in Italia in libera prestazione di servizi (che, come noto, sono sottoposte alla vigilanza delle rispettive autorità dei paesi di origine, anche per l'operatività svolta in Italia).

L'Istituto ha fornito un'ulteriore collaborazione all'ACGM per un'istruttoria nei confronti di un'impresa di investimento UE operante in Italia in libera prestazione dei servizi. Anche in questo caso, l'istruttoria ha condotto all'applicazione, da parte dell'AGCM, di una sanzione amministrativa pecuniaria per pubblicità ingannevole e pratiche commerciali scorrette, mentre la CONSOB ha provveduto a informare l'autorità del paese di origine.

4 Le società di gestione di portali di *crowdfunding*

Al 10 novembre 2023 – termine del periodo transitorio previsto dall'articolo 48 del Regolamento ECSP nonché del Regolamento delegato (UE) 2022/1988 della Commissione del 12 luglio 2022 – 47 soggetti risultavano iscritti nella sezione ordinaria del registro dei gestori di portali di *crowdfunding* previsto dal previgente articolo 50-*quinquies* del Tuf (48 a fine 2022); in linea

con l'anno precedente, nessun soggetto risultava iscritto nella sezione speciale dedicata alle banche e alle imprese di investimento. Nel 2023 è stato cancellato dal registro, su istanza, un solo gestore (Tav. aIV.4).

Fino al 10 novembre 2023 l'attività di vigilanza sui profili di correttezza e trasparenza comportamentale nei confronti dei predetti operatori è stata svolta dalla CONSOB avvalendosi anche di fonti informative qualitative (tra cui gli esposti) e quantitative (dati sull'operatività trasmessi periodicamente dai soggetti vigilati), oltre che sulla base delle informazioni acquisite attraverso due richieste di dati e notizie.

Dall'11 novembre 2023 hanno potuto operare esclusivamente i soggetti autorizzati ai sensi dell'articolo 12 del Regolamento ECSP. I gestori che non hanno presentato istanza di autorizzazione ai sensi della disciplina europea sono stati oggetto di un monitoraggio dedicato, finalizzato alla verifica dell'ordinata interruzione dell'attività.

La CONSOB ha dunque gestito le istruttorie per il rilascio delle nuove autorizzazioni ai sensi della disciplina europea. In stretta collaborazione con la Banca d'Italia, sono state condotte circa 70 interlocuzioni preliminari con i soggetti intenzionati a richiedere l'autorizzazione con l'obiettivo di approfondire eventuali richieste di chiarimenti e orientare gli interessati nella predisposizione della documentazione necessaria. Fino al 31 dicembre 2023 l'Istituto ha ricevuto 55 istanze di autorizzazione (di cui 29 da operatori che erano iscritti nel previgente registro CONSOB dei gestori di portali di *crowdfunding*), di cui sei sono state ritirate. Al 31 dicembre 2023 i soggetti autorizzati dalla CONSOB, previa acquisizione del parere della Banca d'Italia, alla prestazione di servizi di *crowdfunding* ai sensi della disciplina europea erano 17, di cui otto per il servizio di *investment-based crowdfunding*, cinque per quello di *lending-based crowdfunding* e quattro per entrambi i suddetti servizi.

5 Gli intermediari gestori

A fine 2023 risultavano iscritte nei relativi albi 177 società di gestione del risparmio (Sgr) e 66 società di investimento a capitale fisso (Sicaf). Alla stessa data 99 gestori di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (Oicvm) e fondi di investimento alternativi (Fia) comunitari operavano in Italia per il tramite dello stabilimento di succursali.

Dal 2023 l'attività di vigilanza è stata condotta tenendo conto dei nuovi schemi documentali, previsti dal Regolamento (UE) 2021/2259 e dalla Direttiva (UE) 2021/2261, necessari per le offerte di Oicvm e Fia aperti destinate agli investitori *retail*. Nello specifico, per tali offerte la normativa ha introdotto, dal 1° gennaio dello scorso anno, il documento contenente le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi

preassemblati (cosiddetti KID PRIIP) che sostituisce il documento sulle informazioni chiave.

La vigilanza sugli Oicr si è concentrata, secondo un approccio *risk-based*, sulla correttezza dei comportamenti connessi alle scelte di investimento, anche in termini di aderenza alla politica di investimento rappresentata nella documentazione d'offerta e con una particolare attenzione ai temi della finanza sostenibile. Le verifiche sono state effettuate avvalendosi di fonti informative qualitative e quantitative, nonché sulla base delle informazioni acquisite attraverso 25 richieste di dati e notizie, 107 incontri con esponenti aziendali, condotti in alcuni casi attraverso sistemi di teleconferenza, e accertamenti ispettivi effettuati anche in collaborazione con Banca d'Italia.

La CONSOB ha esaminato le istanze per la commercializzazione in Italia e/o in Stati membri della UE di quote di Fia per verificare completezza, comprensibilità e coerenza della documentazione di offerta⁵⁴, mentre per le Sgr di fondi immobiliari i controlli, riferiti in particolare ai gestori di fondi quotati destinati al pubblico *retail*, hanno riguardato la coerenza tra le attività di dismissione del patrimonio immobiliare e la scadenza prevista da ciascun fondo nonché la corretta applicazione della disciplina in materia di conflitto di interessi.

Da ultimo, la CONSOB ha fornito alla Banca d'Italia 21 pareri di cui 12 per l'autorizzazione di nuovi intermediari gestori, cinque per la cancellazione dall'Albo, tre per operazioni straordinarie, uno per l'estensione dell'operatività.

6 L'Organismo di vigilanza e tenuta dell'Albo unico dei consulenti finanziari

Nel 2023 è proseguita l'ordinaria attività di vigilanza sull'Organismo di vigilanza e tenuta dell'Albo unico dei consulenti finanziari (OCF). Oltre all'attività ordinaria, sono stati svolti anche controlli specifici sull'operato dell'OCF finalizzato alla verifica del rispetto, da parte dei consulenti finanziari, della normativa ESG nella prestazione del servizio di consulenza. In questo ambito, l'attenzione dedicata dalla CONSOB ai temi della sostenibilità è stata finalizzata a valorizzare il ruolo di indirizzo e di *soft-enforcement* preventivo dell'Istituto sull'attività svolta dall'Organismo nonché a favorire, in linea con i propri obiettivi strategici, lo sviluppo della finanza sostenibile nell'ambito del quadro normativo di matrice europea.

⁵⁴ Le istruttorie di trasparenza riferite in particolare ai Fia non riservati e agli European Long-Term Investment Fund (Eltif) sono state condotte tenendo conto delle esigenze della clientela al dettaglio alla quale tali prodotti sono offerti.

1 I profili innovativi

A conferma di una tendenza già in atto, nel 2023 il fenomeno degli abusivismi finanziari si è manifestato secondo schemi operativi basati sempre più frequentemente sull'utilizzo di nuove tecnologie e della rete internet; si fa riferimento in particolare alla diffusione di condotte abusive tramite piattaforme di trading, piattaforme di servizi di pagamento, piattaforme di *crowdfunding*, *distributed ledger technologies* (DLTs), nonché all'operatività realizzabile tramite app per dispositivi mobili.

Grazie alle tecnologie digitali l'abusivismo finanziario ha raggiunto dimensioni imponenti e in costante crescita assumendo natura transnazionale, ponendo a livello globale significativi rischi non solo per gli investitori ma anche per i soggetti autorizzati, dal momento che i soggetti abusivi drenano dal mercato quantità di risparmio che, altrimenti, confluirebbero verosimilmente verso attività autorizzate. Tra i fattori che hanno contribuito alla diffusione dei casi di abusivismo finanziario si rilevano gli annunci pubblicitari *online* di presunti investimenti con soggetti non autorizzati e l'utilizzo indebito del nome e dell'immagine di personaggi noti per indurre i risparmiatori ad aderire a presunte proposte relative all'asserito acquisto di *crypto-asset*.

Obiettivo dell'Istituto è stato, pertanto, rafforzare i presidi di monitoraggio e contrasto all'abusivismo, anche in una prospettiva transnazionale. In tale ottica ha assunto crescente rilievo l'avvio di progetti di collaborazione con le maggiori società del settore digitale che gestiscono i principali 'motori di ricerca' *online* e *social network* per favorire l'adozione e l'aggiornamento delle migliori *policies* per l'individuazione, la segnalazione e la rimozione di contenuti illegali *online* relativi al settore finanziario. Tale tema è tuttora oggetto di approfondimento anche nell'ambito del confronto con le autorità estere, nelle competenti sedi internazionali.

Nel corso del 2023 sono stati varati interventi normativi a livello euro-unitario e nazionale che hanno determinato un impatto anche sull'attività di contrasto agli abusivismi finanziari.

La recente normativa italiana applicabile dal 23 marzo 2023, il cosiddetto Decreto FinTech, nel definire un nuovo regime per l'emissione e la circolazione in ambiente DLT di strumenti finanziari tramite l'istituzione di un 'registro digitale' ha, altresì, previsto una nuova forma di abusivismo finanziario

rappresentata dalla gestione di tale registro in assenza di iscrizione nell'apposito elenco tenuto dalla CONSOB, assegnando a quest'ultima i relativi poteri di intervento.

La nuova disciplina sui servizi di *crowdfunding*, in vigore in Italia da novembre 2023, ha introdotto un regime normativo unico per i prestatori europei di tali servizi (inclusi quelli di *lending-based crowdfunding*) che consente a tali soggetti, ove autorizzati, di operare in base al principio del 'passaporto europeo' in tutti gli Stati membri dell'Unione e ha assegnato alle autorità competenti poteri sanzionatori nei confronti dei soggetti che prestano tali servizi in assenza di autorizzazione.

Infine, la normativa euro-unitaria contenuta nel Regolamento MiCA adottato a giugno 2023 e di prossima implementazione nell'ordinamento nazionale disciplina, da un lato, i profili di trasparenza dell'offerta (e ammissione alla negoziazione) delle cripto-attività diverse dagli strumenti finanziari, attraverso la pubblicazione di un documento d'offerta (il *white paper*) e, dall'altro, la prestazione dei servizi su cripto-attività mediante un regime di autorizzazione per i prestatori di tali servizi. Tale disciplina, una volta implementata, integrerà il quadro normativo del sistema finanziario presidiando processi di emissione/offerta e circolazione delle cripto-attività diverse dagli strumenti finanziari attribuendo alle autorità competenti, tra l'altro, i poteri di *enforcement* per i relativi casi di abusivismo.

2 L'attività e i provvedimenti di contrasto

Come di consueto, una quota significativa delle segnalazioni ricevute dalla CONSOB è riferibile a denunce di condotte potenzialmente integranti una fattispecie di abusivismo (Tav. aV.1; si veda anche il successivo Capitolo VII, 'Le altre attività di tutela dell'investitore'). Rispetto all'anno 2022, si è, invece, registrato un lieve incremento (+6%) del numero delle richieste di collaborazione provenienti dalle altre autorità italiane, in particolar modo dall'Autorità Giudiziaria e dai diversi Corpi di Polizia (173).

I casi più ricorrenti di prestazione abusiva di servizi di investimento sono rappresentati dallo svolgimento abusivo mediante piattaforme web di servizi di trading su strumenti finanziari derivati. Non di rado all'utente è altresì offerta la possibilità di farsi 'gestire'/'movimentare' il conto di trading mediante un cosiddetto *account manager* oppure mediante un software che opera (formulando e/o eseguendo operazioni di investimento) secondo modalità automatiche.

Sul versante delle abusive offerte al pubblico di prodotti finanziari, sono sempre molto frequenti le proposte di investimenti finanziari 'atipici', tra cui quelli relativi a pseudo *crypto-asset*, che promettono mirabolanti rendimenti fuori mercato. In tali casi sono offerti *digital token*, asseritamente emessi

tramite tecnologie DLT e denominati in cripto-valuta, a fronte del cui acquisto da parte dei risparmiatori sono promessi ritorni economici. Altresì frequente in tale ambito risulta l'offerta di 'piani di investimento' con la promessa di rendimenti periodici. Frequentemente, i potenziali clienti vengono invitati ad aderire a *online communities*, sistemi di cosiddetto *network marketing* che sono collegati, almeno apparentemente, alla promozione di tali forme di investimento di natura finanziaria. Secondo tali sistemi agli investitori sono prospettati ulteriori guadagni per il procacciamento di ulteriori aderenti al sistema.

Nel 2023 sono stati assunti provvedimenti di *enforcement* anche in relazione a un'abusiva offerta pubblica di acquisto avente asseritamente ad oggetto le azioni ordinarie di una società quotata, svolta in violazione dell'art. 102 del Tuf per non avere il soggetto offerente assolto all'obbligo informativo della preventiva comunicazione in CONSOB circa l'intenzione di promuovere l'offerta in parola.

Sono state assunte 380 iniziative di contrasto agli abusivismi finanziari: 167 provvedimenti con cui si è ordinata la cessazione della violazione rappresentata dalla prestazione abusiva di servizi di investimento tramite internet che hanno condotto all'oscuramento di 185 siti internet (1.000 complessivamente dal luglio 2019); dieci provvedimenti di sospensione cautelare di offerte abusive di prodotti finanziari; 12 provvedimenti di divieto di offerte abusive e una comunicazione a tutela dei risparmiatori (cosiddetto *warning*). La CONSOB, nell'ambito di tale attività di contrasto, ha effettuato 190 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria (Tav. aV.2). Gli abusivismi finanziari risultano spesso caratterizzati, sotto il profilo soggettivo, da tratti di evanescenza tali da non consentire la concreta individuazione dei soggetti e delle entità giuridiche cui ricondurre i relativi schemi operativi, soprattutto quelli posti in essere *online* mediante siti web. Tale circostanza rende problematico intervenire, a seconda dei casi, con sanzioni penali o amministrative su tutte le fattispecie che hanno formato oggetto di provvedimenti amministrativi interdittivi della CONSOB. I problemi di tracciabilità dell'identità degli operatori abusivi rendono difficoltosa l'applicazione delle previste sanzioni penali, di competenza dell'Autorità Giudiziaria, alle ipotesi di prestazione abusiva di servizi di investimento, per le quali sono previsti i poteri interdittivi della CONSOB ma non più, sin dal giugno 2015, la sanzione amministrativa. In aggiunta i medesimi problemi di tracciabilità non sempre permettono l'avvio dei procedimenti sanzionatori di competenza dell'Istituto in riferimento alle ipotesi di abusiva offerta al pubblico di prodotti finanziari.

Oltre all'azione di contrasto svolta mediante l'assunzione di provvedimenti di *enforcement*, la CONSOB già da tempo - considerata la pericolosità del fenomeno per il pubblico risparmio - offre una tutela informativa nei confronti degli investitori, con iniziative *ad hoc* e attraverso il proprio sito istituzionale (si veda anche il successivo Capitolo VII, 'Le altre attività di tutela dell'investitore').

VI L'attività ispettiva

1 I profili innovativi

Nell'ambito delle attività ispettive svolte nel corso dell'anno sono state affrontate tematiche innovative riguardanti l'integrazione dei fattori ESG nella prestazione dei servizi di investimento, i canali FinTech di distribuzione di prodotti finanziari e le modalità di svolgimento dell'attività di revisione legale su soggetti operativi in cripto-attività.

Con specifico riferimento all'attività di prevenzione e contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo, è stato approfondito mediante specifiche richieste alle società di revisione e ai revisori vigilati il tema delle modalità di assolvimento degli obblighi antiriciclaggio nell'esecuzione degli incarichi professionali conferiti da soggetti operativi nel settore delle cripto-attività, oggetto del richiamo di attenzione n. 6/2022 del 20 dicembre 2022.

Sono stati definiti appositi 'Percorsi di verifica' funzionali a standardizzare, nell'esecuzione delle ispezioni in tema di antiriciclaggio sulle società di revisione, gli accertamenti condotti sulle diverse aree di indagine rilevanti ai fini della normativa di settore, così da assicurare uniformità di comportamento nell'analisi ispettiva.

Sotto il profilo tecnologico, è stato completato il progetto di sviluppo ed efficientamento delle modalità di gestione e di archiviazione della copiosa documentazione che è di norma acquisita nel corso delle attività ispettive. In particolare, è stato implementato un applicativo di gestione documentale che consente di disporre di un archivio evoluto nel quale saranno conservati attraverso apposite procedure informatiche sia i metadati sia la documentazione relativa alle ispezioni condotte. Nell'ambito del medesimo progetto, sono state realizzate nuove procedure informatiche di acquisizione documentale incentrate sull'uso di un portale web attraverso il quale gli ispettori formulano le richieste di documenti e dati e il soggetto ispezionato li rende disponibili.

2 L'attività ispettiva e gli accertamenti sui siti internet

Nel 2023 sono state avviate 17 ispezioni e ne sono state concluse 20. Delle ispezioni concluse, 12 erano state avviate nel 2022 (Tav. aVI.1). Per l'accesso al soggetto ispezionato in cinque delle 17 ispezioni avviate è stata

richiesta la collaborazione del Nucleo Speciale di Polizia Valutaria della Guardia di Finanza.

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

Le 17 ispezioni avviate hanno riguardato: sei verifiche sul rispetto delle regole di condotta in materia di intermediari e prodotti; cinque verifiche in materia di informativa contabile, assetti proprietari, operazioni con parti correlate, nonché delle modalità di svolgimento dei lavori di revisione contabile relativi a bilanci su emittenti quotati; tre verifiche sul rispetto della normativa in materia di presidi antiriciclaggio; tre sono state richieste dalla Banca d'Italia in materia di rispetto della normativa contenuta nel Tuf di competenza della Banca (Tav. aVI.3).

Nel corso dell'anno sono stati svolti 406 accertamenti relativi a fenomeni abusivi realizzati via internet e rientranti nelle competenze della CONSOB, che hanno comportato analisi e approfondimenti relativi a 822 siti web (Tav. aVI.4). Sono stati altresì eseguiti nove monitoraggi periodici, che hanno comportato analisi e approfondimenti relativi a 25 siti web, al fine di verificare l'ottemperanza di imprese di investimento UE operanti in regime di libera prestazione in Italia ai provvedimenti adottati dall'Istituto ai sensi dell'art. 7-*quater* del Tuf.

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

Al fine di prevenire e contrastare il riciclaggio e il finanziamento del terrorismo, la CONSOB ha condotto una serie di attività nei confronti delle società di revisione e dei revisori legali con incarichi su enti di interesse pubblico o a regime intermedio.

Nell'ambito dell'attività di vigilanza cartolare sono stati esaminati e valorizzati in ottica *risk-based* i dati quantitativi e gli elementi informativi ricevuti annualmente dalle società di revisione in attuazione dell'obbligo, previsto dall'articolo 6 del Regolamento CONSOB n. 20570/2018, di analisi e valutazione dei rischi di riciclaggio e finanziamento del terrorismo cui dette società sono esposte.

In esito all'esame dei sopra citati elementi informativi, sono state avviate tre verifiche ispettive in materia di antiriciclaggio (Tav. aVI.5) e sono state intraprese numerose azioni di vigilanza mirate, volte a orientare le società di revisione al pieno rispetto degli obblighi di settore e all'implementazione di solidi ed efficaci presidi organizzativi, procedurali e di controllo. In particolare, al fine di individuare eventuali rischi di non conformità alla normativa antiriciclaggio sono state formulate 20 richieste di dati e notizie ai sensi

dell'articolo 7, comma 2, lettera b), del d.lgs. 231/2007. In quattro casi sono state intraprese azioni di raccomandazione o di indirizzo per il superamento delle aree di debolezza emerse dall'analisi cartolare.

In esito a talune delle iniziative intraprese, sono stati organizzati incontri con gli esponenti delle funzioni di controllo delle società di revisione coinvolte, al fine di approfondire gli elementi informativi acquisiti o di orientare al pieno rispetto della normativa di settore.

Sempre nell'ambito dell'attività di vigilanza cartolare sono state richieste ed esaminate le informazioni relative ai rischi di riciclaggio e finanziamento del terrorismo cui sono esposti i revisori (persone fisiche) vigilati dall'Istituto.

Sono proseguiti i rapporti di collaborazione con la Banca d'Italia e con l'Unità di Informazione Finanziaria (UIF), regolati da appositi protocolli di intesa per il coordinamento dell'attività ispettiva e degli scambi informativi rilevanti ai fini antiriciclaggio. La CONSOB ha trasmesso all'UIF evidenze per gli approfondimenti di competenza in ordine a fattispecie potenzialmente rilevanti in ottica di contrasto al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo e l'UIF, a sua volta, ha segnalato alla CONSOB numerose fattispecie di operatività sospette sintomatiche di potenziale abusivismo finanziario.

Infine, l'Istituto ha attivamente partecipato ai lavori del Comitato di Sicurezza Finanziaria – presieduto dal MEF – volti al coordinamento dell'apparato nazionale di contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo, nonché all'attuazione delle misure restrittive economico-finanziarie disposte dall'UE a seguito della crisi geopolitica russo-ucraina. Nell'ambito di tale collaborazione la CONSOB ha fornito il proprio contributo ai lavori in corso ai fini dell'aggiornamento dell'Analisi Nazionale dei rischi di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo, ai sensi dell'art. 14 del d.lgs. 231/2007.

Le altre attività di tutela dell'investitore VII

1 Le attività di educazione finanziaria

Come di consueto, nel 2023, l'Istituto ha organizzato eventi di sensibilizzazione e percorsi di educazione finanziaria dedicati a una platea diversificata di utenti. Di particolare rilevanza le iniziative realizzate nell'arco del Mese dell'educazione finanziaria (ottobre), promosso dal Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria (Comitato Edufin), di cui l'Istituto è membro, e della Settimana mondiale dell'investitore (World Investor Week – WIW, dal 2 all'8 ottobre 2023), promossa dal Committee 8 della IOSCO (C8) e coordinata, in Italia, dalla CONSOB, che si avvale della collaborazione di numerosi soggetti attivi nel campo dell'educazione finanziaria.

Nel corso di queste campagne, sono state proposte iniziative consolidate e di recente definizione, per un totale di circa 30 eventi. In particolare, si rammenta l'avvio del percorso formativo modulare organizzato dalla CONSOB con l'Università dell'Insubria e dedicato alle Piccole e Medie Imprese (PMI), finalizzato a incrementare la conoscenza di nozioni e strumenti utili a incentivare l'accesso al mercato da parte delle PMI, anche alla luce delle tendenze evolutive del contesto di riferimento e delle opportunità offerte dalla digitalizzazione e dalla transizione verso un modello di sviluppo economico sostenibile. Sono stati sviluppati anche due nuovi programmi, basati sull'*edutainment*: uno dedicato a *distributed ledger technology* e cripto-attività e l'altro a sostenibilità e finanza sostenibile.

Nell'ultimo trimestre dell'anno, i docenti della scuola secondaria di II grado (raggiunti attraverso gli Uffici Scolastici Regionali o i referenti territoriali che hanno manifestato il proprio interesse) sono stati invitati a partecipare al percorso formativo che l'Ufficio Studi Economici offre annualmente, sin dal 2018, nell'ambito del Progetto *Finanza, una storia da raccontare...: dal baratto al bitcoin*.

Oltre alle attività realizzate in ambito nazionale, nel corso dell'anno l'Istituto ha partecipato ai principali fora internazionali dedicati all'educazione finanziaria, dove vengono messe a fattor comune le migliori esperienze al fine di individuare le *best practices* potenzialmente utili per potenziare le attività di educazione finanziaria e per definire standard di applicazione e valutazione dell'efficacia delle iniziative: il già citato C8 della IOSCO, il network OCSE-INF

e il sotto-gruppo del Joint Committee delle European Supervisory Authorities (ESAs).

2 La gestione degli esposti

Le segnalazioni ricevute dalla CONSOB da parte dei cittadini nel 2023 sono state oltre 5 mila; di queste 2.713 sono classificabili come esposti (2.742 nel 2022). Il 92% circa degli esposti è stato valutato di competenza dell'Istituto e, quindi, procedibile (Tav. aVII.1). Ai risparmiatori sono state inviate 2.330 lettere di riscontro.

Come anticipato nel Capitolo 'L'attività di contrasto all'abusivismo', nella metà dei casi gli esposti si riferiscono a soggetti non autorizzati coinvolti in istruttorie di abusivismo e, conseguentemente, a ipotesi di abusivismi finanziari. Seguono per numerosità gli esposti che coinvolgono le banche e quelli che hanno per oggetto presunte anomalie nella prestazione dei servizi di investimento (Tav. aVII.2).

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

3 L'attività dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie

Nel 2023 l'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF) ha ricevuto 963 ricorsi che, come negli anni precedenti (Tav. aVII.3), sono pervenuti prevalentemente dalle regioni del Nord (46% dei casi) e Sud Italia (31%). In aumento rispetto al passato la presenza di ricorrenti residenti all'estero (2% nel 2023 a fronte dello 0,8% nel 2022).

Nel 2023 si conferma, dunque, la tendenza, già rilevata negli anni precedenti, di decrescita del numero dei ricorsi in ingresso rispetto al passato (1.116 nel 2022; 1.582 nel 2021; 1.772 nel 2020; 1.678 nel 2019), che dimostra il progressivo allineamento delle prassi operative degli intermediari agli orientamenti elaborati dall'ACF nonché alle novità regolamentari, entrate in vigore il 1° ottobre 2021. A ciò si aggiunge il clima di incertezza causato, dopo l'evento pandemico, dalle guerre in corso, clima che induce molti risparmiatori a effettuare scelte finanziarie conservative e poco rischiose.

I ricorsi hanno superato il vaglio di ammissibilità/ricevibilità nel 76% dei casi (71% nel 2022); 234 ricorsi sono stati dunque considerati inammissibili/irricevibili⁵⁵.

⁵⁵ I giudizi di inammissibilità/irricevibilità derivano principalmente: dall'estraneità rispetto all'ambito di operatività dell'Arbitro (riferibile a 151 ricorsi), dalla risalenza nel tempo (23 ricorsi) e dalla difformità rispetto alle indicazioni dell'art. 11, comma 1 del Regolamento ACF.

Oltre alle decisioni di irricevibilità/inammissibilità, nel 2023 il Collegio ha adottato 879 decisioni di merito (1.188 nel 2022), cui vanno aggiunte quelle di estinzione per intervenuto accordo tra le parti (124), assunte direttamente dal Presidente.

Gli intermediari coinvolti nei procedimenti ACF nel corso del 2023 sono stati, in tutto, 86, tra cui prevalentemente banche (67; Tav. aVII.4).

Le decisioni adottate nel 2023 hanno riguardato, in linea con quanto registrato negli anni precedenti, soprattutto criticità legate al set informativo messo a disposizione della clientela e a carenze di tipo comportamentale addebitate agli intermediari, soprattutto con riguardo alla fase precontrattuale, nonché ad alcune fasi significative dell'operatività da remoto, riguardanti in particolare la messa a disposizione della scheda prodotto degli strumenti finanziari e la modalità di profilatura del cliente.

Il tasso di adempimento delle decisioni dell'Arbitro resta apprezzabilmente elevato (95,5% dei casi). Meritano di essere segnalate, anche quest'anno, numerose decisioni favorevoli ai risparmiatori di valore economico piuttosto significativo, oscillante tra i 50 e i 383 mila euro, volontariamente eseguite dagli intermediari soccombenti (circa 40 decisioni). Il valore complessivo dei risarcimenti richiesti nel 2023 si è attestato a circa 43 milioni di euro, oscillando tra un minimo unitario di 1,97 euro a un massimo di 500 mila euro (valore, quest'ultimo, corrispondente al limite di competenza ACF), per un valore medio del *petitum* superiore a 44 mila euro. Il totale dei risarcimenti riconosciuti ai risparmiatori è stato pari a circa 13 milioni di euro, con un tasso di accoglimento dei ricorsi corrispondente al 57%.

Nel 2023 sono stati conclusi complessivamente 1.237 procedimenti (10.257 dal 2017 al 31 dicembre 2023). Si stima che, entro il primo semestre del 2024, verrà definitivamente azzerato l'arretrato, accumulatosi soprattutto nei primi tre anni di operatività dell'Arbitro, con conseguente riallineamento dei tempi di trattazione dei ricorsi entro i 180 giorni previsti dal legislatore.

Anche nel corso del 2023 è proficuamente proseguita l'attività di coordinamento e di scambio informativo con l'Arbitro Bancario Finanziario operativo presso la Banca d'Italia, in attuazione del Protocollo d'Intesa tra CONSOB e Banca d'Italia stipulato il 19 marzo 2020. In tale ambito, si sono tenuti nel corso dell'anno il terzo e il quarto forum tra il Presidente e altri componenti del Collegio ACF e i Presidenti membri del Collegio di Coordinamento dell'Arbitro Bancario Finanziario. I forum si sono tenuti il 24 maggio e il 18 dicembre 2023. Nel corso degli incontri sono state affrontate, oltre che questioni di merito e di rito di possibile interesse per l'attività decisoria dei Collegi, anche questioni organizzative, utili a rafforzare la collaborazione e lo scambio informativo tra ABF e ACF, nell'ottica di facilitare il ricorso della clientela retail ai rispettivi sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie.

Nell'ambito delle iniziative volte a realizzare momenti di confronto strutturati e di carattere sistematico con gli *stakeholders*, nel 2023 è stato costituito un apposito Tavolo, a cui sono state chiamate a partecipare attivamente le associazioni di categoria degli intermediari e dei consumatori, con l'obiettivo di promuovere scambi informativi e forme di collaborazione su tematiche di reciproco interesse, in modo da favorire il processo di allineamento delle prassi operative degli intermediari alla 'giurisprudenza' ACF, nella prospettiva di apportare miglioramenti nelle dinamiche relazionali con i clienti, così da contenere anche i casi di possibile contenzioso, oltre che per realizzare iniziative di educazione finanziaria a favore dei risparmiatori, soprattutto laddove privi di adeguate conoscenze ed esperienze finanziarie di base. Continuano, infatti, a rappresentare obiettivi prioritari dell'ACF, da un lato, la promozione, per l'appunto, di iniziative di educazione finanziaria per favorire una maggiore consapevolezza da parte dei risparmiatori, oltre che un più elevato livello di responsabilizzazione nei rapporti con gli intermediari; dall'altro, il potenziamento della piattaforma per la presentazione e la gestione *online* dei ricorsi e del sito istituzionale, attraverso la realizzazione di progetti di innovazione tecnologica, al fine di migliorare l'accessibilità da parte dei ricorrenti e rendere più facile la ricerca delle decisioni da parte della generalità degli utenti.

L'attività sanzionatoria VIII

1 I provvedimenti sanzionatori

Nel 2023 sono stati definiti 41 procedimenti sanzionatori (26 nel 2022), 31 dei quali si sono chiusi con l'adozione di delibere sanzionatorie; l'applicazione di sanzioni ha riguardato, complessivamente, 66 soggetti (65 nel 2022); cinque procedimenti si sono estinti anticipatamente con il pagamento delle sanzioni in misura ridotta (oblazione), per un importo complessivo pari a 270 mila euro⁵⁶; per altri cinque procedimenti sanzionatori è stata invece disposta l'archiviazione. L'ammontare complessivo delle sanzioni amministrative pecuniarie applicate nel 2023 è risultato pari a circa 3 milioni di euro⁵⁷ (5,3 milioni di euro nel 2022; Tav. aVIII.1). Le sanzioni interdittive accessorie, nel loro complesso, sono state pari a 158 mesi⁵⁸ (243 nel 2022); il controvalore dei beni oggetto di confisca è stato pari a circa 432 mila euro (425 mila euro nel 2022). In un procedimento sanzionatorio in materia di abusi di mercato, la delibera adottata è stata trasmessa ai competenti ordini professionali – ai quali sono risultati iscritti tre dei soggetti sanzionati – come previsto dall'art. 187-*octies*, comma 15, del Tuf.

2 I provvedimenti relativi alla disciplina dei mercati

Nel 2023, per gli illeciti in materia di abusi di mercato, sono stati adottati sette provvedimenti sanzionatori, di cui cinque per abuso di informazioni privilegiate e due per manipolazione del mercato (Tav. aVIII.2). Sono state applicate sanzioni amministrative pecuniarie complessivamente pari a circa 1,5 milioni di euro nei confronti di 32 soggetti (30 persone fisiche

56 Nello specifico, due procedimenti hanno avuto ad oggetto le violazioni degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, mentre tre procedimenti hanno riguardato la violazione del Reg. MiFIR (Reg. UE n. 600/2014) in materia di *transaction reporting*.

57 Ai 66 soggetti citati si aggiungono: i) una persona fisica sanzionata per 35 mila euro per violazione delle norme in materia di vendite allo scoperto; ii) una persona fisica, responsabile della succursale italiana di una società di investimento di diritto cipriota, nei confronti della quale è stata irrogata una sanzione amministrativa pecuniaria pari a 120 mila euro; iii) una società con succursale italiana di gestione dei fondi di investimento alternativi (Gefia) di diritto maltese nei cui confronti è stata adottata una sanzione amministrativa pecuniaria pari a 75 mila euro.

58 Oltre ai 18 mesi comminati al responsabile della succursale italiana della società di investimento di diritto cipriota di cui alla nota precedente e ai tre e due mesi applicati nei confronti rispettivamente dell'amministratore delegato e di un socio di una società sanzionati per violazioni di norme previste dal Regolamento MAR (art. 20, par. 1).

e due persone giuridiche)⁵⁹. Nei confronti delle persone fisiche sanzionate sono state applicate anche le sanzioni amministrative accessorie obbligatorie 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 153 mesi. Nei confronti di sei persone fisiche è stata inoltre disposta la confisca dei beni ai sensi dell'art. 187-*sexies* del Tuf, per un valore complessivo pari a circa 432 mila euro.

Sono stati altresì adottati sei provvedimenti sanzionatori per violazioni di previsioni del Regolamento (UE) n. 596/2014 (cosiddetto Regolamento MAR) diverse da quelle concernenti le condotte di *insider trading* e manipolazione del mercato, con l'applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie complessivamente pari a 475 mila euro, come di seguito illustrato (Tav. aVIII.3). In dettaglio: i) è stato definito un procedimento sanzionatorio per violazione dell'art. 16, par. 1, per l'inadempimento da parte di una banca dell'obbligo di stabilire e mantenere dispositivi, sistemi e procedure efficaci per individuare e segnalare ordini e operazioni sospette in quanto potenzialmente idonee a integrare abusi di mercato⁶⁰; ii) in tre casi, sono state sanzionate violazioni dell'art. 17, par. 1, per la mancata qualificazione da parte dell'emittente di talune informazioni come privilegiate e per il ritardo nella comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate; iii) è stato definito un procedimento sanzionatorio per violazione delle previsioni di cui all'art. 19, parr. 1 e 2, che impongono alle persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o direzione nonché alle persone a loro strettamente associate, di notificare all'emittente e all'autorità competente tutte le operazioni condotte per loro conto, concernenti le quote o i titoli di credito dell'emittente o strumenti derivati o altri strumenti finanziari a essi collegati (cosiddetto *internal dealing*)⁶¹; iv) è stato adottato un provvedimento sanzionatorio per violazione dell'art. 20, par. 1, nei confronti di una società e del suo amministratore delegato e di un socio della società, in qualità di autori di talune raccomandazioni di investimento che non sono state presentate al mercato in maniera corretta, essendo risultate carenti di una serie di informazioni richieste dalla normativa di riferimento⁶².

59 Le due persone giuridiche (già responsabili in solido con gli autori delle violazioni) sono state anche sanzionate per complessivi 60 mila euro ai sensi dell'art. 187-*quinquies*, del Tuf.

60 Nello specifico, sono emerse talune carenze nella struttura preposta all'attività di monitoraggio delle operatività realizzate dalla clientela della banca, nonché nel software in uso presso l'istituto di credito per la rilevazione di operazioni e ordini anomali; in particolare, è emerso il mancato funzionamento – per circa due anni – del programma di diagnostica specificamente dedicato alla intercettazione delle condotte idonee a integrare l'illecito di *insider trading*.

61 In ragione dell'occasionalità e dell'episodicità della condotta, del controvalore non particolarmente significativo della operatività e dell'esiguità del ritardo nella comunicazione delle operazioni, è stata applicata la misura amministrativa consistente nella dichiarazione pubblica ai sensi dell'art. 187-*ter*.1, comma 9, lett. b) del Tuf, avente ad oggetto la violazione commessa e il soggetto responsabile.

62 Nei confronti delle persone fisiche, oltre alla sanzione amministrativa pecuniaria, è stata disposta l'interdizione temporanea dall'esercizio di funzioni dirigenziali in società di investimento, per la durata rispettivamente di tre e due mesi.

Nell'ambito delle attività di *enforcement* sull'adeguamento degli operatori di mercato al Regolamento (UE) n. 648/2012 (cosiddetto Regolamento EMIR) sugli strumenti derivati *over the counter*, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni, è stato adottato un provvedimento sanzionatorio per violazione dell'art. 9, comma 1, del suddetto Regolamento, nei confronti di un istituto di credito cui è stata applicata una sanzione amministrativa pecuniaria pari a 60 mila euro.

Infine, ai sensi del Regolamento (UE) n. 236/2012 in materia di vendite allo scoperto, è stato adottato un provvedimento sanzionatorio nei confronti di una persona fisica, in relazione alle tardive comunicazioni di cinque posizioni nette corte su alcuni titoli azionari. Tale provvedimento ha comportato l'applicazione di una sanzione amministrativa pecuniaria pari a 35 mila euro.

3 I provvedimenti relativi agli intermediari

Sono stati adottati provvedimenti sanzionatori nei confronti di due intermediari finanziari per un ammontare complessivo pari a 76 mila euro. Nei procedimenti sanzionatori definiti, oltre alle carenze procedurali e alle violazioni delle regole generali di diligenza, correttezza e trasparenza nella prestazione dei servizi e delle attività d'investimento, sono emerse – tra le altre – violazioni del Regolamento (UE) n. 231/2013 (di integrazione della Direttiva 2011/61/UE concernente i gestori di fondi alternativi di investimento), con riferimento alla gestione dei conflitti di interesse e alla funzione interna di controllo di conformità alle norme (Tav. aVIII.4).

4 I provvedimenti nei confronti di emittenti e società di revisione

Nel 2023 i provvedimenti sanzionatori concernenti le violazioni in materia di emittenti e di informativa al pubblico, nonché i provvedimenti adottati nei confronti delle società di revisione contabile, sono stati 12 riferibili a 21 soggetti. Le relative sanzioni pecuniarie sono state pari complessivamente a circa 1,3 milioni di euro (Tav. aVIII.5). In particolare: in materia di offerta al pubblico sono stati adottati tre provvedimenti sanzionatori, con applicazione della sanzione amministrativa pecuniaria pari complessivamente a 370 mila euro; per quanto concerne le violazioni in materia di informativa societaria e al pubblico sono stati adottati tre provvedimenti sanzionatori, con l'applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie per un importo pari a 145 mila euro; in materia di partecipazioni rilevanti (di cui all'art. 120, commi 2 e 4, del Tuf) sono stati adottati due provvedimenti sanzionatori nei confronti di due società, con l'applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie pari a 25 mila euro.

Nei confronti di due società di revisione contabile e dei responsabili dei lavori di revisione sono stati complessivamente adottati quattro provvedimenti sanzionatori con sanzioni amministrative pecuniarie complessivamente pari a 764 mila euro⁶³.

⁶³ In due casi le società di revisione sono state sanzionate per violazioni del d.lgs. 231/2007 (disciplina anticiclaggio); in uno dei due casi citati sono stati sanzionati anche gli esponenti aziendali della società di revisione.

1 I sistemi informativi

In attuazione della terza direttrice del Piano Strategico 2022-2024 (si rimanda alla Parte A), nel 2023 sono proseguiti i lavori volti a sviluppare tecnologie innovative a supporto delle attività istituzionali, per incrementare l'efficacia e l'efficienza delle attività dell'Istituto e favorire la condivisione e l'integrazione dei dati di vigilanza tramite una serie di progetti inerenti al *data lake* (che si avvalgono anche di algoritmi di intelligenza artificiale), al *data warehouse* di Istituto e alle politiche di *clouding*. La CONSOB ha avviato anche una collaborazione con l'Agenzia per la Cybersicurezza Nazionale (ACN) finalizzata alla classificazione dei propri dati e servizi e preliminarmente alla successiva valutazione sulla migrazione dei servizi *in cloud* che ha poi condotto, nel mese di ottobre, all'adesione al bando di co-finanziamento del Dipartimento per la Transizione Digitale per la migrazione del servizio 'Relazioni con il pubblico' in modalità *cloud* presso il Polo Strategico Nazionale. La migrazione del servizio verrà effettuata nel corso del 2024.

1.1 L'innovazione di processi, sistemi e strumenti

Con riferimento alla strategia *data-driven*, nel 2023 si è dato avvio ai lavori per la predisposizione della piattaforma di *intelligence data lake* e al relativo studio di fattibilità per l'applicazione delle tecniche di intelligenza artificiale a specifici scenari di vigilanza.

È stato predisposto un primo prototipo per la vigilanza sulle dichiarazioni non finanziarie (DNF) basato su tecniche di intelligenza artificiale (IA) e analisi testuale (*text mining*).

Sul finire dell'anno è stata avviata una sperimentazione su ampia scala di una piattaforma di *business intelligence* che verrà completata nel corso del 2024.

Sono state avviate le attività di progettazione tecnica per la realizzazione della nuova piattaforma documentale dell'Istituto (SILLOGE), che hanno riguardato l'*assessment* e l'evoluzione delle funzioni applicative e degli strumenti di *workflow* procedurali della piattaforma attualmente in uso (DEMACO).

1.2 L'aggiornamento e la protezione dei sistemi informativi

Ai fini dell'aggiornamento dei sistemi informativi, nel 2023, sono stati affinati i prototipi per l'applicazione di tecniche di IA e *text mining* di supporto alla vigilanza. In particolare: i) sono stati predisposti ulteriori meccanismi di analisi comparativa fra le informazioni derivanti da *transaction reporting*, anagrafi europee degli strumenti finanziari, segnalazioni di *short selling* e segnalazioni di vigilanza delle controparti centrali e delle controparti finanziarie e non finanziarie di contratti derivati; ii) sono stati realizzati altri *advanced analytics* del sistema di acquisizione dei Key Information Documents – KIDs relativi a prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (Packaged Retail and Insurance-based Investment Products, PRIIPs) in esercizio dal 1° marzo 2022; iii) è stato completato il sistema di gestione delle attività ispettive, con l'automatismo per lo scambio della documentazione fra il team ispettivo e il soggetto ispezionato, in linea con i requisiti previsti dal Codice per l'amministrazione digitale; iv) è stata messa in esercizio la *web application* per l'acquisizione delle segnalazioni di ordini e operazioni sospette (STOR); v) è stata realizzata la nuova sezione del sistema relativo allo *short selling* dedicata alla gestione delle informazioni sulle posizioni nette corte sui titoli di Stato.

Sono stati realizzati vari sistemi per la ricezione e la gestione di informazioni ricevute dall'esterno: i) il nuovo sistema di interfaccia con la piattaforma Euronext per le informazioni inerenti le contrattazioni sui mercati regolamentati e non (in sostituzione della piattaforma London Stock Exchange); ii) il sistema per la ricezione e analisi delle raccomandazioni di investimento; iii) il sistema di gestione dei procedimenti sanzionatori; iv) il sistema per la gestione delle comunicazioni di partecipazioni rilevanti nelle società quotate.

Sono in corso di realizzazione anche i sistemi per la raccolta e gestione della documentazione pubblicitaria (ai sensi dei Regolamenti (UE) 2017/1129 e 2017/1131) e per la ricezione e gestione delle informazioni relative ai portali di *crowdfunding*.

È stata condotta un'analisi dei prodotti a supporto del trasferimento dei file con i soggetti vigilati nonché con l'ESMA e la Banca d'Italia, identificando quelli che dovranno sostituire il software in uso non più attuale e avviando la procedura competitiva per l'acquisizione del prodotto sostitutivo.

Con riferimento ai sistemi di *back-office*, si segnalano: i) il nuovo sistema per la registrazione e rilascio delle credenziali ai soggetti esterni (che sarà direttamente utilizzabile via internet dai soggetti che debbono assolvere adempimenti nei confronti della CONSOB); ii) il nuovo sistema di gestione delle autorizzazioni a operare di tutti gli utenti dei sistemi informativi dell'Istituto; iii) il nuovo sistema per la consultazione di verbali, ordini del giorno e sintesi delle riunioni di Commissione ante 2013 (sistemi realizzati a microservizi con protocollo REST).

È stata predisposta l'evoluzione del sistema di *data warehouse* al fine di rispondere alla necessità di aggiornare e modernizzare le banche dati alla base del patrimonio informativo istituzionale.

Da ultimo va ricordato anche il passaggio alla nuova versione di *Business Object* che ha richiesto una rivisitazione dei cosiddetti universi e relativi programmi di sfruttamento.

È proseguito l'ammodernamento dei server e delle infrastrutture di rete, nonché gli aggiornamenti ed evoluzione dei sistemi di memorizzazione di dati, con particolare attenzione alla *database machine*. Nello specifico, sono state potenziate le infrastrutture del sito di *disaster recovery*, con la messa in esercizio di nuovi sistemi dedicati in entrambe le sedi istituzionali, nonché avviate iniziative di rafforzamento dei presidi di protezione dei sistemi informativi.

Alla luce del protrarsi della instabilità geopolitica che interessa l'Europa dell'est e che ha causato un significativo inasprimento delle attività malevole in internet, in linea con l'anno precedente, nel 2023 sono stati rilevati e contrastati oltre due milioni di eventi avversi a carico dell'Istituto; in particolare, nella seconda metà dell'anno, sono stati bloccati ripetuti e violenti attacchi informatici condotti da parte di *threat actor* filorusi all'indirizzo dei sistemi che l'Istituto rende disponibili su internet, al fine di comprometterne il regolare funzionamento o esfiltrare informazioni riservate.

In tale contesto nel corso dell'anno, sono state svolte attività straordinarie di ammodernamento delle dotazioni informatiche di difesa in esercizio, preposte a contrastare azioni ostili a nocimento del patrimonio informativo dell'Istituto e a garantire adeguato controllo degli accessi ai servizi e alle informazioni gestite. Sono state altresì avviate iniziative di ampliamento dei servizi di *cyber-security* erogati da operatori di settore qualificati, al fine di elevare la capacità di rilevazione e contrasto degli attacchi informatici e proteggere integrità, riservatezza e disponibilità del patrimonio informatico della CONSOB.

In ottica di medio periodo, infine, sono state avviate attività di studio inerenti alle tematiche della cosiddetta *post-quantum security*: l'adozione di computer quantistici potrebbe rendere vulnerabili gli attuali strumenti informatici. Le future esigenze di protezione dell'Istituto e dei mercati sono oggetto di attenzione da parte della CONSOB.

2 La gestione finanziaria

La spesa complessiva per l'esercizio 2023, stimata a preconsuntivo (187,8 milioni di euro), presenta un incremento di 11,1 milioni di euro rispetto al dato del consuntivo 2022 (Tav. alX.1).

In particolare, la spesa corrente (186,1 milioni di euro) aumenta di 11,4 milioni di euro, mentre la spesa in conto capitale (1,7 milioni di euro) è in riduzione di 0,3 milioni di euro. L'incremento complessivo della spesa corrente è da ricondurre essenzialmente alle maggiori spese per il personale, derivanti dall'adeguamento delle retribuzioni e degli accantonamenti ai fondi pensionistici e di quiescenza al tasso di inflazione, e da altre maggiori spese di funzionamento e per imposte e tasse. La spesa in conto capitale, pari a 1,7 milioni di euro, è ascrivibile essenzialmente alle acquisizioni di prodotti *hardware* e *software* e agli interventi di manutenzione straordinaria sulle sedi dell'Istituto di Roma e Milano.

Le entrate complessive (al netto dell'avanzo di amministrazione 2022) sono risultate pari a 187,8 milioni di euro, di cui 151,4 milioni (80,6%) per entrate da contributi di vigilanza, 29,2 milioni (15,6%) per entrate diverse (essenzialmente interessi attivi e proventi finanziari, utilizzo fondi ripristino immobilizzazioni, sanzioni amministrative pecuniarie riscosse per la violazione delle norme che disciplinano le attività della parte II - Disciplina degli intermediari, del Tuf e somme liquidate a favore dell'Istituto da provvedimenti giudiziari) e per l'utilizzo del Fondo per la tutela stragiudiziale dei risparmiatori e degli investitori e del Fondo oneri per rinnovi contrattuali. Si aggiungono, per 5,3 milioni, i trasferimenti da parte dello Stato al Fondo per la tutela stragiudiziale dei risparmiatori e degli investitori, destinato a rendere gratuito l'accesso alle procedure di risoluzione dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF) istituito dalla CONSOB e per il finanziamento delle iniziative di spesa per la transizione digitale (la distribuzione delle entrate contributive tra le varie categorie di soggetti vigilanti è riportata nella Tav. alX.2).

3 La gestione delle risorse umane e l'acquisizione e gestione di beni e servizi

3.1 I profili innovativi

A seguito dell'entrata in vigore del nuovo Codice dei contratti pubblici (d.lgs. 31 marzo 2023, n. 36, entrato in vigore il 1° aprile 2023, con efficacia dal 1° luglio 2023), sono state adottate modifiche procedurali e documentali volte a conformare l'attività della CONSOB alle nuove disposizioni e ai nuovi principi dalle stesse introdotti.

In tale contesto, in specifica ottemperanza alle disposizioni sulla digitalizzazione del ciclo di vita dei contratti (art. 21, comma 2, del Codice), la CONSOB ha fatto ricorso pressoché costante, nelle oltre 200 procedure svolte, alle apposite piattaforme telematiche di negoziazione (MEPA, ASP e Tuttogare) sia nella fase procedurale sia in quella di perfezionamento dei relativi contratti.

Nell'ottica di favorire progressivamente la transizione ecologica, nel 2023 sono state introdotte negli appalti misure volte a promuovere l'utilizzo di materiali riciclati e a basso impatto e sono state poste in essere iniziative volte al risparmio energetico e all'utilizzo di energia derivante da fonti rinnovabili. Al medesimo fine, è stata avviata una collaborazione con l'Agenzia del Demanio al fine di realizzare una completa riqualificazione delle facciate dell'edificio sede della CONSOB di Roma, al fine di garantire il miglioramento delle prestazioni energetiche.

Anche la collaborazione con la Banca d'Italia e le altre Autorità (AGCM, ANAC, IVASS e ACN) aderenti al Protocollo d'intesa per la gestione in comune delle procedure di appalto congiunto è proseguita nel corso dell'anno 2023, svolgendo due rilevanti procedure congiunte, con l'ottenimento di sinergie e risparmi sia in termini economici (sui prezzi di aggiudicazione) sia in termini di minori costi amministrativi (grazie alla gestione accentrata degli appalti congiunti). Nel mese di novembre 2023, tenuto conto degli ottimi risultati raggiunti da tale collaborazione nel corso del quinquennio trascorso, le menzionate Autorità hanno proceduto alla sottoscrizione del nuovo accordo di collaborazione, per il quinquennio 2023-2027.

Quanto alla gestione delle risorse umane, le profonde modifiche conseguenti all'entrata in vigore, dal 1° luglio 2021, del nuovo Regolamento del personale, hanno determinato, anche per l'anno 2023, una consistente attività di adeguamento delle procedure interne necessarie per rendere operativi i nuovi istituti contemplati dal Regolamento medesimo. In particolare, nel 2023 sono state realizzate e introdotte le discipline attuative del rinnovato sistema di avanzamento del personale, legato ai più moderni criteri di gestione che prevedono l'utilizzo di obiettivi annuali assegnati ai dipendenti dell'Area manageriale e delle Alte professionalità, ed è stato sviluppato internamente, in base a criteri di funzionalità e semplificazione, il relativo sistema informatico di supporto. Il nuovo sistema di valutazione del personale, infatti, è incentrato, da un lato, sulla definizione di obiettivi (volti a orientare la crescita professionale dei dipendenti e a stimolarne il miglioramento delle prestazioni) assegnati dal 'capo diretto' con il coinvolgimento del dipendente interessato, e, dall'altro, sulla valutazione del grado di raggiungimento degli obiettivi stessi attraverso un sistema di *feedback* sulla prestazione di ciascun dipendente.

Nell'ambito dello sviluppo delle competenze manageriali, quale essenziale strumento gestionale, nel 2023 si è concluso il primo ciclo del *multisource feedback* che ha visto il coinvolgimento dei collaboratori diretti nella valutazione dei propri responsabili. In relazione agli esiti di tale analisi, nei primi mesi del 2023 i dirigenti hanno potuto usufruire di specifiche sessioni individuali di *coaching* volte a ottenere indicazioni e suggerimenti per migliorare gli aspetti relazionali nella gestione dei collaboratori.

3.2 La gestione delle risorse umane e la formazione

Nel corso del 2023 si sono conclusi sei concorsi pubblici per l'assunzione di personale di ruolo e due selezioni pubbliche per l'assunzione di personale con contratto di lavoro a tempo determinato, che hanno consentito l'ingresso di 40 risorse, con diversi profili e specializzazioni, anche al fine di compensare le cessazioni di servizio intervenute a vario titolo nel corso degli ultimi anni (Tav. alX.3 - Tav. alX.4).

I concorsi pubblici effettuati sono stati finalizzati al reperimento sia di risorse neolaureate sia di risorse in possesso di pregressa professionalità specifica. Nella prima categoria rientrano i concorsi per l'assunzione di personale nel segmento professionale di esperto nell'Area Manageriale e Alte Professionalità in possesso di laurea (in ambito economico, giuridico e informatico); nella seconda rientrano i concorsi volti alla ricerca di personale con esperienza nel campo della revisione contabile e nel settore informatico. Con particolare riferimento a tale ultimo settore, nell'ottica di rafforzamento delle competenze dell'Istituto sulle nuove tecnologie, sono stati banditi due concorsi per la ricerca, rispettivamente, di esperti con profilo informatico e di risorse con esperienza in ambito STEM (Science, Technology, Engineering and Mathematics).

Si sono conclusi anche due concorsi rivolti a candidati non in possesso di diploma di laurea, per il rafforzamento del settore impiegatizio e di quello di supporto nell'ambito dell'Area Operativa del personale: un concorso per il reperimento di risorse nella qualifica di vice assistente e un concorso per il reperimento di risorse nella qualifica di operatore.

Si sono concluse, inoltre, con l'assunzione dei relativi vincitori, una selezione pubblica finalizzata all'assunzione, con contratto di lavoro subordinato a tempo determinato nel segmento professionale di direttore, di una risorsa con profilo informatico e pregressa esperienza, nonché una selezione pubblica finalizzata all'assunzione, con contratto di lavoro subordinato a tempo determinato nel segmento professionale di consigliere, di una risorsa con profilo di giornalista ed esperienza operativa in detto ambito.

Quanto alle attività formative, nel corso dell'anno le stesse si sono concentrate, dal punto di vista dei contenuti, su due filoni principali: le nuove tecnologie e la sostenibilità. Sono state avviate iniziative volte allo sviluppo di forme di collaborazione con altre istituzioni al fine di rafforzare l'efficacia e la varietà dell'offerta formativa.

La sostenibilità, come tema ormai trasversale rispetto agli aspetti contabili, tecnici e finanziari, è stata approfondita sia mediante iniziative interne sia con la collaborazione alla costruzione avviata dall'ESMA di un portale dedicato.

La CONSOB si è anche aperta al confronto con le esperienze di eccellenza di altre amministrazioni in occasione del convegno annuale organizzato dall'Associazione Italiana Formatori e dal Formez PA, ospitato nella sede di Roma della CONSOB nel mese di maggio. Al convegno hanno partecipato numerose pubbliche amministrazioni, tra cui Banca d'Italia, INPS, INAIL, INAF, Ministero dei Beni Culturali. Nell'ambito dei premi riconosciuti nel corso di detto convegno per le iniziative di formazione di particolare qualità e/o innovatività, alla CONSOB è stata assegnata una segnalazione di eccellenza per il progetto di *investor education* realizzato con le scuole con la modalità del Super Hackathon (ovvero della competizione tra gruppi di studenti nell'elaborazione di proposte sui temi della protezione degli investitori; per le altre attività con le scuole e i cittadini si veda l'ultimo paragrafo del presente Capitolo e il Capitolo VII 'Le altre attività di tutela dell'investitore').

Nel corso dell'anno sono state, poi, avviate iniziative di collaborazione in ambito formativo con la Banca d'Italia (con particolare riferimento a un tavolo dedicato alla formazione aperto anche a varie Authority e ad altri soggetti della Pubblica Amministrazione), con l'IVASS e con la Guardia di Finanza.

Nella seconda parte dell'anno sono stati organizzati corsi di formazione per i nuovi assunti al fine di accompagnare gli stessi nell'avvio dell'operatività nei rispettivi ruoli assegnati. La modalità utilizzata è stata di tipo *blended*, ossia con un'offerta mista di eventi formativi in presenza e di attività individuali *online*, tramite l'utilizzo del portale interno denominato Academy, attivato nel 2020, contenente numerosi corsi di formazione per uso interno.

A tali attività si è affiancata una quota consistente di attività esterne tese al soddisfacimento di esigenze formative individuali dei dipendenti.

Nel 2023 è stata definita la rinnovata struttura dei corsi di lingua inglese da attivare nel 2024, la cui acquisizione è stata curata dalla Banca d'Italia anche per conto della CONSOB. Il nuovo contratto avrà una valenza quadriennale e consentirà di far fronte a esigenze legate alle attività svolte dai partecipanti.

Dal punto di vista della pianificazione delle attività di formazione, è stata poi rivista la modalità per la rilevazione dei fabbisogni formativi, al fine di tenere conto anche delle esigenze manifestate direttamente dagli stessi dipendenti.

4 Le relazioni con l'esterno

La cura delle relazioni con l'esterno si riferisce sia alla manutenzione e aggiornamento del sito internet istituzionale sia alla gestione di segnalazioni e richieste informative in merito a operazioni societarie e di mercato. Al sito accedono numerosi operatori per acquisire dati e informazioni (nella sezione *Servizi per gli operatori*) nonché studenti, studiosi e risparmiatori (interessati, in particolare, alle sezioni *La CONSOB e le sue attività* e *Educazione finanziaria*). Con riferimento, invece, alle oltre 2.800 richieste scritte pervenute alla CONSOB da parte del pubblico e dei risparmiatori, circa 2.400 sono state inviate attraverso il Sistema Integrato per l'Esterno (SIPE) e l'apposito modulo ivi disponibile, mentre le restanti sono pervenute tramite posta elettronica e posta ordinaria e attraverso l'apposita linea telefonica (Tav. alX.5 - Tav. alX.6).

Anche nel corso dell'anno scolastico 2022-2023, sono stati realizzati i cosiddetti percorsi di alternanza scuola-lavoro (oggi percorsi per le competenze trasversali e l'orientamento, PCTO), che hanno coinvolto quasi 630 studenti degli ultimi tre anni delle scuole superiori.

5 Gli studi e i convegni

Oltre alle iniziative di educazione finanziaria (si veda il Capitolo VII 'Le altre attività di tutela dell'investitore') e di formazione (si veda il precedente paragrafo), nel 2023 la CONSOB ha realizzato molteplici eventi.

In molti casi gli eventi sono stati organizzati in concomitanza con la pubblicazione dei lavori di ricerca e della reportistica pubblicati dall'Istituto. È il caso, ad esempio, dei cinque incontri volti a presentare le evidenze raccolte nell'ambito dell'Osservatorio sulle scelte di investimento delle famiglie italiane e dei convegni nel corso dei quali sono stati illustrati il *discussion paper* sulla profilazione della clientela ai fini della valutazione di adeguatezza (pubblicato a fine 2022) e i Quaderni giuridici dedicati ad *AI e abusi di mercato* e a *La mappatura dei prodotti finanziari nella prospettiva della tutela del risparmiatore*⁶⁴.

In altri casi gli eventi sono stati dedicati a un'ampia gamma di temi di rilevanza istituzionale e hanno visto la partecipazione di docenti universitari ed esperti rappresentanti di altre autorità di vigilanza e istituzioni internazionali. A titolo esemplificativo si rammentano le iniziative afferenti al quadro normativo e ai profili di *enforcement* quali: i) il primo seminario del ciclo 2023-2024 CONSOB-Sapienza Università di Roma, sulle nuove frontiere nei mercati finanziari e nella regolamentazione, dal titolo *Capital Markets*,

64 Oltre agli studi citati, nel corso del 2023, sono stati pubblicati i Rapporti periodici concernenti la *corporate governance* delle società quotate italiane; la congiuntura e i rischi del sistema finanziario; le principali tendenze in tema di investimenti sostenibili e cripto-attività, oltre alle due edizioni 2023 del Bollettino statistico.

Stock Exchanges and the challenges ahead, ii) il convegno su *La disciplina MAR e gli Emittenti: tematiche e prospettive*, organizzato in collaborazione con il Dipartimento di Economia Aziendale dell'Università degli Studi Roma Tre e il Dipartimento di Studi Giuridici dell'Università Bocconi; iii) l'*Open day* sulle nuove modalità di segnalazione di operatività sospetta di costituire un abuso di mercato. In materia di innovazione tecnologica e FinTech sono stati realizzati: iv) la conferenza *The New Frontiers of Digital Finance* e il Congresso Nazionale di Crittografia, organizzato con l'Associazione De Cifris. La finanza sostenibile e l'educazione alla sostenibilità sono stati il *focus* del v) *Global webinar on sustainable finance in the context of investor education and investor protection*, organizzato in occasione della settima edizione della World Investor Week (si veda il Capitolo VII 'Le altre attività di tutela dell'investitore'). Infine, si ricordano vi) la *Lectio Magistralis* del Presidente Paolo Savona *L'eterna disputa tra Stato e mercato* e vii) il convegno *Libere di contare - Più consapevolezza finanziaria Meno violenza economica*, per celebrare la Giornata internazionale per l'eliminazione della violenza contro le donne.

X L'attività internazionale

1 I profili innovativi nel quadro di riferimento

1.1 L'innovazione tecnologica digitale e la risposta regolatoria

Negli ultimi anni il quadro regolamentare europeo in materia di innovazione tecnologica ha visto un'evoluzione profonda che non trova riscontro in altre giurisdizioni. Con riferimento al settore finanziario, l'attuale assetto normativo trae origine dalla Strategia europea dei dati e dalla Strategia per la finanza digitale del 2020.

Le iniziative in materia di intelligenza artificiale

Tra gli sviluppi di maggior rilievo del 2023 rientra l'accordo politico sulla proposta di regolamento in tema di intelligenza artificiale (cosiddetto Artificial Intelligence Act - AIA) raggiunto dalla UE a dicembre e il cui iter di approvazione si è concluso a marzo 2024. Il Regolamento prevede, tra le altre cose, regole e controlli specifici per i modelli di intelligenza artificiale aventi scopi generali (*general purpose AI* o GPAI) che stanno assumendo un ruolo sempre più importante nella società e nel cui ambito rientra l'intelligenza artificiale generativa. In particolare, i fornitori di GPAI avranno l'obbligo di documentare il modello e il suo processo di addestramento nonché di assistere e fornire informazioni utili alle entità che lo utilizzano (cosiddetti *downstream provider*). Dovranno inoltre essere adottate specifiche misure per assicurare il rispetto della disciplina sul diritto d'autore e per distinguere i contenuti generati dall'IA. Sono altresì previsti ulteriori requisiti per i modelli suscettibili di porre rischi sistemici. La proposta di regolamento è stata approvata in via definitiva dal Parlamento europeo in seduta plenaria il 13 marzo 2024.

Anche a livello internazionale le iniziative in materia sono state molteplici, alcune di carattere volontario e sviluppate con un approccio di tipo *market-driven*⁶⁵. Rispetto a tali iniziative, l'approccio europeo si caratterizza per essere giuridicamente vincolante e assistito da uno specifico impianto sanzionatorio, secondo un approccio che potrebbe essere definito di tipo

65 Ad esempio, nel Regno Unito è stata costituita la *Frontier AI Taskforce* all'interno del governo inglese, il cui primo *Report* è stato pubblicato a settembre 2023, con l'obiettivo di valutare i rischi dei sistemi di frontiera dell'IA, inclusi quelli alla sicurezza nazionale. Gli Stati Uniti hanno affidato al National Institute of Standards and Technology il ruolo guida di questo processo.

consumer protection-driven. A conferma del rilievo che il fenomeno sta assumendo nel settore, l'intelligenza artificiale è stata inserita nel programma di lavoro per il 2024 dei principali *standard setter* internazionali.

L'obiettivo di favorire la transizione tecnologica del sistema finanziario e dell'Istituto stesso figura tra le priorità strategiche della CONSOB. In tale prospettiva, l'Istituto ha contribuito ai lavori sull'intelligenza artificiale in ambito sia europeo sia internazionale. Sotto il primo profilo, oltre al citato negoziato sull'Artificial Intelligence Act, l'Istituto ha partecipato ai lavori dell'ESMA sul monitoraggio dell'uso dell'IA nel settore finanziario, confluiti nella pubblicazione di febbraio 2023 del *Report ESMA 'Artificial intelligence in EU securities markets'*. In ambito internazionale, l'Istituto ha partecipato con la Banca d'Italia, quali membri del Comitato sui Mercati Finanziari dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) alla redazione del *Report 'Generative Artificial Intelligence in Finance'* pubblicato a dicembre 2023, che esamina le recenti evoluzioni della GenAI nella finanza e i potenziali rischi, discutendo misure di *policy* per rafforzare la protezione contro gli stessi.

Le iniziative in materia di gestione dei dati e contrasto alle frodi

Nell'ottica di favorire la transizione digitale dell'economia europea, nel 2023 sono proseguiti i lavori in materia di disponibilità e gestione dei dati.

Tali lavori hanno portato in Europa alla pubblicazione del Regolamento (UE) 2023/2854 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 dicembre 2023 (cosiddetto Data Act), entrato in vigore a gennaio 2024 nonché, con specifico riferimento al settore finanziario, alla proposta legislativa della Commissione europea in materia di *open finance* (Financial Data Access Regulation o FIDA) a giugno 2023. Le norme introdotte integrano quelle contenute nel Regolamento (UE) 2022/868 sulla *governance* dei dati (Data Governance Act o DGA), in applicazione da settembre 2023.

Con riferimento invece alla tutela dei consumatori che utilizzano piattaforme e servizi *online*, a seguito dell'emanazione del *Digital Service Act* e il *Digital Market Act* nel 2022, nel 2023 17 piattaforme e due motori di ricerca *online* di dimensioni molto grandi sono stati designati quali soggetti tenuti a conformarsi ai nuovi obblighi dettati dalla disciplina europea, tra cui figurano anche misure di attenuazione dei rischi di frodi, di contrasto al riciclaggio di denaro.

Anche l'OCSE è intervenuta sul tema dell'*open finance* con la pubblicazione, a dicembre 2023, del Rapporto '*Open Finance Policy Considerations*', che analizza i benefici, i rischi e le sfide di implementazione dell'*open finance* e fornisce raccomandazioni di *policy* sviluppate anche con il contributo della CONSOB.

Le iniziative in materia di cripto-attività

Il 2023 ha segnato un punto di svolta anche con riguardo alla regolamentazione del settore degli *asset* digitali. Nella UE, il Regolamento (UE) 2023/1114 (Markets in Crypto-Assets Regulation – MiCAR) è entrato in vigore il 29 giugno 2023 e ha introdotto un regime uniforme per il settore, consentendo così di superare l'estrema eterogeneità delle legislazioni nazionali. Il Regolamento troverà piena applicazione dal 30 dicembre 2024 sebbene alcune norme, ossia quelle relative ai requisiti stabiliti per gli *asset referenced token* e per gli *e-money token* saranno applicabili già dal 30 giugno 2024. Il MiCAR si applicherà agli offerenti di cripto-attività, in relazione alle offerte al pubblico e all'ammissione alla negoziazione di cripto-attività, nonché ai fornitori di servizi per le cripto-attività.

L'EBA e l'ESMA sono state incaricate di elaborare, in un breve lasso temporale, un insieme molto corposo di norme tecniche e orientamenti che specifichino determinate disposizioni del MiCAR. Le consultazioni su tali standard si sono sviluppate in tre riprese di cui la prima è stata condotta a luglio 2023, la seconda a ottobre e la terza avrà luogo nel 2024. Nell'ambito di questi lavori la CONSOB presiede il *Digital Finance Standing Committee* dell'ESMA e si è fatta promotrice di iniziative volte a garantire la massima convergenza dell'attività di supervisione sulle cripto-attività tra i diversi Stati membri. Al riguardo, il 17 ottobre 2023 l'ESMA ha pubblicato una lettera e uno *statement* volti a favorire un adeguamento più agevole, coerente ed efficace degli ordinamenti nazionali al MiCAR e sta altresì lavorando, in cooperazione con le autorità nazionali, per potenziare la capacità di condividere e analizzare i dati di vigilanza concernenti il settore delle cripto-attività.

Sempre in tema di *asset* digitali, i lavori dell'Unione europea per il disegno di una Central Bank Digital Currency (CBDC) sono sfociati nella proposta di Regolamento del 28 giugno 2023, inclusa nel cosiddetto Single Currency Package, volta a definire il quadro relativo a un possibile nuovo formato digitale dell'euro, sicuro e ampiamente accettato.

A livello internazionale, sono giunte a conclusione varie iniziative in materia di cripto-attività. La IOSCO, in conformità con la *Crypto-Asset Roadmap* del luglio 2022, ha pubblicato le raccomandazioni sulle cripto-valute e sugli *asset* digitali a maggio 2023 e quelle sulla *Decentralised Finance* a dicembre 2023. Le raccomandazioni, elaborate dalla FinTech Task Force e dai relativi sottogruppi a cui la CONSOB partecipa, forniscono un primo approccio chiaro e interoperabile e misure di *policy* uguali o coerenti con quelle richieste nei mercati finanziari tradizionali. Il passo successivo sarà quello di incoraggiare e monitorare l'adozione di tali raccomandazioni nelle varie giurisdizioni. Sempre in ambito IOSCO, sono in corso i lavori per l'aggiornamento del rapporto su cripto-attività e *investor education*, pubblicato nel dicembre 2020, a cui la CONSOB contribuisce costantemente poiché detiene la *co-leadership* (insieme alla SEC statunitense) del relativo gruppo di lavoro costituito all'interno del Comitato 8 *on Retail Investors*.

Nel luglio 2023 il Financial Stability Board (FSB) nell'ambito del *Crypto Working Group*, a cui partecipa anche la CONSOB, ha pubblicato delle raccomandazioni relative alla regolamentazione e alla supervisione sia delle attività in *crypto-assets* e dei relativi mercati (ossia *High-level recommendations for the regulation and supervision and oversight of crypto-asset activities and markets*) sia delle 'stablecoin globali' (*Revised high-level recommendations for the regulation, supervision, and oversight of 'global stablecoin' arrangements*) definite come *stablecoin* con una portata e un utilizzo potenziali in più giurisdizioni. A settembre 2023, assieme al Fondo Monetario Internazionale (FMI), il FSB ha pubblicato inoltre un *Synthesis Paper* dal titolo '*Policies for Crypto-Assets*', che sintetizza raccomandazioni di *policy* e standard in materia di cripto-attività. Infine, nel novembre 2023 e sulla scia delle turbolenze che hanno scosso i mercati delle cripto-attività nel 2022, il FSB ha pubblicato un Rapporto che analizza le vulnerabilità strutturali e i rischi per la stabilità finanziaria degli intermediari multifunzione in cripto-attività⁶⁶ (*The Financial stability implications of multifunction crypto-asset intermediaries*).

Le ulteriori iniziative

In tema di sicurezza informatica e resilienza operativa digitale delle entità finanziarie dell'UE, dopo l'emanazione del Regolamento (UE) 2022/2554 (DORA), applicabile a decorrere dal 17 gennaio 2025, è in corso di sviluppo l'insieme delle relative norme tecniche di regolamentazione e attuazione da parte del sottocomitato Digital Operational Resilience del *Joint Committee* delle European Supervisory Authorities (ESAs) a cui partecipano ESMA, EBA ed EIOPA. La *cyber-security* rientra infatti tra le priorità strategiche dell'Unione oltreché delle autorità in varie giurisdizioni a livello globale⁶⁷. In particolare, a livello europeo, l'ESMA ha inserito tra le priorità di vigilanza strategica il rischio informatico e la resilienza digitale. Il tema risulta prioritario anche per la CONSOB come esposto nell'ambito del nuovo Piano Strategico per il periodo 2024-2026.

Con riferimento alla tutela degli investitori in ambiente digitale, la CONSOB ha contribuito ai lavori in ambito IOSCO dove, nel 2023, è stato creato un apposito Gruppo di coordinamento (Retail Investor Coordination Group) delle attività di *retail investor protection* nel contesto digitale⁶⁸. Da questa

66 Gli intermediari multifunzione di cripto-attività sono definiti come singole imprese, o gruppi di imprese affiliate, che combinano un'ampia gamma di servizi, prodotti e funzioni di cripto-attività tipicamente incentrati sulla gestione di una piattaforma di *trading*.

67 Il World Economic Forum ha pubblicato nel dicembre 2023 il *White Paper* dal titolo '*Cybersecurity Futures 2030, New Foundations*' che include anche un'agenda per informare gli approcci normativi in tema di sicurezza digitale, per ridurre la complessità e assicurare un approccio convergente nel lungo termine.

68 Al proposito, la IOSCO nel marzo 2023 ha pubblicato il '*Report on Retail Market Conduct*' che illustra i potenziali rischi per gli investitori connessi alla crescente digitalizzazione dei servizi finanziari, dal ricorso ai social media come principale fonte informativa, dalle frodi *online* e da condotte non adeguate. Il gruppo *Retail Investor Coordination Group* si occuperà anche del coordinamento dell'insieme dei lavori di *follow-up* sulle tali aree di rischio.

attività è scaturita anche la pubblicazione, a dicembre 2023, di un *warning* destinato a: i) richiamare l'attenzione degli investitori al dettaglio sui gravi rischi delle attività illegali *online*; ii) invitare le autorità di regolamentazione a una risposta olistica e innovativa ai crimini *online*; iii) invitare le parti interessate, compresi legislatori, forze dell'ordine, operatori di motori di ricerca, piattaforme di *social media* e altri intermediari e facilitatori a sostenere gli sforzi globali volti a ridurre le frodi *online*. L'obiettivo del gruppo per il 2024 è la definizione di linee guida volte al miglioramento della cooperazione internazionale nella prevenzione e nel monitoraggio delle attività illegali *online* su base transfrontaliera. In tale contesto è previsto il coinvolgimento dei facilitatori (tra cui si annoverano gli *internet service provider* e gli *host service provider*) al fine di stabilire specifici protocolli per mitigare condotte illecite *online*. Nel corso dell'anno l'ESMA ha pubblicato anche uno *statement* avente ad oggetto i rischi derivanti dall'offerta da parte degli intermediari di prodotti o servizi che non rientrano nell'ambito della disciplina europea in materia finanziaria (*unregulated products/services*) quali, ad esempio, le cripto-attività e l'oro.

1.2 L'ecosistema della finanza sostenibile e il *greenwashing*

Anche in tema di sostenibilità il quadro regolamentare europeo si è profondamente arricchito. In particolare, nel 2023 sono state portate a termine diverse iniziative in materia e altre hanno visto l'avvio, secondo un assetto che trova le sue fondamenta nel Piano d'azione UE per la finanza sostenibile del 2018, nell'accordo di Parigi sul clima e nell'Agenda 2030 dell'ONU.

Le iniziative in materia di rendicontazione di sostenibilità

A livello europeo a gennaio 2023 è entrata in vigore la Direttiva (UE) 2022/2464 (Corporate Sustainability Reporting Directive o CSRD), che rende gradualmente obbligatoria, a partire dal 2024, la nuova rendicontazione di sostenibilità, mentre a dicembre è stato pubblicato il Regolamento delegato (UE) 2023/2772 contenente il primo set di standard europei di *reporting* di sostenibilità (European Sustainability Reporting Standards o ESRS). Tali standard sono stati elaborati tenendo conto sia del parere tecnico fornito dall'European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG) sia degli standard già elaborati a livello internazionale dall'International Sustainability Standards Board (ISSB) e della Global Reporting Initiative (GRI), in modo da garantire la massima convergenza delle norme tecniche ed evitare così di imporre doppie rendicontazioni alle imprese. In aggiunta, l'EFRAG ha posto in consultazione un documento recante un set di standard semplificati per le PMI quotate e un altro set distinto per le PMI non quotate la cui adesione è prevista su base volontaria⁶⁹.

⁶⁹ Stante la proposta di decisione del Parlamento europeo e del Consiglio dell'UE di rinviare le scadenze originariamente previste dalla CSRD per l'adozione degli ESRS settoriali e di quelli applicabili alle imprese

A novembre sono stati pubblicati il Regolamento delegato (UE) 2023/2485 e Regolamento delegato (UE) 2023/2486. Il primo ha ampliato l'ambito delle attività che possono essere qualificate ecosostenibili con riferimento ai primi due obiettivi ambientali previsti dal Regolamento Tassonomia (ossia, mitigazione dei cambiamenti climatici e adattamento ai cambiamenti climatici). Il secondo stabilisce i criteri in base ai quali potranno definirsi ecosostenibili le attività economiche relative agli ulteriori quattro obiettivi ambientali. Anche tali nuovi obblighi informativi, come quelli relativi ai primi due obiettivi ambientali, avranno un'applicazione graduale nel tempo, con la comunicazione al pubblico delle sole attività ammissibili a partire dal 2024 (2025 per le imprese finanziarie) e di quelle allineate a partire dal 2025 (2026 per le imprese finanziarie).

Sono altresì in corso i lavori di monitoraggio (e possibile revisione) sul Regolamento Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR), sia da parte della Commissione europea sia nell'ambito del *Joint Committee* delle ESAs. Nello specifico, la Commissione europea ha condotto due consultazioni nell'ultimo trimestre del 2023, di cui una pubblica e una mirata, sull'implementazione del Regolamento SFDR, mentre è in fase di predisposizione una *Opinion* del *Joint Committee* per la Commissione europea alla cui stesura ha partecipato anche la CONSOB in qualità di membro del sottocomitato *Consumer Protection and Financial Innovation* del *Joint Committee*. L'Istituto ha altresì preso parte alla redazione: i) del rapporto finale sul progetto di norme tecniche di regolamentazione del dicembre 2023 concernente, tra gli altri, la razionalizzazione dell'informativa sui principali impatti avversi (PAI) di cui al Regolamento delegato (UE) 2022/1288 che integra il SFDR, proponendo ulteriori indicatori PAI sociali; ii) del secondo *Joint Report* annuale sui PAI che mostra come sussistano tuttora variazioni significative nel grado di conformità ai requisiti e nella qualità dell'informativa sia tra i partecipanti ai mercati finanziari che tra le giurisdizioni europee.

La CONSOB ha collaborato anche alla predisposizione delle linee guida dell'ESMA sulla supervisione del *reporting* di sostenibilità (*Draft Guidelines on Enforcement of Sustainability Information* o GLESI) da parte delle autorità nazionali competenti, poste in consultazione a dicembre⁷⁰.

Anche a livello internazionale sono stati compiuti ulteriori passi verso una maggiore standardizzazione della rendicontazione di sostenibilità. A giugno 2023 sono infatti stati pubblicati gli standard di rendicontazione sulla sostenibilità dell'ISSB, applicabili per i periodi di rendicontazione annuale che iniziano a partire dal 1° gennaio 2024. Tali standard rappresentano le fondamenta di tutta l'attività di rendicontazione di sostenibilità a livello

di paesi terzi, l'EFRAG nel 2024, oltre all'introduzione di standard distinti per le PMI, si focalizzerà sulla messa a punto di misure volte a sostenere l'attuazione degli ESRS.

⁷⁰ La CONSOB ha altresì partecipato alla Common Supervisory Actions (CSA) relativa all'integrazione dei rischi di sostenibilità e sull'informativa di sostenibilità nel settore dei fondi di investimento di cui al Regolamento (UE) 2019/2088 (SFDR), ancora in corso.

internazionale avendo ricevuto l'*endorsement* da parte dello IOSCO. Nel 2024 l'ISSB subentrerà alla *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD) del FSB per il monitoraggio sull'adozione degli standard di rendicontazione da parte delle imprese (l'ultimo *status report* della TCFD è stato pubblicato nel settembre 2023).

Sempre in tema di qualità del *reporting* di sostenibilità, nel marzo 2023 la IOSCO ha pubblicato il '*Report on International Work to Develop a Global Assurance Framework for Sustainability-related Corporate Reporting*', formulando osservazioni e suggerimenti in merito ai lavori dell'International Auditing and Assurance Standards Board e dell'International Ethics Standards Board for Accountants, volti allo sviluppo di standard di *assurance* e di etica relativi alle informazioni su profili di sostenibilità, mentre il FSB ha proseguito i lavori diretti a migliorare disponibilità, qualità e comparabilità transfrontaliera dei dati climatici nonché a sviluppare metriche per il monitoraggio delle vulnerabilità connesse al clima.

Le iniziative in materia di integrazione dei profili ESG nella governance societaria

Nel 2023 sono stati fatti ulteriori passi avanti nell'attuazione della strategia dell'UE per lo sviluppo della finanza sostenibile a sostegno di un'economia climaticamente neutra.

Il 14 dicembre 2023 è stato raggiunto un accordo politico provvisorio sulla proposta di direttiva in materia di Corporate Sustainability Due Diligence (CS3D, nota anche come Supply Chain Act) che introduce obblighi di sostenibilità per le imprese finalizzati alla gestione degli impatti sociali e ambientali della propria attività lungo l'intero processo di produzione e distribuzione. Il settore finanziario è stato escluso dall'ambito di applicazione della direttiva e la sua eventuale inclusione futura è soggetta a una specifica clausola di revisione. Il nuovo accordo raggiunto a marzo 2024 tra gli ambasciatori degli Stati membri della UE riuniti presso il Comitato dei Rappresentanti permanenti (COREPER) ha poi ristretto l'ambito di applicazione della proposta di direttiva alle sole imprese di maggiori dimensioni.

Sempre a livello europeo, nel 2023 l'Istituto ha partecipato a numerosi lavori dell'ESMA. Nello specifico ha contribuito ai lavori che hanno portato alla pubblicazione del rapporto del 28 luglio 2023 sull'attuazione delle disposizioni della Direttiva sui diritti degli azionisti (Direttiva (UE) 2017/828 – SHRD II), sui *proxy advisor* e sulla catena di investimento, anche in merito al perseguimento di obiettivi di sostenibilità. Il Rapporto servirà come base per il prossimo lavoro della Commissione europea per valutare l'attuazione e l'eventuale revisione della citata Direttiva.

Anche a livello globale si segnala un rinnovato consenso sulla necessità di realizzare la piena integrazione dei profili ESG nella *governance* aziendale. Nel 2023 infatti l'OCSE ha operato una revisione dei principi sulla

corporate governance, con l'inclusione di raccomandazioni sull'informativa sulla sostenibilità nonché sul ruolo dei consigli di amministrazione e sui diritti e interessi degli azionisti e degli altri *stakeholder* sui temi della sostenibilità.

Infine, l'Istituto ha collaborato nell'implementazione del piano di formazione dell'ESMA sulla finanza sostenibile per le autorità nazionali competenti e per il personale dell'ESMA.

Le iniziative in materia di gestione dei rischi climatici

Il 2023 ha visto anche progressi nella regolamentazione volta all'integrazione dei profili ESG nella gestione del rischio da parte degli intermediari.

Con riferimento agli sviluppi normativi, a livello europeo sono nelle fasi finali anche i lavori relativi alle proposte di modifica del Regolamento (UE) 2013/575 (Capital Requirements Regulation 3 o CRR3) e della Direttiva 2013/36/UE (Capital Requirements Directive 6 o CRD6) in tema di disciplina prudenziale sugli istituti di credito e che contengono, tra le altre cose, l'obbligo per le banche europee di elaborare e attuare piani di transizione specifici, con obiettivi quantificabili e processi volti a monitorare e gestire i rischi finanziari derivanti dai fattori ESG di breve, medio e lungo termine, coerenti con gli impegni di sostenibilità comunicati nell'ambito della rendicontazione di sostenibilità (CSRD).

Sempre a livello europeo, l'ESMA ha introdotto – per la prima volta – il rischio climatico nel suo esercizio di *stress test* delle controparti centrali a livello europeo, al fine di mappare l'esposizione delle stesse ai rischi derivanti dai cambiamenti climatici e dalla transizione verso un'economia a zero emissioni di carbonio.

Il tema dell'impatto sulla stabilità dei rischi connessi al clima ha assunto una crescente importanza anche a livello internazionale nell'ottica di monitoraggio e gestione dei rischi micro e macroprudenziali. Il FSB nel rapporto annuale sullo stato di avanzamento della tabella di marcia sui rischi finanziari legati al clima (*FSB Roadmap for Addressing Financial Risks from Climate Change: 2023 Progress Report*) ha annunciato la costituzione di un apposito Gruppo di lavoro (*Transition Plans Working Group*) con il compito di sviluppare un quadro concettuale che chiarisca l'importanza, ai fini della salvaguardia della stabilità finanziaria, della predisposizione di piani di transizione da parte delle imprese finanziarie e non finanziarie. Anche la IOSCO intende avviare lavori in tema di *disclosure* dei piani di transizione per approfondire il ruolo delle autorità di vigilanza nell'ottica della tutela dell'integrità del mercato e della protezione degli investitori. Sempre in tema di transizione climatica si segnala inoltre l'accordo, raggiunto nell'ambito della conferenza sul clima COP28 UN Climate Change 2023 delle Nazioni Unite, sull'allontanamento graduale dai combustibili fossili ed emissioni zero entro il 2050.

Le iniziative in materia di greenwashing

Le iniziative in materia di contrasto a fenomeni di *greenwashing* sono state numerose anche nel 2023.

A livello europeo, nel corso dell'anno è stato adottato il Regolamento sui *green bond* (Regolamento (UE) 2023/2631 o EuGBR) che introduce regole uniformi per gli emittenti di obbligazioni che desiderano utilizzare la denominazione 'obbligazione verde europea' o 'EuGB' (European Green Bond) nella commercializzazione dei loro titoli. Il Regolamento, salvo limitate eccezioni, troverà applicazione a partire dal 21 dicembre 2024. A giugno 2023 le ESAs, in riscontro a una specifica richiesta della Commissione europea, hanno pubblicato i propri '*Progress Report on Greenwashing*' che individuano sia le aree maggiormente esposte al rischio di *greenwashing* lungo l'intera catena del valore degli investimenti sostenibili, sia le possibili azioni correttive. La pubblicazione del rapporto finale è attesa per maggio 2024.

Sono altresì allo studio ulteriori misure presentate dalla Commissione europea a giugno 2023 relative, tra le altre cose, a una proposta di regolamento in materia di rating ESG (sulla quale è stato raggiunto un accordo politico provvisorio a febbraio 2024) e a due atti delegati sulla tassonomia UE. In particolare, la proposta di regolamento sui rating ESG, per cui la fase di trilogia interistituzionale si è avviata lo scorso gennaio, include misure dirette ad aumentare la trasparenza nel mercato degli investimenti sostenibili e, per tale via, la fiducia degli investitori, orientando i capitali privati verso investimenti sostenibili. La CONSOB ha contribuito ai negoziati insieme alla Banca d'Italia e all'IVASS, sotto il coordinamento del Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF).

Sempre a livello europeo, l'Istituto ha partecipato ai lavori che hanno portato alla pubblicazione dello *statement* dell'11 luglio 2023, in cui l'ESMA ha definito le proprie aspettative di vigilanza rispetto alle informazioni da includere nei prospetti dei titoli che presentano caratteristiche di sostenibilità. La CONSOB ha altresì collaborato alla predisposizione di linee guida dell'ESMA sui nomi dei fondi che utilizzano termini ESG o legati alla sostenibilità. In aggiunta l'Istituto, come di consueto, ha partecipato a due azioni di vigilanza comune (*Common Supervisory Actions* o CSA) di cui una relativa alle comunicazioni di marketing, con particolare attenzione al *greenwashing*.

Il contrasto al *greenwashing* è nell'agenda dei regolatori anche a livello internazionale. In particolare, a dicembre 2023 la IOSCO ha pubblicato il Rapporto '*Supervisory Practices to Address Greenwashing*', che contiene una panoramica delle iniziative di contrasto al *greenwashing* intraprese nelle varie giurisdizioni con riferimento alla gestione del risparmio, ai rating ESG e ai fornitori di dati ESG sui prodotti⁷¹. Anche l'OCSE si è occupata dello studio del

71 Altre iniziative della IOSCO su approcci di vigilanza e regolamentazione concernono i lavori sui mercati del carbonio: il rapporto finale del luglio 2023 '*Compliance Carbon Markets*' e, in risposta alla mancanza di trasparenza e standardizzazione dei mercati volontari del carbonio, il documento di consultazione '*Voluntary Carbon Markets*' del dicembre 2023.

fenomeno in due pubblicazioni, una di luglio 2023 (*Financial consumers and sustainable finance. Policy implications and approaches*) dedicata a opportunità e sfide per gli investitori derivanti dallo sviluppo della finanza sostenibile, e l'altra di dicembre (*Assessing net-zero metrics for financial institutions*) incentrata sulle metriche inerenti profili ESG.

2 Le misure di sviluppo del mercato dei capitali

Nell'ambito del Piano di azione per la Capital Markets Union (CMU), nel 2023 sono giunte a conclusione diverse iniziative volte a superare l'attuale frammentazione a livello europeo nell'ottica di sostenere un maggiore sviluppo dei mercati dei capitali nella UE.

In particolare, il 20 dicembre 2023 è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea (GUUE) il pacchetto di misure sulla piattaforma ESAP (European Single Access Point) che sarà resa disponibile dall'estate 2027 e implementata per fasi. La piattaforma consentirà un accesso gratuito, centralizzato e digitale alle informazioni finanziarie e di sostenibilità diffuse dagli emittenti senza imporre a questi ulteriori obblighi di comunicazione, in quanto collezionerà informazioni già disponibili al pubblico in base alla normativa vigente. A marzo 2023 è stato pubblicato nella GUUE il Regolamento (UE) 2023/606, riguardante i fondi di investimento europei a lungo termine (ELTIF 2), mentre a febbraio 2024 il Parlamento europeo ha adottato le proposte di revisione sia della Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD) sia della Direttiva sugli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (UCITS).

Il 16 gennaio 2024 Il Parlamento europeo ha approvato le modifiche al Regolamento sui mercati degli strumenti finanziari (MiFIR) nonché alla Direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (MIFID II). I relativi testi sono stati pubblicati nella GUUE ed entreranno in vigore il 28 marzo 2024. Tra le novità più importanti rileva la costituzione di un *consolidated tape* a livello dell'UE per diversi tipi di attività, centralizzando i dati di mercato forniti dalle piattaforme su cui gli strumenti finanziari sono negoziati.

Una ulteriore iniziativa riguarda il Regolamento (UE) 2023/2845 sui depositari centrali di titoli (CSDR), pubblicato a dicembre 2023, che stabilisce una serie di requisiti comuni per i CSD che gestiscono sistemi di regolamento titoli transfrontalieri.

Risultano invece ancora in fase di negoziazione da parte dei co-legislatori altre iniziative, tra cui la proposta di revisione del Regolamento (UE) n. 648/2012 sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni (EMIR), su cui è stato raggiunto un accordo politico provvisorio a febbraio 2024. L'intervento normativo è finalizzato a stimolare lo spostamento del *clearing* di transazioni aventi a oggetto strumenti finanziari

europei sulle controparti centrali europee (CCP), così da salvaguardare la stabilità finanziaria dell'Unione riducendo la dipendenza da CCP di rilevanza sistemica di paesi terzi (segnatamente del Regno Unito).

A dicembre è stato altresì raggiunto un accordo politico di massima (pur non formalizzato) su alcuni atti del pacchetto, noto come Listing Act, volti ad agevolare il ricorso degli emittenti al mercato dei capitali, principalmente attraverso la razionalizzazione e il contenimento degli oneri e dei vincoli derivanti, agli stessi, dallo *status* di emittente quotato. L'accordo è stato formalizzato a febbraio 2024 (in merito alle aree di intervento del Listing Act si veda la Parte A).

Sempre a dicembre 2023, il Consiglio e il Parlamento europeo hanno raggiunto un accordo politico provvisorio sulle modifiche alla Direttiva sull'accesso e l'esercizio dell'attività di assicurazione e riassicurazione (Solvency II) e sulle nuove norme sul recupero e risoluzione delle assicurazioni (IRRD) tese ad aumentare la capacità del settore assicurativo di finanziare a lungo termine le imprese europee.

Con riferimento invece alle norme in materia di insolvenza, è in fase di negoziato una direttiva, applicabile a tutte le imprese diverse da banche, imprese di investimento e imprese di assicurazione, volta ad armonizzare le regole nazionali relative alle procedure di recupero della massa fallimentare, ispirata all'obiettivo di efficienza delle procedure e alla maggiore valorizzazione degli *assets* dell'impresa insolvente.

Per quanto riguarda lo sviluppo del mercato dei capitali e le iniziative condotte nell'ambito del Piano di azione per la CMU, l'attività dell'ESMA, a cui la CONSOB ha costantemente partecipato, è stata molto intensa e ha condotto, tra le altre cose, al rilascio di un parere alla Commissione europea del 17 maggio sui costi indebiti degli Ucits e dei fondi di investimento alternativi e al *'Supervisory Briefing on understanding the definition of advice under MiFID II'* del luglio 2023 in cui l'ESMA allinea la definizione di consulenza ai nuovi modelli di *business* e ai recenti sviluppi tecnologici, incluso l'uso di siti internet e di *social media*⁷².

L'ESMA ha altresì avviato una riflessione, con il contributo di alcuni dei suoi membri partecipanti, fra cui la CONSOB, su possibili iniziative da includere nella nuova agenda regolatoria della Commissione europea per rivitalizzare il mercato dei capitali della UE.

72 Le ulteriori attività a cui la CONSOB ha partecipato in ambito ESMA riguardano: i) la *call for evidence* lanciata nell'ottobre 2023 sulla riduzione del ciclo di regolamento delle transazioni; ii) l'invio del rapporto finale alla Commissione europea contenente le proposte di progetti di misure di attuazione dell'emendato Regolamento ELTIF; iii) il rapporto finale sull'azione di vigilanza comune con le autorità nazionali competenti sulla supervisione dei criteri di valutazione delle attività nel portafoglio degli Ucits e dei fondi alternativi (ai sensi delle rispettive Direttive); iv) lo *statement* del luglio 2023 sui rischi associati al prestito titoli e ad altre operazioni di finanziamento tramite titoli; v) il rapporto finale sugli orientamenti aggiornati relativi agli scenari delle prove di *stress* per i fondi comuni monetari.

3 Gli ulteriori interventi normativi

Oltre che allo sviluppo del mercato dei capitali, l'evoluzione del quadro normativo europeo è stata diretta anche al rafforzamento della resilienza del sistema finanziario europeo e, in particolare, del settore dell'intermediazione non bancaria. In tale ambito significativi passi avanti sono stati fatti nel 2023 con la già citata revisione delle Direttive AIFMD e UCITS, nell'ottica di contrastare le vulnerabilità strutturali riconducibili ai rischi di liquidità e di leva finanziaria dei fondi comuni di investimento. Al riguardo, l'ESRB ha proseguito l'approfondimento delle principali dinamiche di mercato e, come di consueto, ha pubblicato il '*EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2023*' sul monitoraggio di rischi e vulnerabilità dei fondi di investimento e degli altri intermediari finanziari non bancari, a cui ha partecipato anche la CONSOB.

Nel 2023 la legislazione ha fatto progressi anche con riferimento a comunicazioni e pratiche di marketing. A maggio 2023 la Commissione europea ha adottato il Retail Investment Package – composto da una proposta di direttiva Omnibus, di modifica di numerose direttive (MiFID II, IDD, UCITS, AIFMD e Solvency II) e un regolamento che modifica il Regolamento sui prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (il Regolamento PRIIP), al fine di innalzare la fiducia degli investitori al dettaglio e per tale via favorire una maggiore partecipazione ai mercati dei capitali.

Con riferimento al settore dell'intermediazione finanziaria non bancaria, a livello internazionale, la IOSCO ha pubblicato a dicembre 2023 delle linee guida su progettazione, utilizzo e supervisione degli strumenti di gestione della liquidità anti-diluizione da parte dei gestori dei fondi di investimento aperti in condizioni normali e di *stress* dei mercati (*Final Guidance on Anti-Dilution LMTs*), mentre il FSB ha rivisto le proprie raccomandazioni del 2017 (*Revised Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds*) introducendo misure dirette a fornire maggiore chiarezza, efficacia e coerenza nell'utilizzo di tali strumenti di gestione della liquidità.

In sede IOSCO si segnala infine la pubblicazione, ad opera dello *Standing Committee 2*, presieduto dalla CONSOB, del '*Consultation Report on Market Outages*', che propone *best practices* tese a rafforzare la resilienza delle sedi di negoziazione⁷³.

73 In ambito IOSCO, CONSOB si è occupata altresì dei rischi connessi all'utilizzo della leva finanziaria e al crescente ruolo della finanza privata sulle quali nel 2023 sono state pubblicate due documenti, uno su *leveraged loan e credit loan obligation (Proposed Good Practices on Leveraged Loans and CLOs)* e l'altro sulla finanza privata (*Thematic Analysis on Emerging Risks in Private Finance*).

XI Il recepimento della normativa europea e l'attività regolamentare

Nei paragrafi che seguono si fornisce una breve disamina delle principali attività svolte dall'Istituto nel 2023 aventi a oggetto il supporto ai Ministeri competenti per la predisposizione delle modifiche alla normativa primaria e le modifiche alla normativa secondaria di afferenza dell'Istituto. Si rinvia alle Tavole in appendice (Tav. aXI.1 - Tav. aXI.3) per maggiori dettagli sulle attività svolte, nonché sui pareri che l'Istituto è stato chiamato a rilasciare nel 2023, ai Ministeri e alle altre autorità indipendenti, sulla base delle attuali disposizioni di legge.

1 Le modifiche alla normativa primaria

Nel 2023, la CONSOB ha contribuito al processo di adeguamento della normativa nazionale all'evoluzione del quadro europeo, fornendo supporto tecnico al Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF).

1.1 La Legge di delegazione europea 2021

Nell'anno sono proseguiti i lavori, avviati nel 2022, relativi all'adeguamento dell'ordinamento nazionale alla normativa europea sulla base dei criteri di delega contenuti nella legge 4 agosto 2022, n. 127, recante la delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea (Legge di delegazione europea 2021).

In tale ambito, l'Istituto ha fornito supporto al Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) per la definizione del decreto legislativo del 6 dicembre 2023, n. 224, di adeguamento della normativa nazionale al Regolamento (UE) 2021/23 del 16 dicembre 2020, relativo a un quadro di risanamento e risoluzione delle controparti centrali (Regolamento CCP-RR). Il decreto ha designato la Banca d'Italia quale unica Autorità di risoluzione per le CCP italiane e ha indicato le specifiche attribuzioni di Banca d'Italia e CONSOB, quali autorità competenti per la vigilanza delle CCPs.

Un'ulteriore attività di supporto al MEF ha riguardato la predisposizione del decreto legislativo 6 dicembre 2023, n. 204, di adeguamento alle disposizioni del Regolamento (UE) 2021/557, il quale

modifica il Regolamento (UE) 2017/2402 (Regolamento Cartolarizzazioni) introducendo norme specifiche per le cartolarizzazioni di *non-performing exposure*, nonché la possibilità di ottenere la certificazione STS (Semplice, Trasparente e Standardizzata) anche per le cartolarizzazioni sintetiche, assegnando la vigilanza su queste ultime alla CONSOB.

Infine, è stato fornito supporto al MEF per la definizione del decreto legislativo 7 dicembre 2023, n. 207, con il quale è stato istituito il Comitato per le politiche macroprudenziali, quale autorità indipendente designata ai sensi della raccomandazione CERS/2011/3 del Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board o ESRB) del 22 dicembre 2011 per la conduzione delle politiche macroprudenziali. Coerentemente con l'obiettivo della vigilanza macroprudenziale, al Comitato è stato affidato l'obiettivo di perseguire la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso, nonché la prevenzione e il contrasto dei rischi sistemici. Al Comitato partecipano il Governatore della Banca d'Italia, che lo presiede, il Presidente della CONSOB, il Presidente dell'IVASS e il Presidente della COVIP.

Con il medesimo decreto l'ordinamento nazionale è stato adeguato al Regolamento (UE) 2021/168, che modifica il Regolamento (UE) 2016/1011 (Regolamento Benchmark) per quanto riguarda l'esenzione di taluni indici di riferimento per valuta estera a pronti di paesi terzi e la designazione di sostituti di determinati indici di riferimento in via di cessazione.

1.2 La Legge di delegazione europea 2022/2023

Nel 2023 l'Istituto ha prestato supporto al MEF per la definizione dei criteri di delega al Governo, contenuti nella legge 21 febbraio 2024, n. 15 (Legge di delegazione europea 2022-2023), per il recepimento della Direttiva (UE) 2022/2464 sulla rendicontazione societaria di sostenibilità (CSRD) del Regolamento (UE) 2023/1114, relativo ai mercati delle cripto-attività (MiCAR) e del correlato Regolamento (UE) 2023/1113 (Transfer of Funds Regulation – TFR) riguardante i dati informativi che accompagnano i trasferimenti di fondi e determinate cripto-attività e che modifica la Direttiva (UE) 2015/849. Nel 2023 hanno già avuto inizio le interlocuzioni tra MEF e CONSOB per la definizione degli schemi di decreto di adeguamento dell'ordinamento nazionale alle predette normative europee.

1.3 Le altre attività normative rilevanti

In corso d'anno particolare rilevanza ha assunto l'attività di supporto al MEF nell'ambito dei lavori volti a individuare proposte legislative a sostegno della competitività dei capitali, proposte poi confluite nel disegno di legge *'Interventi a sostegno della competitività dei capitali e delega al Governo per la*

riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti (cosiddetto DDL Capitali). Il disegno di legge, approvato dal Parlamento in via definitiva a febbraio 2024 e divenuto legge 5 marzo 2024, n. 21, introduce delle modifiche al Tuf con l'obiettivo di modernizzare e rendere più efficienti i mercati dei capitali, sostenere l'accesso delle PMI nei mercati dei capitali, promuovere l'innovazione e l'internalizzazione dei mercati dei capitali e rafforzare le tutele per gli investitori. Con riguardo a tale processo legislativo l'Istituto è stato coinvolto, a più riprese, anche in relazione ai lavori parlamentari. La legge 21/2024 attribuisce al Governo una delega per la riforma organica del Tuf, per quanto attiene le disposizioni in materia di mercati dei capitali e di società di capitali quotate (a tal proposito si veda anche la Parte A), e modifica le disposizioni di cui all'articolo 24 della legge 28 dicembre 2005, n. 262 in materia di responsabilità delle autorità di vigilanza per il risarcimento del danno.

2 Le modifiche alla normativa secondaria

In esecuzione della delega regolamentare definita dal comma 9 dell'articolo 4-*sexies.1*, del Tuf, come integrato dal decreto legislativo n. 30 del 10 marzo 2023, nel corso del 2023 la CONSOB ha adottato, con delibera n. 22720 del 1° giugno 2023, il nuovo Regolamento in materia di servizi di *crowdfunding* per le imprese, completando così, per quanto di competenza dell'Istituto, il processo di adeguamento dell'ordinamento nazionale alle disposizioni del Regolamento (UE) 2020/1503 (European Crowdfunding Services Providers Regulation – ECSPR) sui fornitori di servizi di *crowdfunding* e dei relativi Regolamenti delegati. Con l'adozione del citato Regolamento sono stati definiti taluni aspetti di dettaglio non già disciplinati dalla normativa europea di riferimento e rientranti nella potestà regolamentare della CONSOB. In particolare, sono state precisate le tempistiche dei procedimenti di rilascio e revoca dell'autorizzazione da parte dell'Istituto, nonché maggiormente dettagliati gli obblighi informativi in capo ai fornitori di servizi di *crowdfunding*, anche in relazione alle modalità di trasmissione delle schede contenenti le informazioni chiave sull'investimento (KIIS). Infine, è stata definita la disciplina nazionale applicabile alle comunicazioni di marketing diffuse sul territorio italiano.

Inoltre, con delibera n. 22833 del 9 ottobre 2023 l'Istituto ha adottato le disposizioni di attuazione dell'articolo 4-*septies.2*, del Tuf, in materia di cartolarizzazioni. Con tale atto la CONSOB ha: i) disciplinato, nei margini consentiti dalla legislazione europea direttamente applicabile, la notifica delle

operazioni di cartolarizzazione all'Istituto e i requisiti organizzativi applicabili ai soggetti coinvolti nell'operazione di cartolarizzazione; ii) specificato le modalità di trasmissione della richiesta di autorizzazione, conformemente all'articolo 28, del Regolamento Cartolarizzazioni, dei soggetti terzi che valutano la conformità delle cartolarizzazioni ai criteri STS (criteri che individuano le operazioni rientranti nel *framework* specifico per le cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate).

Nel 2023 l'Istituto ha, altresì, sottoposto a revisione le disposizioni contenute nel Regolamento CONSOB 20249 del 28 dicembre 2017 recante norme di attuazione del Tuf in materia di mercati (Regolamento Mercati), al fine di completare l'adeguamento dell'ordinamento nazionale alle novità introdotte dalla Direttiva (UE) 2019/2177 e dal Regolamento (UE) 2019/2175, atti legislativi che hanno centralizzato in capo all'ESMA la vigilanza sui fornitori di servizi di comunicazione dati (delibera n. 22804 del 6 settembre 2023). Gli interventi di modifica hanno aggiornato il Regolamento Mercati al fine di tenere conto della competenza residuale riservata alla CONSOB sui soli Approved Reporting Mechanism (ARM) e Approved Publication Arrangement (APA) che beneficiano della deroga prevista da MiFIR, in ragione della loro limitata rilevanza per il mercato interno. Con la medesima delibera il Regolamento Mercati è stato conformato alla riforma europea in materia di semplificazione della disciplina sui limiti di posizione per i derivati su merci agricole e i derivati su merci critici o significativi, ai sensi della Direttiva (UE) 2021/338 che modifica la Direttiva 2014/65/UE (MiFID) nell'ambito del cosiddetto Capital Markets Recovery Package.

Inoltre, con delibera n. 22923 del 6 dicembre 2023, è stato adottato il Regolamento sull'emissione e circolazione di strumenti finanziari su tecnologie a registro distribuito previsto dal decreto-legge 17 marzo 2023, n. 25 (Decreto FinTech), convertito, con modificazioni, dalla legge del 10 maggio 2023, n. 52. Tale Regolamento discende dall'obbligo, disposto tramite il Decreto FinTech, di avvalersi, per l'emissione di strumenti finanziari in forma digitale non negoziati su una sede di negoziazione⁷⁴, di registri per la circolazione digitale tenuti da soggetti iscritti in un apposito elenco tenuto dalla CONSOB.

Il citato Regolamento: i) definisce i principi e i criteri relativi alla formazione e alla tenuta dell'elenco dei responsabili del registro; ii) disciplina le modalità di presentazione della domanda di iscrizione dei responsabili del registro, individuando le possibili cause di sospensione; iii) disciplina il contenuto minimo del documento contenente le informazioni sulle modalità operative del registro che i responsabili del registro sono tenuti a rendere pubblico.

74 Gli strumenti finanziari in forma digitale negoziati su una sede di negoziazione sono invece ricompresi nell'ambito di applicazione del 'Regolamento *Pilot Regime*' (Regolamento Ue 858/2022) che ha istituito un regime pilota nell'Unione per le infrastrutture di mercato DLT.

Infine, nell'anno, sono state approvate le modifiche al Regolamento generale sui procedimenti amministrativi, ai sensi dell'articolo 24 della legge 28 dicembre 2005, n. 262, e dell'articolo 2, comma 5, della legge 7 agosto 1990, n. 241. Gli aggiornamenti regolamentari tengono conto degli interventi di riforma della citata legge 241/1990 e dei molteplici interventi di riforma che hanno interessato la normativa applicabile nei settori di competenza della CONSOB. Con il medesimo intervento regolamentare sono state previste delle tabelle, pubblicate sul sito internet della CONSOB, che individuano specifici termini di durata, della unità competente e dei riferimenti normativi dei singoli procedimenti in essa censiti.

I controlli giurisdizionali XII sull'attività della CONSOB

1 Il contenzioso sui provvedimenti di vigilanza

Nel corso del 2022 si è registrata una riduzione, rispetto all'anno precedente, del numero dei ricorsi presentati avverso provvedimenti di vigilanza e sanzionatori adottati dall'Istituto (Tav. aXII.1).

In materia di abusi di mercato, la Corte di Cassazione ha affrontato in più decisioni il tema della prova indiziaria (o 'per presunzioni') dell'illecito di *insider trading*. La Suprema Corte ha innanzitutto ribadito che *«nel ragionamento presuntivo vengono in rilievo solo presunzioni 'gravi, precise e concordanti', laddove il requisito della 'precisione' è riferito al fatto noto, che deve essere determinato nella realtà storica, quello della 'gravità' al grado di probabilità della sussistenza del fatto ignoto desumibile da quello noto, mentre quello della 'concordanza' richiede che il fatto ignoto sia – di regola – desunto da una pluralità di indizi gravi, precisi e univocamente convergenti nella dimostrazione della sua sussistenza»*.

In altre decisioni, cassando (con rinvio ai primi Giudici) sentenze di merito sfavorevoli alla CONSOB, la Suprema Corte ha puntualizzato che il ragionamento presuntivo si deve necessariamente articolare in due momenti valutativi, il primo finalizzato alla *«[...] valutazione analitica degli elementi indiziari per scartare quelli intrinsecamente privi di rilevanza e conservare, invece, quelli che, presi singolarmente, presentino una positività parziale o almeno potenziale di efficacia probatoria»* e il secondo specificamente volto alla doverosa *«valutazione complessiva di tutti gli elementi presuntivi isolati per accertare se essi siano concordanti e se la loro combinazione sia in grado di fornire una valida prova presuntiva, che magari non potrebbe dirsi raggiunta con certezza considerando atomisticamente uno o alcuni di essi»*, concludendo che, nei casi lì vagliati, il Giudice del merito avesse ommesso proprio questa seconda valutazione, limitandosi *«a negare valore indiziario agli elementi acquisiti in giudizio senza accertare se essi, quand'anche singolarmente sforniti di valenza indiziaria, non fossero in grado di acquisirla ove valutati nella loro sintesi, nel senso che ognuno avrebbe potuto rafforzare e trarre vigore dall'altro in un rapporto di vicendevole completamento»*.

La Corte di Cassazione si è altresì soffermata sul cosiddetto divieto di presunzioni a catena confermando l'orientamento secondo cui un tale divieto non ha basi di diritto positivo. Esso, infatti, *«non è riconducibile né agli artt.*

2729 e 2697 c.c., né a qualsiasi altra norma, cosicché nulla impedisce che il fatto noto, accertato in via presuntiva, possa costituire la premessa di un'ulteriore presunzione idonea a fondare l'accertamento del fatto ignoto».

Si segnalano poi quattro sentenze (di cui due rese dalla Corte d'Appello di Milano e due da quella di Firenze) intervenute su una vicenda di illeciti di abuso di informazioni privilegiate posti in essere da più soggetti relativamente ad azioni quotate.

La Corte meneghina, con una prima sentenza, ha annullato le sanzioni amministrative comminate al cosiddetto *insider* primario, ritenendo carente nel caso specifico l'impianto accusatorio di CONSOB, tenuto conto del principio del *'più probabile che non'* e del fatto che l'affermazione di responsabilità del preteso responsabile deve conformarsi al parametro dell'*'oltre ogni ragionevole dubbio'*. La sentenza è stata impugnata per cassazione dalla CONSOB.

Con una seconda sentenza resa all'esito del parallelo giudizio di opposizione promosso da due *'insider* secondari' appartenenti alla medesima 'cerchia' relazionale, la Corte milanese ha invece confermato le sanzioni pecuniarie e interdittive loro applicate, ritenendo che la mancata prova della comunicazione dell'informazione privilegiata dal soggetto individuato dalla CONSOB come *insider* primario ai due *insider* secondari non comporti di per sé il venir meno della responsabilità di questi ultimi. Ciò sulla base del consolidato orientamento della giurisprudenza di Cassazione secondo cui, *«ai fini della configurabilità dell'illecito di insider trading secondario, non assumono alcuna decisività le modalità attraverso cui l'informazione privilegiata sia stata acquisita dall'accipiens [...]»* rilevando esclusivamente il possesso dell'informazione in capo a quest'ultimo, che la Corte milanese nel caso di specie ha ritenuto provato in base a indizi dotati *«dei requisiti di gravità, precisione e concordanza necessari ai fini della prova dei fatti contestati»*. Nella stessa vicenda, la Corte fiorentina, nelle restanti due decisioni, sulla base di considerazioni analoghe a quelle della Corte milanese ha confermato la responsabilità degli opposenti, in un caso riducendo l'ammontare della sanzione pecuniaria applicata.

Con riferimento agli elementi da valorizzare nel ragionamento indiziario, si segnala una sentenza della Corte d'Appello di Roma nella quale si è affermato che l'*«indubbia anomalia dell'acquisto»* costituisce il primo e fondamentale elemento indiziario da cui desumere la conferma del possesso dell'informazione privilegiata. Nel caso deciso, l'anomalia dell'operatività è stata *'univocamente'* desunta da una serie di circostanze, tra le quali la tempistica dell'ordine di acquisto, la pressante urgenza di concludere l'operazione, la soluzione di continuità rispetto ai precedenti investimenti dell'*insider* sullo stesso titolo nonché rispetto alla composizione del suo portafoglio, la natura dello strumento finanziario in questione, caratterizzato da scarsa movimentazione, e infine le condizioni di prezzo degli ordini di acquisto, preordinate a consentire l'esecuzione dell'operazione dopo pochi secondi, in tale ambito non costituendo decisivo elemento in senso contrario

l'entità modesta delle somme di volta in volta impiegate. La sentenza è degna di nota anche perché ha confermato che può essere qualificato *insider* primario anche un soggetto non inserito stabilmente nel tessuto organizzativo della società emittente (nel caso si trattava di socio indiretto e *director* di una *joint venture* del gruppo di quest'ultima). Ciò in quanto, secondo la Corte capitolina, ai fini della configurazione della responsabilità da *insider* primario rileva «*il possesso di una informazione acquisita, comunque, in ragione dell'attività svolta*» nell'ambito della *joint venture* e la possibilità, in tale ambito, di accedere alla informazione privilegiata.

In materia di intermediari, nel corso del 2023 la Corte di Cassazione si è espressa, con diverse pronunce, tutte favorevoli all'Istituto, su una vicenda relativa al mancato rispetto delle regole di condotta nella prestazione dei servizi di investimento aventi ad oggetto strumenti finanziari di propria emissione (nella fattispecie, obbligazioni subordinate) da parte della Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, poi sottoposta a liquidazione coatta amministrativa. In particolare, la Corte d'Appello di Firenze aveva in precedenza accolto le opposizioni proposte avverso la delibera sanzionatoria in ragione della tardività delle contestazioni formulate dalla CONSOB, ritenendo che essa avesse già avuto conoscenza delle irregolarità due anni prima dell'avvio del procedimento sanzionatorio per effetto di scambi informativi con la Banca d'Italia e che dunque fosse stata superflua l'ulteriore attività di indagine cartolare successivamente svolta. La Suprema Corte, nel cassare le sentenze di merito, ha ritenuto che la conclusione dei giudici di merito risultava effettuata sulla base di una valutazione *ex post* delle risultanze dell'attività in questione, mentre - secondo il costante orientamento della giurisprudenza di legittimità - «*la valutazione della superfluità degli atti di indagine deve essere svolta con giudizio ex ante, ossia prendendo in considerazione l'utilità potenziale delle ulteriori iniziative istruttorie e non già i concreti esiti che tali iniziative abbiano effettivamente prodotto, restando irrilevante la loro inutilità ex post*». La Corte ha precisato che nella verifica in ordine alla tempestività della notifica delle contestazioni degli illeciti (che, ai sensi dell'art. 195 del Tuf, devono essere formulate entro 180 giorni dall'accertamento) il giudice del merito deve tenere conto della «*complessità delle attività di vigilanza e di intervento poste in essere dalle due autorità (Banca d'Italia e Consob), unitamente alla diversità di indagini sottese alla duplice qualità [della Banca] di emittente e intermediario delle obbligazioni subordinate di propria emissione*», dovendosi escludere che vi siano spazi di inerzia durante o dopo la raccolta dei dati di indagine o eventuali artificiose protrazioni nello svolgimento dei compiti assegnati quando vi è l'«*interesse dell'Amministrazione a pervenire all'accertamento complessivo di tutti gli aspetti di vicende e responsabilità mediante attività istruttoria unitaria*».

Si segnalano poi diverse pronunce, tutte favorevoli all'Istituto, rese dalla Corte d'Appello di Milano in giudizi di opposizione introdotti da una Sim, da alcuni suoi esponenti aziendali e dal responsabile della funzione di *Compliance*, avverso sanzioni amministrative loro comminate per la violazione

dell'art. 21, comma 1, lett. a) e d), del Tuf, con riguardo a una fattispecie di offerta fuori sede di quote rappresentative di 'patrimoni destinati a specifico affare', istituiti da tre società per la realizzazione di progetti di sviluppo immobiliare in uno Stato extra-UE, nonché di azioni e obbligazioni di una quarta società coinvolta negli stessi progetti. La Corte territoriale ha, in particolare, ritenuto che la Sim, pur in mancanza di un incarico formale da parte dei soggetti a vario titolo coinvolti nelle operazioni immobiliari, avesse tuttavia *«attivamente e fattivamente partecipato all'attività di raccolta di capitali per gli investimenti»* sopra indicati, come comprovato da molteplici indizi (gravi, precisi e concordanti), fra cui, in particolare, la promozione delle operazioni da parte di soggetti che rivestivano anche l'incarico di consulenti finanziari della Sim, l'ampia sovrapposizione fra i clienti della Sim e gli aderenti ai patrimoni destinati, l'utilizzo da parte di numerosi clienti di liquidità riveniente dal disinvestimento in strumenti finanziari distribuiti dalla Sim o da finanziamenti erogati *ad hoc* da una Banca grazie all'intervento della Sim medesima. L'attività così svolta ha comportato l'integrale disapplicazione della normativa relativa alla prestazione dei servizi di investimento in danno della clientela servita, causando altresì un *«aggravamento dei profili di rischio aziendale dell'intermediario (in esito alla sottrazione di masse di denaro dalla SIM sia effettive - per i disinvestimenti fatti - sia potenziali - per lo sviamento verso attività estranee al suo perimetro operativo istituzionale)»*. Respingendo l'eccezione sollevata dagli oppositori secondo cui la normativa invocata dalla CONSOB troverebbe applicazione solo nel caso in cui i servizi e le attività di investimento abbiano ad oggetto strumenti finanziari e non anche 'prodotti di investimento diversi dagli strumenti finanziari' (quali le quote rappresentative di patrimoni destinati a uno specifico affare), la Corte ha osservato, da un lato, che *«Le regole di condotta stabilite dall'art. 21 TUF non sono [...] limitate alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento in senso stretto ma si estendono, per espressa previsione della norma, anche agli 'accessori', con ciò escludendosi una interpretazione restrittiva degli obblighi di diligenza, correttezza e trasparenza a tutela dell'interesse dei clienti e dell'integrità dei mercati»* e, dall'altro che l'art. 30, comma 9, del Tuf estende all'offerta fuori sede di prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari anche tutti gli obblighi di correttezza e trasparenza previsti nella prestazione dei servizi di investimento.

Sulla medesima vicenda è intervenuto anche il Consiglio di Stato, che ha confermato il rigetto, già pronunciato dal TAR in primo grado, del ricorso proposto da esponenti aziendali e dal socio della Sim per l'annullamento del provvedimento adottato da Banca d'Italia, su proposta della CONSOB, di assoggettamento dell'intermediario ad amministrazione straordinaria, ex art. 56 del Tuf, per le gravi violazioni normative e le irregolarità accertate. Nella sentenza che ha respinto l'appello, il Consiglio di Stato ha, in particolare, fornito una lettura interpretativa degli artt. 21 e 30 del Tuf che si pone nel solco di quella resa dalla Corte d'Appello di Milano. Il Supremo Consesso ha inoltre confermato che, nella fattispecie, l'amministrazione straordinaria

costituiva l'unica misura di gestione della crisi idonea, risultando insufficienti i rimedi alternativi prospettati ad attuare una discontinuità sul piano organizzativo e gestionale della Sim. Infine, il Consiglio di Stato ha ribadito, in coerenza con gli orientamenti espressi dalla Corte Costituzionale e dalla Corte di giustizia dell'Unione europea, che il cosiddetto diritto al silenzio «*non può giustificare qualsiasi omessa collaborazione della persona interessata con le autorità competenti, come in caso di rifiuto di presentarsi ad un'audizione prevista da queste ultime o di manovre dilatorie intese a rinviare lo svolgimento di tale audizione*».

Sempre sull'istituto dell'amministrazione straordinaria e del suo rapporto con il procedimento sanzionatorio, si segnala una sentenza resa dalla Corte d'Appello di Roma, a esito di un giudizio di opposizione avverso le sanzioni irrogate all'amministratore delegato di una Sgr per violazione delle norme in materia di diligenza, trasparenza e correttezza nello svolgimento del servizio di gestione collettiva del risparmio in relazione ad accordi stipulati con il principale quotista di fondi dalla stessa gestiti. Nel caso in parola, la Corte capitolina ha innanzitutto ritenuto che le attività poste in essere dalla Sgr in esecuzione di detti accordi avessero «*comportato la rinuncia della Società a tutelare l'autonomia della funzione gestoria*» rispetto al quotista, «*con conseguente compromissione del processo decisionale sottostante alle scelte di investimenti e disinvestimento a valere sugli OICR gestiti, realizzando altresì eventi lesivi per i sottoscrittori dei fondi gestiti*», senza che, in tale ambito, potesse essere riconosciuto valore esimente alle motivazioni che per le quali la Sgr era addivenuta a tali accordi, «*dovendo gli stessi essere valutati nella loro obiettiva consistenza, a prescindere dallo scopo o dalle ragioni che li hanno ispirati*». La Corte, poi – nel respingere la tesi dell'opponente secondo cui la sanzione inflitta con la delibera impugnata sarebbe stata 'esorbitante' essendo stata comminata per gli stessi fatti posti a fondamento della revoca dell'incarico di amministrazione e del commissariamento della Sgr disposto da Banca d'Italia, atti che avrebbero già «*dispiegato il loro effetto punitivo*» – ha chiarito che il provvedimento di amministrazione straordinaria «*non ha natura sanzionatoria ma è, invece, finalizzato a presidiare la correttezza dei comportamenti della società di gestione del risparmio, nel caso di (grave) infrazione alle prescrizioni previste nell'ordinamento per lo svolgimento di tale attività*».

Nella materia degli emittenti, con riguardo alla disciplina dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari si segnala la pronuncia con cui il TAR del Lazio ha confermato la legittimità di un provvedimento di divieto (adottato dalla CONSOB ai sensi dell'art. 99, comma 1, lett. d), Tuf, nella versione vigente anteriormente alla novella di cui al d.lgs. 2 febbraio 2021, n. 17) di un'attività di offerta avente per oggetto *crypto-assets*, svolta in nome e per conto di una società estera.

In proposito il Giudice Amministrativo – dopo aver rammentato che quella di '*prodotti finanziari*' [di cui all'art. 1, comma 1°, lett. u), Tuf] è una

«nozione generica ed onnicomprensiva, idonea a comprendere ogni forma di raccolta di risparmio con finalità di investimento o speculative» – ha ritenuto «del tutto condivisibile la ricostruzione compiuta dall’Autorità di vigilanza, che ha ricondotto l’operazione de qua (impiego di un capitale sotto forma di dazione di cripto-valute [in particolare Bitcoin] al fine di partecipare alla percezione degli utili generati dallo svolgimento di un’attività di arbitraggio in cripto-attivi, e dunque con l’aspettativa di conseguire una remunerazione e sopportando il rischio di perdere quanto originariamente conferito) ad un investimento avente ad oggetto prodotti finanziari».

Di particolare interesse risultano i passaggi motivazionali della sentenza in cui, da un lato, il TAR ha ritenuto irrilevante l’argomentazione della ricorrente secondo cui, al momento dell’adozione del provvedimento di divieto non esisteva *«una normativa italiana specificamente dedicata all’attività, asseritamente del tutto ‘innovativa’, svolta dalla Società (che la ricorrente inquadra nel mondo delle ‘criptovalute’, deducendo di essere impegnata in operazioni di ‘arbitraggio’ su cripto-attività»*, ritenendo invece, in accordo con le difese della CONSOB, che *«l’attività economica esercitata da un emittente non influenza in alcun modo la natura di ‘prodotto finanziario’ (o meno) degli strumenti che il medesimo operatore offre al pubblico per finanziarsi»*; dall’altro, richiamando anche giurisprudenza recente della Cassazione penale, ha rilevato che anche la dazione di cripto-valute (nel caso di specie, come anticipato, Bitcoin) può costituire un impiego di capitale, in quanto *«la moneta virtuale è pur sempre una ‘rappresentazione (digitale) di valore’, e dunque esprime una ricchezza economica, con risultato che la medesima è impiegabile anche per operazioni di investimento, oltre che di pagamento [...]»*.

All’esito di un giudizio di opposizione relativo sempre alla violazione della disciplina in materia di offerta al pubblico di prodotti finanziari, la Corte d’Appello di Roma ha confermato le sanzioni applicate a una società che, in assenza di un prospetto informativo approvato dalla CONSOB, aveva offerto in sottoscrizione attraverso il proprio sito Internet ‘token digitali’, avallando la riconducibilità di questi ultimi alla categoria dei ‘prodotti finanziari’ *sub specie di ‘forma di investimento di natura finanziaria’, ai sensi dell’art. 1, comma 1, lettera u), del Tuf, stante la rilevata compresenza degli elementi qualificanti la relativa nozione. Secondo la Corte capitolina, infatti, «la struttura dell’operazione, presentata come un’opportunità di investimento, richiedeva al ‘consumatore/investitore’, il versamento di una somma di denaro per l’acquisto online di ‘token’ i quali, nella prospettazione offerta, incorporavano, direttamente ed anche indirettamente il diritto a percepire alti rendimenti periodici (anche sub specie di ripartizione degli utili aziendali) e ulteriori bonus monetari, predeterminati in percentuale rispetto al capitale versato, cui è connaturato il rischio finanziario connesso all’impiego di capitale. I ‘token’ in discorso nella prospettazione offerta dal sito risultavano funzionali, in via principale, non già a fruire di servizi futuri o beni della vita bensì a remunerare il capitale stesso, tramite un rendimento finanziario periodico da corrispondere all’investitore».*

Sempre in materia di emittenti, si segnalano le decisioni, di contenuto analogo, rese dalla Corte d'Appello di Venezia nei giudizi di opposizione avviati da una società quotata e dai suoi esponenti aziendali avverso le sanzioni a costoro irrogate per la violazione dell'art. 123-bis, comma 2, lett. a), del Tuf (il quale prescrive che nella relazione sul governo societario e sugli assetti proprietari siano riportate le informazioni riguardanti «*l'adesione ad un codice di comportamento in materia di governo societario [...] motivando le ragioni dell'eventuale mancata adesione ad una o più disposizioni, nonché le pratiche di governo societario effettivamente applicate dalla società al di là degli obblighi previsti dalle norme legislative o regolamentari*»). Respingendo le tesi degli opposenti, la Corte territoriale ha evidenziato che «*i fatti rilevati in sede di ispezione dalla Consob, lungi da rappresentare dei meri episodi sporadici ed occasionali tenuti da singoli esponenti aziendali privi di un qualsivoglia concreto impatto sulla governance dell'impresa, hanno costituito, invece, comportamenti che, essendo connotati da una precisa significatività dal punto di vista sia quantitativo che qualitativo (essendosi riscontrati in un terzo dei casi esaminati e riguardando anche vicende societarie decisamente rilevanti), hanno indubbiamente assunto il carattere di vere e proprie 'pratiche di governo societario effettivamente applicate dalla società' che avrebbero dovuto trovare rappresentazione all'interno della Relazione sul governo societario*». In ogni caso, il Giudice ha sottolineato come la previsione del Tuf ritenuta infranta miri ad «*assicurare che il mercato sia informato su ogni divergenza dalle regole di autodisciplina e su ogni adattamento delle stesse operato dalla società in base alle proprie specificità, e dunque anche sulle singole eventuali deviazioni o situazioni patologiche riconducibili a singoli soggetti ... posto che nel loro complesso tali scostamenti danno il quadro di quello che è il reale assetto di governo societario dell'emittente*».

Si segnala inoltre, in materia di sanzioni amministrative adottate per violazione della disciplina antiriciclaggio recata dal d.lgs. 231/2007 e dal Regolamento CONSOB 20570/2018, una sentenza resa dalla Corte d'Appello di Milano che, nel confermare le sanzioni applicate a una società di revisione e ai suoi esponenti, ha affermato il principio secondo cui le norme poste a presidio dell'organizzazione e del sistema dei controlli interni impongono la definizione di un sistema che sia, anzitutto, adeguato all'ente in cui esso viene a innestarsi. Ha, pertanto, condiviso il giudizio di inidoneità formulato in proposito dalla CONSOB, statuendo che, con riguardo alla composizione quali-quantitativa della Funzione antiriciclaggio, a fronte della significativa operatività della società di revisione, il numero delle risorse impiegate – unitamente alla mancanza di un'idonea specializzazione del relativo Responsabile e degli altri incaricati della Funzione in parola, nonché all'impiego contemporaneo di costoro anche per altri compiti – risultasse esiguo o, comunque, *prima facie*, non proporzionato alle dimensioni della realtà aziendale, con conseguente inidoneità della Funzione a svolgere il prescritto ruolo di verifica. La Corte territoriale ha, altresì, precisato che il processo di valutazione del rischio di riciclaggio e finanziamento del terrorismo, essendo connesso alla gestione dei

rischi della Società, deve essere presidiato da procedure centralizzate volte a garantire univocità, coerenza e uniformità di comportamenti; esigenza soddisfatta, come prescritto dalle norme regolamentari CONSOB, da procedure informatiche e da algoritmi predefiniti, in grado di assegnare in automatico la classe di rischio, mancando i quali la società deve dotare i *partners* di una serie di indicatori analiticamente individuati da usare nei singoli casi concreti, senza che possa peraltro «*residuare alcuna forma di discrezionalità in capo all'individuo preposto alla profilazione nel caso singolo*».

Sempre con riguardo alle sanzioni comminate a seguito di violazioni della disciplina antiriciclaggio, la Corte d'Appello di Torino, nel confermare le misure applicate dalla CONSOB ai sindaci di una società di revisione, ha ritenuto le previsioni dell'art. 62, comma 5, del decreto del d.lgs. 231/2007 (come modificate dal d.lgs. 90/2017, che ha esteso la responsabilità discendente dalle relative violazioni ai soggetti titolari di funzioni di controllo dell'ente) conformi – e dunque non da disapplicare nel caso concreto, come richiesto dagli oppositori – alla Direttiva 2015/849/UE, alla cui stregua «*Gli Stati membri provvedono affinché laddove gli obblighi si applichino a entità giuridiche, in caso di violazioni delle disposizioni nazionali che recepiscono la presente direttiva, sanzioni e misure possano essere applicate ai membri dell'organo di gestione o alle altre persone fisiche responsabili della violazione ai sensi del diritto nazionale*». Secondo la Corte, infatti, «*la Direttiva ha utilizzato una espressione di chiusura che consentisse ai singoli Stati membri di adeguarla al proprio ordinamento*», apparendo «*evidente che il Collegio Sindacale, per il ruolo che è chiamato a rivestire nel sistema delle società, rientra sicuramente in quella espressione*». Nel caso in esame, «*le carenze nella strutturazione dei presidi procedurali e di controllo richiesti dalla normativa a fini di prevenzione e contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo, sono state rese possibili anche a causa dell'omesso esercizio da parte dei Sindaci dei doveri di controllo su di essi gravanti ex lege che – secondo le contestazioni di Consob – non hanno mai fatto alcun rilievo né sollecitato approfondimenti o verifiche (come emergerebbe dai verbali del cda e del collegio sindacale)*».

Degna di nota è anche la decisione con cui la Suprema Corte ha cassato una sentenza della Corte di Appello di Milano che aveva erroneamente ritenuto applicabile il cosiddetto principio dell'assorbimento in relazione alla fattispecie di illecito amministrativo prevista dall'art. 94 Tuf, avente ad oggetto carenze nel contenuto del prospetto informativo pubblicato dalla società quotata per l'offerta di azioni, rispetto alla diversa fattispecie di manipolazione prevista dall'art. 187-ter Tuf, entrambe contestate allo stesso soggetto, con conseguente annullamento della sanzione applicata per la prima delle due violazioni.

La Suprema Corte, nel cassare la decisione di merito proprio sul punto della relazione tra le due fattispecie sanzionatorie (così determinando la reviviscenza della delibera sanzionatoria impugnata) ha precisato che, avendo il Giudice dell'opposizione dato atto che *«tra le due fattispecie sanzionatorie non esiste un rapporto di genere a specie, perché l'elemento soggettivo della manipolazione del mercato è più ampio di quello previsto per la sanzione di cui all'art. 94 T.U.F., poiché l'articolo si riferisce a 'chiunque' ponga in essere le condotte tipizzate, le quali a loro volta sono più ampie di quelle previste dal richiamato art. 94, posto che l'art. 187-ter comprende ipotesi di manipolazioni sia informative che operative»* e che, d'altro canto, *«[l]a fattispecie di cui all'art. 94, invece, non riguarda soltanto l'inserimento delle informazioni false nel prospetto, ma anche quello distinto di omessa informazione ed incompletezza»*, avrebbe dovuto escludere *«la coincidenza tra l'oggetto delle due ipotesi sanzionatorie, e dunque il rapporto di specialità tra di esse»*, con conseguente impossibilità di applicare l'art. 9 della legge 689/1981, che tali elementi presuppone.

Riguardo al tema del termine per effettuare la contestazione, si segnala anche la pronuncia con cui - in ordine a una sanzione applicata ai sindaci di una società quotata per irregolarità relative alla loro stessa remunerazione - la Suprema Corte ha confermato la sentenza della Corte d'Appello di Milano che aveva, fra l'altro, ritenuto tempestiva la contestazione effettuata dalla CONSOB escludendo che il termine per il suo inoltro potesse decorrere dalla data di pubblicazione, da parte dell'emittente, della Relazione sulla remunerazione, ritenendo invece necessarie allo scopo, in base a un giudizio *ex ante* non sindacabile in sede di legittimità, le ulteriori verifiche successivamente operate dall'Istituto. In ciò la Cassazione ha confermato il suo consolidato orientamento secondo cui non è consentito nella sede di legittimità sindacare il giudizio della Corte di merito *«quanto alla ricostruzione e alla valutazione delle circostanze di fatto inerenti ai tempi occorrenti per la contestazione e alla congruità del tempo utilizzato in relazione alla difficoltà del caso, attività rimessa al giudice del merito, il quale deve limitarsi a rilevare se vi sia stata un'ingiustificata e protratta inerzia durante o dopo la raccolta dei dati di indagine»*. In particolare, la Suprema Corte, sempre con riguardo all'impossibilità di fare risalire il *dies a quo* del termine per l'inoltro delle contestazioni alla data di pubblicazione della sopra indicata Relazione, ha reputato irrilevante (senza ravvisare in ciò vizi della sentenza impugnata) il fatto che la società quotata fosse inserita nella cosiddetta *black list* e che, in ragione di ciò, venissero effettuati dalla CONSOB sull'emittente, su base continuativa, specifici controlli, posto che questi ultimi rispondevano a *«finalità diverse rispetto all'accertamento delle violazioni contestate»*.

2 La verifica in sede giurisdizionale

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

Con una sentenza resa nel corso del 2023 il Tribunale di Vicenza ha rigettato la domanda risarcitoria proposta nei confronti della CONSOB da un investitore che lamentava il danno connesso con l'acquisto di azioni di una banca popolare veneta posta in l.c.a. nel 2017, affermando che la CONSOB ha dimostrato di non essere incorsa in omissioni di vigilanza ed evidenziando che i prospetti informativi da essa autorizzati erano *«idonei ad avvisare i clienti dei pericoli insiti nell'acquisto delle azioni»*, così escludendo anche il nesso di causalità tra l'ipotetica omissione di vigilanza e il danno.

In altra causa risarcitoria il Tribunale di Benevento ha rigettato la pretesa avanzata nei confronti della CONSOB dalla cliente di una banca che lamentava un danno patito per la svalutazione delle azioni dell'emittente in cui aveva investito in adesione a un aumento di capitale. Il Tribunale ha ritenuto che, nel caso esaminato, la CONSOB, su cui *«incombe un obbligo di attivazione in presenza di gravi indizi di irregolarità»*, l'aveva correttamente adempiuto perché, non appena acquisiti indizi di possibili violazioni, aveva prontamente attivato i poteri di vigilanza nei confronti della banca sanzionandone la violazione degli obblighi di diligenza, correttezza e trasparenza nella prestazione dei servizi di investimento.

In una causa nella quale numerosi investitori, lamentando la distrazione delle somme affidate a due imprese di investimento comunitarie, una delle quali operativa in Italia anche mediante succursale, avevano chiesto la condanna al risarcimento del danno della CONSOB e delle autorità di vigilanza degli Stati membri di origine delle due imprese, il Tribunale di Milano ha dichiarato il proprio difetto di giurisdizione nei confronti delle autorità estere e ha rigettato le domande nei confronti della CONSOB per mancata prova del danno, affermando, tra l'altro, che non è tal fine sufficiente provare l'accoglimento dell'istanza di indennizzo degli investitori da parte dei Fondi di Garanzia degli Stati membri di origine delle imprese.

In un'altra causa risarcitoria nella quale numerosi investitori hanno agito per la condanna della CONSOB, della Banca d'Italia, di due banche (presso cui gli investitori avevano aperto il c/c e il deposito titoli) e dell'autorità di vigilanza dello Stato membro di origine per i danni subiti a seguito della sottoscrizione di contratti di investimento con un intermediario comunitario operante in Italia senza stabilimento di succursali, il Tribunale di Pescara ha dichiarato prescritto, nei confronti della CONSOB, il diritto al risarcimento del danno per decorso del termine quinquennale di prescrizione; il Tribunale pescarese ha poi nel merito rigettato le domande risarcitorie affermando che la CONSOB ha dimostrato di aver intrapreso le esigibili iniziative di vigilanza

nei confronti dell'intermediario comunitario, attuando la cooperazione internazionale con l'autorità di vigilanza dello stato di origine sulla base degli elementi conoscitivi tempo per tempo disponibili, e attuando interventi sanzionatori di crescente incisività.

2.2 Le ipotesi di ostacolo alla vigilanza

Oltre alle ipotesi di abusi di mercato (si veda il Capitolo I 'La vigilanza sui mercati'), nel corso di un giudizio in cui la CONSOB era costituita parte civile nel 2021 innanzi al Tribunale di Roma, è stata chiesta, ai sensi dell'art. 24-bis c.p.p., la rimessione della soluzione della questione sulla competenza territoriale alla Corte di Cassazione, la quale nel 2023 ha confermato la competenza del Tribunale di Roma. In tale decisione, la Suprema Corte ha ritenuto che il delitto di ostacolo di cui all'art. 2638, comma 2, c.c., debba *«ritenersi consumato nel luogo in cui vengono assunte le determinazioni degli organi degli enti di vigilanza, che per effetto della condotta decettiva realizzata e, quindi, della alterata rappresentazione della situazione degli istituti controllati, hanno subito un ostacolo al pieno ed effettivo esercizio delle proprie funzioni»*.

Nel 2023 sono stati definiti in primo grado cinque giudizi per ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza in cui la CONSOB era costituita parte civile.

In due casi vi è stato il riconoscimento della responsabilità penale degli imputati e la condanna al risarcimento dei danni in favore della CONSOB.

Degna di nota è la sentenza del Tribunale di Vicenza (riguardante la vicenda Banca Popolare di Vicenza) che ha sottolineato: *«l'istruttoria svolta ha permesso di accertare senza che residui alcun dubbio alcuno che BPVi, nel corso del 2014, fornì a Consob nell'ambito della vigilanza cartolare esercitata dalla predetta Autorità in relazione all'operazione di aumento di capitale un quadro informativo falso e difforme rispetto al vero in relazione a due fondamentali aspetti. In primo luogo, ha rappresentato reiteratamente di aver sempre e costantemente mantenuto un atteggiamento neutro nei confronti dei titolari del diritto di opzione attraverso i famosi presidi (...). Oltre a ciò, ha completamente omesso di rappresentare all'organismo di vigilanza l'esistenza di iniziative e prassi commerciali particolarmente aggressive volte all'intera sottoscrizione dell'aumento di capitale»*. La stessa sentenza ha anche riconosciuto il diritto al risarcimento del danno non patrimoniale in favore delle autorità di vigilanza.

Nei restanti casi, i procedimenti sono stati definiti due con sentenze di assoluzione, uno con sentenza di proscioglimento per intervenuta prescrizione.

Inoltre, due giudizi, sempre per ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza, sono stati definiti in grado di appello, uno con la conferma della condanna dell'imputato e delle statuizioni civili, un altro con l'assoluzione e la revoca delle statuizioni civili, in riforma della sentenza di primo grado.

In tale ambito, certamente di rilievo è la sentenza riguardante la vicenda Veneto Banca, con cui la Corte d'Appello di Venezia ha condiviso la motivazione della sentenza di primo grado nella parte in cui ha *«ritenuto che Veneto Banca abbia fornito alla Banca d'Italia e alla Consob indicazioni in ordine alla correttezza delle modalità operative di esecuzione del deliberato aumento di capitale, garantendo altresì il ruolo neutro della banca nell'ambito di tale operazione (...), indicazioni che, come emerso dall'esito dell'istruttoria dibattimentale, sono risultate inveritiere (...)*»; inoltre, secondo la Corte d'Appello, *«gli accertamenti ispettivi svolti dalla Consob, in epoca successiva ai fatti ma con riferimento a documentazione esistente al momento dell'effettuazione dell'operazione di aumento di capitale, danno conto di come le indicazioni contenute nella più volte citata nota 29 agosto 2014 fossero false. Infatti, gli ispettori Consob hanno accertato iniziative strutturate poste in essere da Veneto Banca e volte a sollecitare la clientela alla sottoscrizione delle azioni*».

È stato definito innanzi alla Corte di Cassazione anche il giudizio riguardante la vicenda Cassa di Risparmio di Ferrara, all'esito del quale sono divenute definitive la condanna di un imputato per ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza, l'assoluzione di altri due imputati, mentre la condanna di un ulteriore imputato è stata annullata agli effetti penali per intervenuta prescrizione, ma con rigetto del ricorso dell'imputato agli effetti civili. In tale decisione, la Suprema Corte ha confermato il proprio orientamento secondo cui *«l'evento del reato previsto dall'art. 2638 c.c., comma 2, può essere integrato, oltre che dall'impedimento 'in toto' dell'esercizio della funzione di vigilanza, dall'effettivo e rilevante ostacolo frapposto al dispiegarsi della funzione, con comportamenti di qualsiasi forma, comunque tali da determinare difficoltà di considerevole spessore o un significativo rallentamento e non il mero ritardo dell'attività di controllo*».

Appendice statistica C

Indice delle tavole

I	LA VIGILANZA SUI MERCATI.....	129
	<i>Le piattaforme di negoziazione</i>	<i>129</i>
	Tav. al.1 Piattaforme di negoziazione italiane.....	129
	Tav. al.2 Principali indicatori per le sedi di negoziazione EXM, MIV ed EGM di Borsa Italiana	131
	Tav. al.3 <i>Exchange traded products</i> sul mercato ETFPlus	132
	Tav. al.4 <i>Covered warrants</i> e <i>certificates</i> quotati sul SeDeX.....	132
	Tav. al.5 Scambi di titoli obbligazionari su mercati italiani	132
	<i>Le piattaforme di negoziazione, gli scambi e l'integrità informativa dei mercati</i>	<i>133</i>
	Tav. al.6 Modifiche ai Regolamenti dei mercati regolamentati e alle relative disposizioni di attuazione nel 2023	133
	Tav. al.7 Modifiche alle regole di funzionamento di sistemi multilaterali di negoziazione nel 2023.....	134
	Tav. al.8 Sospensione e revoca di strumenti finanziari equity negoziati su Euronext Milan ed Euronext Growth Milan nel 2023.....	135
	Tav. al.9 Istanze ricevute e provvedimenti adottati relativi al regime di trasparenza pre- e post- negoziazione	135
	<i>Le vendite allo scoperto</i>	<i>136</i>
	Tav. al.10 Posizioni nette corte su azioni italiane	136
	<i>Gli studi societari e i giudizi di rating</i>	<i>136</i>
	Tav. al.11 Distribuzione degli studi per tipologia.....	136
	<i>Gli abusi di mercato</i>	<i>137</i>
	Tav. al.12 Segnalazioni di operazioni sospette.....	137
	Tav. al.13 Indagini in materia di abusi di mercato.....	137
	Tav. al.14 Richieste di dati e notizie in materia di abusi di mercato.....	138
	Tav. al.15 Costituzioni di parte civile della CONSOB in procedimenti penali per abusi di mercato e relativi esiti.....	138
II	LA VIGILANZA SU EMITTENTI E SOCIETÀ DI REVISIONE.....	139
	<i>L'informativa sugli assetti proprietari</i>	<i>139</i>
	Tav. all.1 Comunicazioni relative agli assetti proprietari di società quotate italiane.....	139

	<i>Le offerte al pubblico di acquisto e di scambio</i>	139
	Tav. all.2 Offerte pubbliche di acquisto e/o scambio su azioni ordinarie.....	139
	<i>Le operazioni con parti correlate e gli organi di controllo</i>	140
	Tav. all.3 Documenti informativi su operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate pubblicati nel 2023 dalle società quotate italiane.....	140
	<i>Le società di revisione</i>	140
	Tav. all.4 Soggetti abilitati all'attività di revisione dei conti incaricati da enti di interesse pubblico (EIP) ed enti sottoposti a regime intermedio (ESRI)	140
	Tav. all.5 Distribuzione degli incarichi di revisione sui bilanci delle società quotate	140
	Tav. all.6 Tipologie di cessazione anticipata dell'incarico di revisione legale dei conti.....	141
	Tav. all.7 Giudizi delle società di revisione sui bilanci delle società quotate in mercati regolamentati italiani.....	141
III	LA VIGILANZA SU OFFERTA AL PUBBLICO E INFORMATIVA SOCIETARIA	142
	<i>L'offerta al pubblico e l'ammissione alle negoziazioni di strumenti azionari</i>	142
	Tav. all.1 Vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di strumenti azionari	142
	<i>L'offerta al pubblico e l'ammissione alle negoziazioni di strumenti non-equity</i>	142
	Tav. all.2 Vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di strumenti <i>non-equity</i>	142
	Tav. all.3 Offerte di obbligazioni, <i>certificates</i> e <i>covered warrants</i> di banche per tipologia di strumento.....	143
	Tav. all.4 Soggetti autorizzati dalla CONSOB all'emissione di titoli di risparmio per l'economia meridionale, numero emissioni e controvalore collocato	143
	Tav. all.5 Offerta al pubblico e/o ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari <i>non-equity</i> – documenti 'passaportati'	143
	Tav. all.6 KIDs notificati nel 2023 ai sensi del Regolamento PRIIPs per tipologia di prodotto	144
	Tav. all.7 KIDs notificati nel 2023 per settore e provenienza geografica dei <i>manufacturer</i> dei PRIIPs	144
	<i>L'informazione societaria</i>	145
	Tav. all.8 Vigilanza sull'informativa societaria e sugli assetti proprietari	145
	Tav. all.9 Emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante	145
	<i>L'informazione non finanziaria</i>	145
	Tav. all.10 Dichiarazioni non finanziarie (DNF) pubblicate ai sensi del d.lgs. 254/2016	145
IV	LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI.....	146
	<i>Gli intermediari bancari e le imprese di investimento</i>	146
	Tav. alV.1 Intermediari per servizi di investimento autorizzati.....	146
	Tav. alV.2 Albo delle Sim.....	146
	Tav. alV.3 Banche, Sim e imprese di investimento comunitarie con succursale.....	147
	<i>Le società di gestione di portali di crowdfunding</i>	147
	Tav. alV.4 Il registro dei gestori di portali per l' <i>equity crowdfunding</i>	147

V	L'ATTIVITÀ DI CONTRASTO ALL'ABUSIVISMO.....	148
	Tav. aV.1 Materia delle istruttorie per ipotesi di abusivismo	148
	Tav. aV.2 Provvedimenti per prestazione abusiva dei servizi di investimento, offerta abusiva di prodotti finanziari e pubblicità relativa all'offerta abusiva di prodotti finanziari.....	148
VI	L'ATTIVITÀ ISPETTIVA.....	149
	<i>L'attività ispettiva e gli accertamenti sui siti internet</i>	149
	Tav. aVI.1 Accertamenti ispettivi avviati e conclusi	149
	Tav. aVI.2 Soggetti sottoposti ad accertamenti ispettivi	149
	Tav. aVI.3 Aree di indagine delle verifiche ispettive avviate.....	149
	Tav. aVI.4 Accertamenti su siti internet in materia di abusivismo.....	149
	<i>La prevenzione e il contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo</i>	149
	Tav. aVI.5 Soggetti sottoposti a verifiche ispettive in materia di antiriciclaggio.....	149
VII	LE ALTRE ATTIVITÀ DI TUTELA DELL'INVESTITORE	150
	<i>La gestione degli esposti</i>	150
	Tav. aVII.1 Esposti.....	150
	Tav. aVII.2 Esposti procedibili per soggetto coinvolto e oggetto della segnalazione	150
	<i>L'attività dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie</i>	151
	Tav. aVII.3 Ricorsi ricevuti dall'Arbitro per le Controversie Finanziarie.....	151
	Tav. aVII.4 Intermediari coinvolti nei ricorsi ricevuti dall'Arbitro per le Controversie Finanziarie	151
VIII	L'ATTIVITÀ SANZIONATORIA.....	152
	<i>I provvedimenti sanzionatori</i>	152
	Tav. aVIII.1 Sanzioni pecuniarie irrogate dalla CONSOB.....	152
	Tav. aVIII.2 Provvedimenti sanzionatori per violazioni di norme in materia di abusi di mercato.....	152
	Tav. aVIII.3 Provvedimenti sanzionatori per violazioni del Regolamento MAR.....	153
	Tav. aVIII.4 Sanzioni pecuniarie irrogate nei confronti di intermediari mobiliari.....	153
	Tav. aVIII.5 Sanzioni amministrative irrogate per violazioni della disciplina in materia di emittenti e di informativa societaria e finanziaria	154
IX	LE ATTIVITÀ DI SUPPORTO	155
	<i>La gestione finanziaria</i>	155
	Tav. aIX.1 Schema riassuntivo delle spese e delle entrate	155
	Tav. aIX.2 Contribuzioni per categoria di soggetti vigilati	155
	<i>La gestione delle risorse umane e l'acquisizione e gestione di beni e servizi</i>	156
	Tav. aIX.3 Il personale	156
	Tav. aIX.4 Distribuzione del personale per qualifica e area organizzativa.....	156
	<i>Le relazioni con l'esterno</i>	157
	Tav. aIX.5 Accessi alle pagine del sito internet.....	157
	Tav. aIX.6 Richieste scritte di documentazione e informazioni relative all'attività della CONSOB.....	157

X	L'ATTIVITÀ INTERNAZIONALE	158
	<i>L'attività in ambito internazionale</i>	158
	Tav. aX.1 Scambio di informazioni fra la CONSOB e le autorità di vigilanza estere	158
XI	IL RECEPIMENTO DELLA NORMATIVA EUROPEA E L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE	159
	<i>Le modifiche alla normativa primaria</i>	159
	Tav. aXI.1 Interventi sulla normativa primaria in recepimento della normativa europea nel 2023	159
	<i>Le modifiche alla normativa secondaria</i>	160
	Tav. aXI.2 Interventi sulla normativa secondaria in recepimento della normativa europea nel 2023	160
	Tav. aXI.3 Pareri rilasciati dalla CONSOB a Ministeri e ad altre autorità indipendenti	161
XII	I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB	162
	<i>Il contenzioso sui provvedimenti di vigilanza</i>	162
	Tav. aXII.1 Ricorsi contro atti adottati o proposti dalla CONSOB	162
	I LAVORI DI COMMISSIONE	162
	Tav. a.1 Riunioni e delibere adottate	162

Avvertenze

Nelle tavole si utilizzano i seguenti segni convenzionali:

- rilevazione quantitativa nulla;
- fenomeno non esistente;
- fenomeno esistente ma dati non noti;
- .. i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato.

Fonte dei dati: se la fonte non è espressamente citata, i dati riportati nelle tavole si intendono acquisiti dalla CONSOB nell'ambito dell'esercizio delle attività istituzionali di vigilanza.

I LA VIGILANZA SUI MERCATI

Le piattaforme di negoziazione

Tav. al.1 Piattaforme di negoziazione italiane

gestore	piattaforma	strumenti negoziati	ctrv. negoziazioni ¹			numero contratti ²		ctrv. medio contratti ³		
			n.	2023	var. ⁴	2023	var. ⁴	2023	var. ⁴	
mercati regolamentati										
Borsa Italiana	Euronext Milan	azioni, diritti	236	565,3	2,1	66.603	-10,8	8,5	14,4	
		<i>capitalizzazione¹</i>	753,5							
	Euronext MIV Milan	fondi chiusi e FIA	7	0,04	-5,1	13	-7,8	3,5	3	
		<i>capitalizzazione¹</i>	0,3							
	MOT	obbligazioni	1.490	257,8	57	7.906	63,4	32,6	-3,9	
	ETFPlus	fondi quotati	1.836	85,5	-29,1	7.135	-20,5	11,9	-10,8	
	IDEM	derivati	89.887	910,3	0,04	25.242	-6,8	36,06	7,3	
MTS	MTS Italy	obbligazioni	137	4.144,8	36,2	758,3	55,6	5.466	-12,5	
sistemi multilaterali di negoziazione										
Borsa Italiana	Borsa Italiana Global Equity Market	azioni	379	7,5	5,4	848	-6,5	8,88	12,7	
	Borsa Italiana – Trading After Hours	azioni	588	2,5	-3,1	241	-19,6	10,3	20,6	
	Euronext Growth Milan	azioni, diritti	277	2,3	-22,4	1.028	-22,3	2,27	-0,2	
		<i>capitalizzazione¹</i>	8,02							
	Euronext Access Milan	obbligazioni	474	0,36	-18,4	12	6,2	29,9	-23,1	
	SeDeX	<i>securitised derivatives</i>	19.735	13,57	6,7	1.886	-7,3	7,19	15	
	ATFund	fondi	75	0,16	2,9	1	5,2	111,87	-2,1	
	EuroTLX		azioni	438	0,82	65,2	105	25,4	7,81	31,7
			obbligazioni	1.584	11,68	-10,1	443	-14,6	26,34	5,3
			<i>certificates</i>	6.091	6,34	34,3	580	30,3	10,92	3,1
MTS	BondVision Europe	obbligazioni	22.281	535,3	-26	107,7	20,6	4.967,6	-38,6	
	CashDomestics	obbligazioni	628	584	25	83,7	23	6.975,7	1,68	
	EBM	obbligazioni	855	87	43,8	23,5	136	3.697,4	-39	
Vorvel Sim	Vorvel Bonds Order Driven/Vorvel Equity Auction	azioni	21	0,07	40	20,4	30,8	3,43	1,5	
		<i>capitalizzazione⁵</i>	4,2							
		obbligazioni	404	0,19	-24	17,2	-3,1	11,19	-19,4	
	Vorvel Bonds	obbligazioni	965	17,8	248,3	443,9	248,7	40,11	-0,1	
	Vorvel RFQ	obbligazioni	193	0	-	0	-	-	-	
	Vorvel Certificates	<i>certificates</i>	182	0,48	336,4	317	105	1,5	120,3	

- Segue -

Segue – Tav. al.1 Piattaforme di negoziazione italiane

gestore	piattaforma	strumenti negoziati	ctrv. negoziazioni ¹		numero contratti ²		ctrv. medio contratti ³		
			n.	2023	var. ⁴	2023	var. ⁴	2023	var. ⁴
internalizzatori sistematici ⁶									
		azioni	116	75	-15	4.533	-18	17	4
		altri strumenti	7.044	541	11	2.108	-9	257	22
		<i>di cui:</i>							
		<i>titoli di Stato</i>	2.469	261	19	157	44	1.668	-18
		<i>obbligazioni di gruppo</i>	226	1	17	3	-24	511	54
		<i>bancarie</i>	1.028	4	33	6	-10	762	48
		<i>corporate</i>	2.665	3,5	30	10	26	337	3

Fonte: elaborazioni su dati forniti dalle piattaforme di negoziazione. A seguito dell'acquisizione del gruppo Borsa Italiana da parte di Euronext NV alcuni mercati sono stati scorporati e/o hanno assunto diversa denominazione; in dettaglio i mercati MTA, MIV, IDEM, AIM Italia ed ExtraMOT sono stati ridenominati rispettivamente 'Euronext Milan', 'Euronext MIV Milan', 'Euronext Derivatives Milan' (dal 24 marzo 2024), 'Euronext Growth Milan' ed 'Euronext Access Milan'. Dal mercato 'Borsa Italiana Equity' sono stati scorporati il mercato 'Borsa Italiana Global Equity Market' (BIT GEM dedicato alle contrattazioni diurne, ridenominato a novembre 2023 'Euronext GEM') e il mercato 'Borsa Italiana - Trading After Hours' (destinato alle negoziazioni serali). Inoltre, hanno cambiato denominazione i segmenti 'Hi-MTF Order Driven', 'Hi-MTF Order Driven - Segmento Azionario', 'Hi-MTF quote driven misto', 'Hi-Cert' che sono stati ridenominati rispettivamente 'Vorvel Bonds Order Driven', 'Vorvel Equity Auction', 'Vorvel Bonds', 'Vorvel Certificates'. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ¹ In miliardi di euro. ² In migliaia. ³ In migliaia di euro. ⁴ Variazioni percentuali rispetto all'anno precedente. ⁵ In miliardi di euro; dato calcolato sulla base del prezzo medio registrato nel mese di dicembre (ovvero sulla base dell'ultimo prezzo disponibile in caso di mancanza di scambi nel periodo). ⁶ Sono esclusi i dati relativi agli operatori che hanno cessato l'attività.

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

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
EXM							
capitalizzazione ¹	634	536	638	600	757	615	754
<i>di cui % costituenti Ftse Mib</i>	76,9	74,5	79,5	81,5	80,2	81,4	87,2
<i>in % del Pil</i>	39,6	33,1	35,7	36,6	43,1	33,3	38,4
controvalore scambi	606	604	524	571	572	531	577
n. quotate domestiche ²	237	240	239	235	229	220	223
società ammesse a quotazione ³	12	12	9	6	8	6	9
<i>di cui lpo</i>	7	4	4	1	5	3	4
società revocate ⁴	9	9	10	10	14	15	8
MIV							
capitalizzazione	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
n. società quotate	3	2	1	1	1	1	1
EGM							
capitalizzazione	5,6	6,6	6,6	5,8	11,5	10,5	8,0
controvalore scambi	2,0	2,4	2,9	2,0	4,5	2,9	1,9
n. società negoziate	95	113	132	138	174	190	203
<i>di cui nuove ammissioni</i>	24	26	31	21	44	26	34
indicatori complessivi							
capitalizzazione	640	542	644	606	769	626	762
società quotate ⁵	421	452	462	464	494	501	509
Ftse Mib (var. %) ⁶	13,6	-16,1	28,3	-5,4	23,0	-13,3	28,0
Ftse Italia Mid Cap (var. %) ⁶	32,3	-19,6	18,3	-5,8	30,8	-21,0	13,1
Ftse Italia Small Cap (var. %) ⁶	26,8	-25,4	28,1	-4,6	50,8	-14,4	2,1
Ftse Italia STAR (var. %) ⁶	34,7	-16,6	28,0	14,1	44,7	-28,3	3,3

Fonte: Borsa Italiana e, per il 2023, Euronext. Dati a fine anno. ¹ Dati riferiti alle società per le quali l'EXM è considerato il mercato domestico o di prima quotazione. Il rapporto percentuale fra capitalizzazione e Pil relativo agli ultimi dati della serie è provvisorio. ² Le società quotate domestiche includono anche società aventi sede legale in paesi diversi dall'Italia ma aventi EXM come unico mercato di quotazione. ³ Dati relativi alle nuove società ammesse a seguito di lpo, scissioni, fusioni e passaggi di mercato. Il dato lpo non include le operazioni riferite ai passaggi dall'EGM all'EXM. ⁴ Dati relativi alle società revocate a seguito di Opa, fusioni, passaggi di mercato e altri provvedimenti ai sensi del Regolamento di Borsa Italiana. Per il 2023 il dato include due revoche di società non aventi sede legale in Italia e quotate sia su EXM sia su un altro mercato regolamentato europeo. ⁵ Include le società estere quotate. ⁶ Variazioni percentuali rispetto all'anno precedente.

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

		Etf azionari avanzati	Etf azionari emergenti	Etf obbligazionari	Etf altro	Etc / Etn	<i>totale</i>	<i>numero contratti¹</i>
2019	controvalore negoziato	39,9	7,0	30,0	9,1	19,7	<i>105,7</i>	<i>5,17</i>
	patrimonio gestito	29,9	5,2	37,9	8,5	6,7	<i>88,3</i>	
2020	controvalore negoziato	44,3	7,7	30,6	17,9	31,6	<i>132,1</i>	<i>8,87</i>
	patrimonio gestito	30,7	5,6	42,0	15,6	7,6	<i>101,6</i>	
2021	controvalore negoziato	32,3	7,0	29,6	25,0	27,2	<i>121,1</i>	<i>8,54</i>
	patrimonio gestito	48,3	5,7	44,7	17,2	7,3	<i>123,2</i>	
2022	controvalore negoziato	36,2	4,8	30,3	20,4	28,9	<i>120,6</i>	<i>8,98</i>
	patrimonio gestito	39,6	5,7	39,5	16,3	8,0	<i>109,2</i>	
2023	controvalore negoziato	29,1	3,6	23,8	9,4	19,6	<i>85,5</i>	<i>7,13</i>
	patrimonio gestito	54,7	5,6	42,7	11,2	7,0	<i>121,4</i>	

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

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

	plain vanilla	investment	leverage	esotici	totale			<i>controvalore scambi</i>
					in essere	nuove	scadute	
2017	6.956	1.271	1.141	52	9.420	10.274	7.261	<i>19,1</i>
2018	5.367	1.596	1.328	224	8.515	9.475	9.733	<i>17,6</i>
2019	4.320	1.512	2.390	383	8.605	11.417	11.036	<i>18,4</i>
2020	4.200	1.944	3.312	222	9.678	20.224	15.510	<i>19,1</i>
2021	4.949	2.441	4.558	37	11.985	23.973	15.552	<i>18,0</i>
2022	8.140	3.069	6.344	14	17.567	45.037	24.869	<i>12,7</i>
2023	8.275	3.157	7.859	444	19.735	43.660	41.492	<i>13,6</i>

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

Tav. al.5 Scambi di titoli obbligazionari su mercati italiani
(dati di fine periodo; miliardi di euro)

	MTS Italy ¹	BondVision Europe MTF	MTS Cash Domestic MTF	MTS EBM MTF	MOT ²	EuroTLX MTF	Vorvel MTF	Euronext Access Milan ³ MTF	<i>totale</i>
2017	1.216	868	–	–	204	56	8	2	<i>2.354</i>
2018	1.164	661	–	–	168	35	5	2	<i>2.035</i>
2019	921	733	661	58	189	45	6	2	<i>1.896</i>
2020	1.848	877	465	38	203	32	5	2	<i>2.967</i>
2021	3.964	963	751	42	159	20	7	..	<i>5.906</i>
2022	3.043	723	467	61	156	18	5	..	<i>4.473</i>
2023	4.145	535	584	87	258	12	18	..	<i>5.639</i>

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

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

Tav. al.6 Modifiche ai Regolamenti dei mercati regolamentati e alle relative disposizioni di attuazione nel 2023

gestore e modifica	oggetto della modifica	mercato interessato
Borsa Italiana		
Modifiche al Regolamento e relative Istruzioni (delibera n. 22625 dell'8 marzo 2023)	Disciplina dell'ammissione a quotazione alla negoziazione sul mercato regolamentato delle SIIQ	Euronext Milan
Modifiche al Regolamento e relative Istruzioni (delibera n. 22747 del 21 giugno 2023)	Migrazione dei mercati alla piattaforma di negoziazione Optiq del Gruppo Euronext (fase 2): Le modalità di negoziazione La distribuzione diretta sul mercato La razionalizzazione degli Avvisi di BIT I servizi di <i>best of book</i> e di <i>internal matching system</i> La revisione delle previsioni ESG La novazione dei contratti garantiti	MOT Euronext Milan, Euronext MIV Milan e MOT MOT Euronext Milan, Euronext MIV Milan, ETFPlus e MOT MOT Tutti i mercati
Modifiche alle Istruzioni (Assenso della CONSOB del 21 giugno 2023)	Migrazione dei mercati alla piattaforma di negoziazione Optiq del Gruppo Euronext (fase 2): I requisiti di partecipazione degli operatori Gli obblighi di quotazione per gli operatori specialisti e per i <i>market maker</i>	MOT
Modifiche al Regolamento e relative Istruzioni (delibera n. 22920 del 6 dicembre 2023) [entrata in vigore prevista per il 25 marzo 2024]	Migrazione dei mercati alla piattaforma di negoziazione Optiq del Gruppo Euronext (fase 3): - la ridenominazione del mercato (<i>ex IDEM</i>) - l'eliminazione della figura del <i>non-executing broker</i> - le modalità di negoziazione - gli operatori <i>market making</i> e <i>Liquidity Provider</i> - la trasparenza dei mercati - la gestione degli errori - la chiusura del segmento AGREX Le procedure di accertamento delle violazioni La registrazione delle conversazioni Le informazioni finanziarie proforma e l'attestazione del revisore	Euronext Derivatives Milan Tutti i mercati Euronext Milan
Modifiche alle Istruzioni (Assenso della CONSOB del 6 dicembre 2023) [entrata in vigore prevista per il 25 marzo 2024]	La sospensione dell'esercizio anticipato nel giorno antecedente una <i>corporate action</i> o lo stacco di un dividendo La soglia di partecipazione detenuta dall'offerente ai fini della chiusura e liquidazione dei contratti derivati, nell'ambito di offerte pubbliche di acquisto o scambio sul sottostante Il preavviso per la comunicazione da parte di Borsa Italiana in caso di esclusione dalle negoziazioni di un contratto di opzione su azioni e dei contratti <i>futures</i> su dividendi e <i>futures</i> su azioni	Euronext Derivatives Milan
MTS		
Modifiche al Regolamento e alle relative Istruzioni (Parere al MEF del 22 marzo 2023)	Requisiti di partecipazione e procedure di ammissione dei partecipanti al mercato Sospensione delle negoziazioni Disciplina dei <i>market making commitments</i> Criteri di applicazione dei <i>circuit breakers</i> <i>Fine-tuning</i> delle modalità di conclusione e registrazione dei contratti	MTS Italy

Tav. al.7 Modifiche alle regole di funzionamento di sistemi multilaterali di negoziazione nel 2023

gestore e modifica	oggetto della modifica	MTF interessato
Borsa Italiana		
febbraio 2023	Orari di negoziazione Comunicazione delle informazioni a Borsa Italiana da parte degli emittenti Funzionalità <i>trading-at-last</i> Ordini <i>good-till-date</i> Accesso sponsorizzato	ATFund Euronext Growth Milan BIT Global Equity MTF e Trading After Hours Trading After Hours
maggio 2023	Migrazione dei mercati alla piattaforma di negoziazione Optiq del Gruppo Euronext (fase 2): Le modalità di negoziazione Altre modifiche non funzionali alla migrazione: <ul style="list-style-type: none"> - Semplificazione dei requisiti di ammissione - Introduzione del giudizio di ammissibilità sul programma di emissione di strumenti finanziari - Criteri per la determinazione della data di cancellazione dalla quotazione - Semplificazione e armonizzazione della procedura di ammissione degli strumenti diversi dai titoli di debito finanziari - Eliminazione degli obblighi in tema di limiti di posizione - Introduzione della categoria delle Notes - Gli strumenti ammissibili alle negoziazioni sul segmento Bond-x 	SeDeX e EuroTLX, Euronext Access Milan e Euronext Access Milan Segmento Professionale SeDex e EuroTLX SeDex EuroTLX
luglio 2023	La gestione delle giornate di festività nella piattaforma di negoziazione <i>Trade Confirmation System (TCS)</i>	ATFund
novembre 2023	La composizione del flottante La disciplina della sospensione dalle negoziazioni in caso di <i>reverse take-over (RTO)</i> La definizione di RTO L'attestazione in caso di RTO La nomina degli amministratori indipendenti Ridenominazione del mercato (ex BIT Global Equity MTF)	Euronext Growth Milan Euronext GEM
MTS		
giugno 2023	Modifiche all'Annex Spain al fine di: aggiornare la definizione di <i>primary dealer</i> spagnolo; aggiornare la definizione di <i>broker</i> spagnolo; eliminare la restrizione del ruolo di <i>market maker</i> ai soli <i>primary dealer</i> ; eliminare la clausola superflua sulla sospensione dei <i>broker</i> .	MTS Cash Domestic
novembre 2023	Introduzione del segmento 'EU' dedicato alla negoziazione di strumenti finanziari emessi dall'UE e riservato a operatori che abbiano ottenuto la qualifica di EU <i>primary dealer</i> presso la Commissione europea.	MTS Cash Domestic
Vorvel Sim		
settembre 2023	Implementazione dell'impostazione regolamentare che concentra nel cosiddetto Libro 1 le regole di funzionamento applicabili a tutti i mercati gestiti dalla Società, dettagliando distintamente le norme qualificanti le specificità degli strumenti trattati e le caratteristiche microstrutturali nel cosiddetto Libro 2. Semplificazione del modello microstrutturale, con l'eliminazione del periodo di controllo e l'adozione della media ponderata degli scambi quale unica modalità di calcolo del prezzo di riferimento. Suddivisione del segmento in tre comparti (cosiddetto Gate) ad asta settimanale, con soglie di riferimento e limiti di inserimento ordini e validazione del prezzo d'asta differenziati per livello di liquidità raggiunto, e da una frequenza minima differenziata per il calcolo del prezzo di riferimento. Con riferimento alle attività di sostegno alla liquidità, previsione di un'informativa <i>ex ante</i> (programma di sostegno della liquidità) ed <i>ex post</i> da parte degli emittenti nei confronti del pubblico.	Vorvel Equity Auction

Tav. al.8 Sospensione e revoca di strumenti finanziari equity negoziati su Euronext Milan ed Euronext Growth Milan nel 2023

mercato	revoche ¹	sospensioni		
			a tempo determinato ²	a tempo indeterminato ³
Euronext Milan	8	4	4	
Euronext Growth Milan	17	8	3	5

¹ Per Euronext Milan (EXM) le revoche riguardano cinque *delisting* a seguito di Opa, due su richiesta dell'emittente per quotazione su mercato estero e una per cessazione di impresa a seguito di procedura concorsuale. Due revoche si riferiscono a società quotate sia su EXM sia su un altro mercato regolamentato europeo. Per Euronext Growth Milan (EGM) le revoche riguardano nove *delisting* a seguito di Opa, tre per altre operazioni straordinarie (fusione, *business combination*), tre per mancanza dell'Euronext Growth Advisor, due su richiesta dell'emittente. ² Tutte le sospensioni a tempo determinato sono state disposte in attesa di comunicato. ³ Sospensioni a tempo indeterminato disposte in quattro casi fino alla pubblicazione dei documenti contabili e al ripristino dell'equilibrio economico-finanziario dell'emittente e in un caso fino alla pubblicazione del documento relativo all'operazione di *reverse takeover*.

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

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

¹ Nel 2022 le istanze di deroga alla trasparenza pre-negoziato presentate dalle sedi di negoziazione italiane, sottoposte alla valutazione dell'ESMA, sono collegate alle modifiche ai regolamenti dei mercati di Borsa Italiana autorizzate dalla CONSOB nel corso dell'anno. ² Il superamento del massimale sul volume (*double volume cap - DVC*) viene stabilito ad esito delle comunicazioni mensili da parte dell'ESMA degli strumenti finanziari che hanno superato le soglie di volume negoziato previste e pari al 4% del volume negoziato a livello di singola sede di negoziazione e 8% del volume complessivo relativo a tutte le sedi di negoziazione dell'UE.

Le vendite allo scoperto

Tav. al.10 Posizioni nette corte su azioni italiane

(controvalori delle posizioni nette corte in milioni di euro)

concentrazione degli investitori

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

nazionalità degli investitori

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

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

Gli studi societari e i giudizi di rating

Tav. al.11 Distribuzione degli studi per tipologia

(numero studi)

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

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

Gli abusi di mercato

Tav. al.12 Segnalazioni di operazioni sospette

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

Si segnala che nel 2023 l'Istituto ha trasmesso a omologhe autorità estere segnalazioni ricevute da soggetti italiani relative a 38 condotte sospette verificatesi su mercati esteri (17 all'ESMA e 21 ad altre autorità, principalmente la SEC statunitense). ¹ La voce 'altre fonti' può includere investitori qualificati, emittenti, collegi sindacali. ² Segnalazioni su base volontaria contenenti circostanziate descrizioni di condotte non necessariamente qualificabili come potenziale abuso di mercato ma nondimeno tali da alterare l'ordinato funzionamento delle negoziazioni. ³ Valori percentuali. Nel 2023 gli strumenti finanziari oggetto di segnalazione sono stati prevalentemente azioni (79%); seguono obbligazioni (14%) e derivati (8%). ⁴ La voce 'altro' include condotte: i) che integrano entrambe le fattispecie illecite (abuso di informazione privilegiata e manipolazione operativa) ovvero di manipolazione informativa, ii) che non risultano immediatamente identificabili sulla base delle informazioni in esse contenute, iii) poste in essere su sedi non vigilate dall'Istituto, iv) riferibili a fatti non riconducibili a possibili forme di abuso di mercato.

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

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
indagini in materia di abusi di mercato	10	20	7	9	15	18	20
ipotesi di illeciti amministrativi e/o penali	6	9	6	3	6	7	8
di cui per abuso e/o comunicazione illecita di informazioni privilegiate	4	7	3	1	2	5	6

soggetti coinvolti in ipotesi di abusi di mercato	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
abuso e/o comunicazione illecita di informazioni privilegiate							
intermediari autorizzati ¹	--	1	--	--	--	--	--
insider istituzionali ²	2	7 ⁴	5	1	5	6	8
altri soggetti ³	27	56	9	7	30	19	10
operatori esteri	--	2	--	--	--	--	--
totale	29	66	14	8	35	25	18
manipolazione di mercato							
intermediari autorizzati ¹	--	--	--	1	--	--	--
insider istituzionali ²	1	5	3	2	15		12
altri soggetti ³	3	2	5	1	7	3	1
operatori esteri	2	--	2	--	--	--	2
totale	6	7	10	4	22	3	15

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

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

(numero soggetti destinatari delle richieste)

	intermediari autorizzati ¹	società quotate e controllanti o controllate	soggetti privati		pubbliche amministrazioni	autorità estere	totale	di cui per conto di autorità estere ²
				di cui auditi				
2017	375	15	135	51	128	66	719	53
2018	166	5	58	27	104	24	357	66
2019	165	23	109	15	102	21	420	17
2020	239	32	137	3	88	43	539	8
2021	173	26	91	--	91	61	442	6
2022	253	40	143	13	97	20	553	6
2023	238	37	152	8	122	16	565	12

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

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

anno	costituzioni	sentenze di primo grado	sentenze di secondo grado	sentenze di Cassazione	sentenze di rinvio delle Corti d'Appello	transazioni
2017	3 ¹	2 condanne 1 patteggiamento 1 condanna con rigetto della domanda risarcitoria	1 condanna 1 condanna agli effetti civili			
2018	2 ²	2 condanne 1 patteggiamento	2 condanne 2 assoluzioni	3 condanne 1 conferma di patteggiamento		2
2019	3 ³	1 condanna 2 patteggiamenti	1 condanna 1 incompetenza per territorio	1 condanna 1 condanna con rinvio 1 assoluzione	1 rideterminazione della pena	2
2020	2 ⁴	2 condanne 1 patteggiamento	1 condanna		1 rideterminazione della pena	2
2021	4 ⁵			1 condanna	1 condanna	
2022	1 ⁶	3 condanne 1 assoluzione	2 condanne 1 assoluzione	1 condanna 1 assoluzione	1 rideterminazione della pena	3
2023	4 ⁷	2 condanne 1 assoluzione 2 non luogo a procedere 2 patteggiamenti	1 assoluzione	2 condanne		1

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

II LA VIGILANZA SU EMITTENTI E SOCIETÀ DI REVISIONE

L'informativa sugli assetti proprietari

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

	comunicazioni di partecipazioni rilevanti				dichiarazioni di intenzioni ¹	comunicazioni di patti parasociali ²			
	superamento della soglia rilevante	variazione partecipazione già detenuta	riduzione entro la soglia rilevante	totale		variazioni/rinnovi	stipule	scioglimenti	totale
2017	213	214	194	621	7	66	44	24	134
2018	167	212	138	517	30	121	61	28	210
2019	154	167	136	457	31	62	39	25	126
2020 ³	341	212	166	719	41	77	47	26	150
2021	204	267	173	644 ⁴	34	99	19	52	170
2022	137	210	124	471	11	79	36	24	139
2023	149	164	114	427	19	51	28	14	93

¹ Dichiarazioni di intenzioni ricevute dal 16 ottobre 2017, ossia dall'entrata in vigore del d.l. 148/2017 (convertito con modificazioni dalla legge 172/2017, in vigore dal 6 dicembre 2017), che ha introdotto nel corpo dell'art. 120 del Tuf il comma 4-bis (cosiddetta norma anti-scorrerie o dichiarazione di intenzioni). ² Comunicazioni di patti parasociali rilevanti ai sensi dell'art. 122 del Tuf. ³ Il dato sulle partecipazioni rilevanti nel 2020 include le comunicazioni effettuate ai sensi del regime temporaneo di trasparenza rafforzata sugli assetti proprietari delle società quotate 'ad azionariato particolarmente diffuso' ai sensi delle delibere 21326 e 21327 del 9 aprile 2020. ⁴ Di cui 76 riconducibili al regime temporaneo di trasparenza rafforzata degli assetti proprietari adottato da marzo 2020 e in vigore sino al 13 aprile 2021, che, per le comunicazioni delle partecipazioni rilevanti ai sensi dell'art. 120, comma 2 del Tuf, prevedeva l'introduzione di soglie aggiuntive ridotte pari all'1% e al 3%, rispettivamente per le società PMI e non PMI ai sensi dell'art. 1 w-quarter.1 del Tuf.

Le offerte al pubblico di acquisto e di scambio

Tav. all.2 Offerte pubbliche di acquisto e/o scambio su azioni ordinarie

	offerte obbligatorie (totalitarie)			offerte volontarie		totale	di cui:				
	acquisizione controllo	consolidamento	obbligo di acquisto	totalitarie	parziali		EGM	non quotate	concorrenti	finalizzate al delisting	Ops/Opas
2017	6	--	1	7 ¹	2	16	2	--	--	9	4 ²
2018	9	--	2	7	--	18	2	3	--	11	3
2019	4	--	2	4	2	12	4	--	--	9	--
2020	2	--	5	4	2	13	--	--	--	8	2
2021	5 ³	--	--	11 ⁴	1	17	2	1	--	14	--
2022	7	--	3	11 ⁵	2	23	4	--	--	20	2 ⁶
2023	7 ⁷	--	--	11 ⁸	3	21	10	--	--	18	1

¹ L'offerta volontaria totalitaria su azioni proprie Borgosesia Spa ha riguardato azioni ordinarie e di risparmio. ² Il dato non include una Ops dichiarata decaduta. ³ L'offerta obbligatoria su azioni Guala Closures Spa era accompagnata anche da un'offerta volontaria totalitaria sui warrant. ⁴ L'offerta volontaria totalitaria su azioni CFT Spa era accompagnata anche da un'offerta volontaria totalitaria su azioni speciali e azioni a voto plurimo. ⁵ Le Opa promosse sulle azioni ordinarie di Banca di Cividale Spa e Sourcesense Spa sono state accompagnate da una offerta su warrant degli stessi emittenti; l'Opa sulle azioni ordinarie di Banca Carige Spa è stata accompagnata da una offerta su azioni di risparmio. ⁶ L'Ops Intek Group Spa è stata promossa contestualmente su azioni ordinarie, azioni di risparmio e warrant dello stesso emittente. ⁷ Le Opa promosse su Renergetica Spa, Digital360 Spa, Sebino Spa, Cover 50 Spa hanno riguardato titoli negoziati su EGM e quindi sono obbligatorie ai sensi degli statuti sociali dei citati Emittenti. ⁸ L'Opa su KME Group Spa è stata promossa contestualmente su azioni ordinarie, azioni di risparmio e warrant dello stesso emittente. Le Opa su Net Insurance Spa, Nice Footwear Spa e Reevo Spa sono state promosse contestualmente su azioni ordinarie e warrant degli stessi emittenti.

Le operazioni con parti correlate e gli organi di controllo

Tav. all.3 Documenti informativi su operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate pubblicati nel 2023 dalle società quotate italiane

tipologia di operazione	controparte			
	amministratori / società riferibili ad amministratori	controllante / soci di riferimento	controllata / collegata	totale
contratti di fornitura, servizi, sponsorizzazione, investimento	1	7	--	8
finanziamento	--	10	5	15
operazioni sul capitale	--	12	--	
trasferimento di asset	--	6	1	7
<i>totale</i>	<i>1</i>	<i>35</i>	<i>6</i>	<i>42</i>

Le società di revisione

Tav. all.4 Soggetti abilitati all'attività di revisione dei conti incaricati da enti di interesse pubblico (EIP) ed enti sottoposti a regime intermedio (ESRI)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	di cui		
							società di revisione	persone fisiche	federazioni ¹
soggetti abilitati	46	37	38	35	43	42	20	20	2
EIP ed ESRI ²	1.450	1.400	1.360	1.392	1.399	1.345			

¹ Federazioni delle Cooperative del Trentino-Alto Adige (per il tramite di otto dipendenti, abilitati alla revisione legale). ² Il dato 2023 include 742 EIP e 603 ESRI (non sono inclusi 2.397 fondi comuni di diritto italiano).

Tav. all.5 Distribuzione degli incarichi di revisione sui bilanci delle società quotate

	società di revisione legale							
	big four		società medie		società piccole		totale	
	numero incarichi	quota di mercato ¹	numero incarichi	quota di mercato ¹	numero incarichi	quota di mercato ¹	numero incarichi	quota di mercato ¹
2017	204	89	18	8	7	3	229	100
2018	202	88	18	8	9	4	229	100
2019	199	88	19	8	8	4	226	100
2020	200	91	14	6	7	3	221	100
2021	198	90	15	7	7	3	220	100
2022	191	89	16	7	9	4	216	100
2023	181	89	13	7	9	4	203	100

¹ Valori percentuali.

Tav. all.6 Tipologie di cessazione anticipata dell'incarico di revisione legale dei conti

	revoca	risoluzione consensuale	dimissioni
2017	36	67	2
2018	32	55	2
2019	93	190	--
2020	22	68	2
2021	12	87	3
2022	26	29	--
2023	14	101	6
<i>di cui:</i>			
<i>cambio del soggetto controllante</i>	--	9	--
<i>cambio del revisore del gruppo</i>	--	67	--
<i>perdita/acquisizione della status di ente di interesse pubblico</i>	14	8	--
<i>situazione sopravvenuta idonea a compromettere l'indipendenza</i>	--	3	4
<i>sopravvenuta insussistenza dell'obbligo di revisione legale per l'intervenuta carenza dei requisiti previsti dalla legge</i>	--	1	--
<i>sopravvenuta inidoneità a svolgere l'incarico per insufficienza mezzi propri</i>	--	--	1
<i>ridimensionamento attività professionale o uscita dal segmento di mercato</i>	--	6	--
<i>altro</i>	--	7	1

I dati relativi alle risoluzioni consensuali per l'anno 2023 includono, in particolare, 52 casi (su un totale di 121 cessazioni anticipate pari al 43%) connessi per la maggior parte al cambio del revisore da parte di un gruppo bancario di banche di credito cooperativo e alla conseguente attuazione della *policy* di gruppo adottata, finalizzata ad avere un unico revisore di gruppo.

Tav. all.7 Giudizi delle società di revisione sui bilanci delle società quotate in mercati regolamentati italiani

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
giudizi negativi o impossibilità di esprimere un giudizio	9	7	8	6	4	5	3
giudizi con rilievi	4	3	--	2	2	4	2
giudizi con richiami di informativa	38	20	6	8	14	15	6

Fonte: relazioni delle società di revisione pubblicate nell'anno indicato in colonna e riferite all'esercizio precedente. I dati riguardano diverse tipologie di giudizi o rilievi che possono essere riferiti anche a uno stesso emittente. I «giudizi con rilievi» riguardano significative non conformità o disaccordi sui criteri contabili, limitazioni al procedimento di revisione e incertezze significative. I «giudizi negativi» riguardano situazioni in cui gli effetti dei rilievi sono così rilevanti da compromettere l'attendibilità e la capacità informativa del bilancio. L'«impossibilità di esprimere un giudizio» si verifica per grave limitazione delle informazioni, tale da non consentire di esprimere un giudizio, ovvero in presenza di significative situazioni di incertezza, che possono incidere sull'attendibilità del bilancio o sulla continuità aziendale. I «richiami di informativa» includono la segnalazione di significative incertezze connesse alla continuità aziendale (di cui al principio di revisione n. 700).

III LA VIGILANZA SU OFFERTA AL PUBBLICO E INFORMATIVA SOCIETARIA

L'offerta al pubblico e l'ammissione alle negoziazioni di strumenti azionari

Tav. all.1.1 Vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di strumenti azionari
(numero prospetti informativi)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
ammissione alle negoziazioni di titoli azionari ¹	15	15	18	13	11	10	13
<i>di cui tramite offerta al pubblico</i>	2	--	3	3	--	--	--
aumenti di capitale in opzione ai soci ²	7	11	2	5	8	4	6
altre offerte ³	--	1	--	--	--	--	--
offerte di titoli non quotati di emittenti italiani ⁴	2	2	--	--	2	2	1
giudizi di equivalenza ⁵	3	2	--	--	--	--	--
documenti di esenzione ⁶	--	--	--	--	--	1	1
<i>totale</i>	<i>26</i>	<i>31</i>	<i>20</i>	<i>18</i>	<i>21</i>	<i>17</i>	<i>21</i>

I dati non includono i casi in cui, nel corso dell'istruttoria di approvazione del prospetto, l'emittente ha maturato la decisione di rinunciare all'obiettivo dell'ammissione a quotazione o dell'offerta al pubblico. ¹ I dati riguardano le operazioni per le quali è stata concessa nel corso dell'anno l'approvazione del prospetto di ammissione alle negoziazioni. ² Aumenti di capitale di società quotate (inclusi quelli con abbinati *warrants* e obbligazioni convertibili). ³ 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. ⁴ Sono inclusi i prospetti relativi a emittenti diffusi, a emittenti azioni non diffuse e a costituende banche; sono esclusi i prestiti obbligazionari, i *covered warrants* e *certificates* e le offerte riservate ai dipendenti. ⁵ A seguito dell'entrata in vigore del Regolamento (UE) 2017/1129 (Regolamento Prospetto), a partire dal 21 luglio 2019 non sono più emessi giudizi di equivalenza. ⁶ Si tratta di documento sottoposto ad approvazione preventiva ai sensi dell'articolo 1, paragrafo 6-bis, lettera b) del Regolamento (UE) 2017/1129.

L'offerta al pubblico e l'ammissione alle negoziazioni di strumenti non-equity

Tav. all.2 Vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di strumenti non-equity
(numero documenti)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
documenti relativi a prestiti obbligazionari	86	57	45	18	26	15	32
<i>covered warrants e certificates</i>	43	24	13	13	7	17	11
ammissione a quotazione di <i>warrants</i>	4	6	3	4	3	1	--
Oicr ¹	417	431	384	319	370	426	405
<i>totale</i>	<i>550</i>	<i>518</i>	<i>445</i>	<i>354</i>	<i>406</i>	<i>459</i>	<i>448</i>

¹ Il dato comprende le offerte al pubblico di quote di fondi comuni e di azioni di Sicav, le ammissioni a quotazione di quote di partecipazione in fondi chiusi italiani e di strumenti finanziari emessi da società di gestione di diritto estero. Il dato include anche le commercializzazioni di nuovi comparti di Oicr esteri armonizzati.

Tav. all.3 Offerte di obbligazioni, *certificates* e *covered warrants* di banche per tipologia di strumento
(prospetti domestici sottoposti al regime ordinario; valori monetari in milioni di euro)

	controvalore collocato			numero titoli offerti		
	obbligazioni	<i>certificates</i> e <i>covered warrants</i>	<i>totale</i>	obbligazioni	<i>certificates</i> e <i>covered warrants</i>	<i>totale</i>
2017	3.566	4.507	<i>8.073</i>	200	102	<i>302</i>
2018	3.706	3.926	<i>7.632</i>	103	67	<i>170</i>
2019	3.794	6.791	<i>10.585</i>	93	107	<i>200</i>
2020	472	1.749	<i>2.221</i>	41	49	<i>90</i>
2021	647	1.461	<i>2.108</i>	23	428	<i>451</i>
2022	3.084	3.245	<i>6.329</i>	31	1.056	<i>1.087</i>
2023	5.900	3.674	<i>9.574</i>	74	1.038	<i>1.112</i>

I dati si riferiscono alle offerte sottoposte al regime ordinario di cui agli artt. 94 e ss. del Tuf.

Tav. all.4 Soggetti autorizzati dalla CONSOB all'emissione di titoli di risparmio per l'economia meridionale, numero emissioni e controvalore collocato
(valori monetari in milioni di euro)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
numero soggetti autorizzati	7	4	2	1	1	2	--
numero emissioni	10	5	3	1	1	2	--
controvalore collocato	74	34	18	8	10	22	--

Con l'entrata in vigore del d.m. 1° dicembre 2011 che disciplina i titoli di risparmio per l'economia meridionale sono state dettate le misure attuative dell'art. 8 comma 4 del d.l. 70/2011. La norma mira a consentire alle banche italiane, comunitarie ed extracomunitarie, di emettere titoli di risparmio per favorire il riequilibrio territoriale dei flussi di credito per gli investimenti a medio e lungo termine delle piccole e medie imprese e per sostenere progetti etici nel Mezzogiorno. I titoli sono soggetti a un regime fiscale agevolato (aliquota sui redditi di capitale pari al 5% anziché al 20%).

Tav. all.5 Offerta al pubblico e/o ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari *non-equity* – documenti 'passaportati'

	Lussemburgo	Germania	Irlanda	Regno Unito	Francia	altri	<i>totale complessivo</i>
2018	257	93	85	47	36	9	<i>527</i>
2019	264	89	74	18	47	14	<i>506</i>
2020	256	73	92	21	47	39	<i>528</i>
2021	213	89	115	--	40	63	<i>520</i>
2022	213	110	113	--	45	64	<i>545</i>
2023	244	105	106	--	36	112	<i>603</i>

La categoria 'altri' include Olanda, Austria, Liechtenstein, Svezia ed Estonia.

Tav. all.6 KIDs notificati nel 2023 ai sensi del Regolamento PRIIPs per tipologia di prodotto

tipologia di prodotto finanziario ¹	nuovi prodotti		updates		totale notifiche	
	numero	peso ²	numero	peso ²	numero	peso ²
securities	138.154	95,6	4.855.013	95,0	4.993.167	95,0
derivatives	3.451	2,4	44.090	0,9	47.541	0,9
lbip	293	0,2	158.549	3,1	158.842	3,0
Cis	2.580	1,8	52.858	1,0	55.438	1,1
deposits	24	0,0	303	0,0	327	0,0
<i>totale</i>	<i>144.502</i>	<i>100,0</i>	<i>5.110.813</i>	<i>100,0</i>	<i>5.255.315</i>	<i>100,0</i>

¹ Le classificazioni relative alla tipologia di prodotto finanziario sono indicate nelle Istruzioni operative per la notifica del KID dei PRIIPs del 22 dicembre 2017. Nello specifico: per *securities* si intendono obbligazioni, derivati cartolarizzati e *asset backed securities*; per *derivatives* si intendono gli strumenti derivati, sia Etd sia Otc; per *lbip* si intendono gli *insurance based investment products*; per *Cis* si intendono i *collective investment schemes*; per *deposits* si intendono i depositi strutturati. ² Percentuale sul totale.

Tav. all.7 KIDs notificati nel 2023 per settore e provenienza geografica dei *manufacturer* dei PRIIPs

(numero prodotti e *updates* per tipologia di *manufacturer* con almeno un KID notificato nel 2023)

provenienza geografica	settore	numero prodotti	numero <i>updates</i>	<i>totale</i>
italiani		5.377	219.514	224.891
<i>di cui:</i>	<i>banche</i>	4.621	77.993	82.614
	<i>imprese di assicurazione</i>	242	139.264	139.506
	<i>imprese di investimento</i>	2	2	4
	<i>Sgr</i>	409	2.117	2.526
	<i>società non finanziarie</i>	103	106	209
	<i>società di gestione dei mercati</i>		32	32
esteri		139.125	4.891.299	5.030.424
<i>di cui:</i>	<i>banche</i>	118.134	3.982.562	4.100.696
	<i>imprese di assicurazione</i>	51	19.285	19.336
	<i>imprese di investimento</i>	18.769	838.711	857.480
	<i>gestori collettivi</i>	2.171	50.741	52.912
	<i>totale complessivo</i>	<i>144.502</i>	<i>5.110.813</i>	<i>5.255.315</i>

L'informazione societaria

Tav. all.8 Vigilanza sull'informativa societaria e sugli assetti proprietari

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
richieste di informazioni <i>ex art. 115 Tuf</i> ¹	539	414	394	314	366	271	268
richieste di pubblicazione di dati e notizie <i>ex art. 114 del Tuf</i>	28	19	17	33	15	18	8
esoneri e proroghe <i>ex art. 114, c. 6, Tuf</i>	--	5	4	1	4	5	2
richieste di comunicazione di dati e notizie <i>ex art. 114, c. 3, Tuf</i>	--	--	--	--	3	6	3
richieste di pubblicazione immediata di raccomandazioni in presenza di <i>rumours ex art. 69-novies, Regolamento Emittenti</i>	4	7	4	8	6	5	2
ritardo di diffusione di informazioni privilegiate, <i>ex art. 17, c. 4 e c. 5, Regolamento MAR</i>	264	362	322	323	412	401	303
lettere di richiamo	3	5	4	1	1	8	1
impugnative di bilancio	1	--	--	1	--	--	--
procedimenti di non conformità <i>ex art. 154-ter, c. 7, Tuf</i>	1	3	2	1	1	2	2
segnalazioni all'Autorità Giudiziaria	10	5	6	2	6	3	2

¹ Il dato comprende anche le richieste di informazioni sull'azionariato.

Tav. all.9 Emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
numero emittenti	56	58	58	57	52	58

Gli emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante, ai sensi dell'art. 116 del Tuf, sono definiti dall'art. 2-bis del Regolamento Emittenti, con riferimento sia alle azioni sia alle obbligazioni. Ove non diversamente indicato il dato si riferisce al 31 dicembre dell'anno.

L'informazione non finanziaria

Tav. all.10 Dichiarazioni non finanziarie (DNF) pubblicate ai sensi del d.lgs. 254/2016

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

¹ Il dato include una DNF pubblicata da società quotata su base volontaria.

IV LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI

Gli intermediari bancari e le imprese di investimento

Tav. aIV.1 Intermediari per servizi di investimento autorizzati

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<i>totale soggetti autorizzati</i>	<i>543</i>	<i>535</i>	<i>520</i>	<i>506</i>	<i>482</i>	<i>459</i>	<i>447</i>
Banche							
<i>numero soggetti autorizzati</i>	<i>473</i>	<i>468</i>	<i>452</i>	<i>442</i>	<i>418</i>	<i>398</i>	<i>386</i>
consulenza in materia di investimenti	456	419	405	405	367	378	355
negoziazione per conto proprio	338	309	296	299	274	282	265
esecuzione di ordini per conto dei clienti ¹	339	429	415	418	375	398	362
assunzione a fermo e/o collocamento sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente	152	135	131	134	120	127	114
collocamento senza impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente	453	419	407	406	367	376	355
gestione di portafogli	143	131	125	125	109	116	106
ricezione e trasmissione di ordini	463	432	417	418	377	386	366
gestione di MTF	2	2	4	3	2	2	3
<i>numero medio di servizi per soggetto</i>	<i>4,6</i>	<i>4,9</i>	<i>4,9</i>	<i>5,0</i>	<i>5,0</i>	<i>5,0</i>	<i>5,0</i>
Sim							
<i>numero soggetti autorizzati</i>	<i>70</i>	<i>67</i>	<i>68</i>	<i>64</i>	<i>64</i>	<i>61</i>	<i>61</i>
consulenza in materia di investimenti	61	57	52	52	47	47	45
negoziazione per conto proprio	14	13	15	15	15	15	16
esecuzione di ordini per conto dei clienti ¹	19	62	55	55	49	49	45
assunzione a fermo e/o collocamento sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente	5	5	5	5	5	5	5
collocamento senza impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente	39	40	38	38	32	32	36
gestione di portafogli	37	32	33	33	26	26	25
ricezione e trasmissione di ordini	36	35	36	36	35	35	39
gestione di MTF	3	3	1	1	1	1	1
<i>numero medio di servizi per soggetto</i>	<i>3,1</i>	<i>3,7</i>	<i>3,7</i>	<i>3,7</i>	<i>3,5</i>	<i>3,4</i>	<i>3,5</i>

Fonte: CONSOB e Banca d'Italia. ¹ A partire dal 2018 sono inclusi anche i soggetti autorizzati 'di diritto' a tale servizio con la limitazione operativa della sottoscrizione e compravendita di strumenti finanziari di propria emissione, così come previsto dall'art. 10, comma 7, del decreto legislativo 3 agosto 2017, n. 129.

Tav. aIV.2 Albo delle Sim

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Sim iscritte a fine anno	70	67	68	64	64	61 ¹	61
Sim iscritte nell'anno	1	3	5	4	5	3	5
Sim cancellate nell'anno	6	6	4	8	5	6	5

¹ Di cui una Sim fiduciaria dinamica.

Tav. aIV.3 Banche, Sim e imprese di investimento comunitarie con succursale
(numero di iniziative)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	di cui:		
								richieste ¹	convocazioni ²	richiami ³
banche	91	540	167	140	162	152	193	175	3	15
Sim e imprese di investimento comunitarie	37	111	53	42	20	26	46	42	1	3

¹ Richieste di dati e notizie ex art. 6-bis, comma 4, lett. a), Tuf. ² Convocazione esponenti aziendali ex art. 7, comma 1, lett. a), Tuf. ³ Richiami di attenzione art. 7, comma 1-ter, Tuf.

Le società di gestione di portali di crowdfunding

Tav. aIV.4 Il registro dei gestori di portali per l'equity crowdfunding

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 ¹
numero soggetti iscritti al registro	22	32	39	46	57	48	47
sezione ordinaria	20	30	37	45	57	48	47
sezione speciale	2	2	2	1	--	--	--

¹ Dati al 10 novembre 2023.

V L'ATTIVITÀ DI CONTRASTO ALL'ABUSIVISMO

Tav. aV.1 Materia delle istruttorie per ipotesi di abusivismo

	intermediazione	offerta al pubblico	offerta e intermediazione	crowdfunding	segnalazioni inappropriate	<i>totale</i>
2017	140	36	13	6	14	209
2018	154	38	13	2	1	208
2019	303	63	7	5	2	380
2020	285	39	10	3	11	348
2021	329	24	15	1	13	382
2022	266	20	18	5	41	350
2023	293	19	5	1	31	349

Tav. aV.2 Provvedimenti per prestazione abusiva dei servizi di investimento, offerta abusiva di prodotti finanziari e pubblicità relativa all'offerta abusiva di prodotti finanziari

	violazione delle disposizioni in tema di offerta al pubblico		violazione delle disposizioni in materia di intermediari		segnalazioni all'Autorità Giudiziaria	<i>totale provvedimenti</i>	<i>totale siti internet oscurati</i>
	sospensione cautelare ¹	divieto	comunicazione a tutela dei risparmiatori	ordine di cessazione e oscuramento ²			
2017	12	13	54	—	88	167	--
2018	12	16	9	98	136	271	--
2019	19	22	3	164	218	426	117
2020	9	11	9	185	208	422	237
2021	7	7	2	183	210	409	246
2022	7	4	4	183	199	397	215
2023	12	10	1	167	190	380	185
<i>totale</i>	<i>78</i>	<i>83</i>	<i>82</i>	<i>980</i>	<i>1.249</i>	<i>2.472</i>	<i>1.000</i>

¹ A partire dal mese di luglio 2019 la CONSOB si avvale del potere di oscurare i siti *internet* degli operatori che prestano servizi e attività di investimento in assenza di autorizzazione, destinatari dell'ordine di cessazione della condotta illecita. A partire da marzo 2020 tale potere di oscuramento è stato attribuito alla CONSOB anche in relazione ai siti *internet* mediante i quali sono svolte le abusive offerte al pubblico di prodotti finanziari che vengono sospese e vietate. Il numero dei siti *internet* oscurati risulta maggiore rispetto al numero dei riferiti provvedimenti (ordini di cessazione e sospensioni/divieti) in quanto gli stessi, in alcuni casi, sono stati assunti nei confronti di persone fisiche o giuridiche cui sono risultati riconducibili più siti *internet*.

VI L'ATTIVITÀ ISPETTIVA

L'attività ispettiva e gli accertamenti sui siti internet

Tav. aVI.1 Accertamenti ispettivi avviati e conclusi

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	di cui:			
								I trimestre	II trimestre	III trimestre	IV trimestre
ispezioni avviate	18	21	23	13	14	15	17	4	4	3	6
ispezioni concluse	18	15	24	18	11	12	20	5	1	5	9

Tav. aVI.2 Soggetti sottoposti ad accertamenti ispettivi

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
intermediari	9	12	9	7	7	8	9
società quotate	2	2	3	--	4	3	2
società di revisione	6	2	9	4	3	3	4
altro	1	5	2	2	--	1	2

La categoria 'società quotate' non include gli intermediari quotati, riportati nella categoria 'intermediari'.

Tav. aVI.3 Aree di indagine delle verifiche ispettive avviate

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
intermediari e prodotti	5	6	7	7	5	5	6
emittenti e società di revisione	3	7	6	2	4	4	5
mercati	--	3	2	--	1	2	--
altro	10	6	8	4	4	4	6

Nel 2022 le indagini hanno riguardato in cinque casi il rispetto delle regole di condotta contenute nel Tuf da parte di intermediari; in quattro casi verifiche in materia di informativa contabile, assetti proprietari, operazioni con parti correlate, nonché delle modalità di svolgimento dei lavori di revisione contabile relativi a bilanci su emittenti quotati; in due casi verifiche sui presidi relativi alla riservatezza delle informazioni privilegiate, sui sistemi per il rilevamento di operazioni sospette di costituire abusi di mercato nonché sul rispetto degli obblighi di *transaction reporting*; in due casi verifiche sul rispetto della normativa in materia di presidi anticiriclaggio (una delle quali su richiesta dalla Banca d'Italia); in un caso il rispetto della disciplina riferita ai fornitori di servizi di *crowdfunding*; in un caso una verifica richiesta dalla Banca d'Italia in materia di rispetto della normativa contenuta nel Tuf di sua competenza.

Tav. aVI.4 Accertamenti su siti internet in materia di abusivismo

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
accertamenti svolti	271	276	427	397	414	420	406
siti web analizzati	530	555	846	778	935	807	822

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

Tav. aVI.5 Soggetti sottoposti a verifiche ispettive in materia di anticiriclaggio

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
società di revisione	5	--	6	2	3	1	3
Sim o Sgr	2	2	1	--	1	1	--

VII LE ALTRE ATTIVITÀ DI TUTELA DELL'INVESTITORE

La gestione degli esposti

Tav. aVII.1 Esposti

(numero esposti a fine anno)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022 ¹	2023
ricevuti	2.287	2.866	2.838	2.778	2.574	2.742	2.713
procedibili	1.948	2.510	2.491	2.465	2.332	2.535	2.490

¹ Il dato relativo agli esposti ricevuti include quelli la cui procedibilità è in corso di valutazione. Sono considerati 'improcedibili' gli esposti: i) da cui non siano desumibili i soggetti vigilati, i fatti oggetto di doglianza e, in generale, elementi utili ai fini dell'attività di vigilanza della CONSOB; ii) dai quali non siano ravvisabili ipotesi di violazione di norme specifiche; iii) riguardanti soggetti o materie non rientranti nella competenza della CONSOB. Tre soli degli esposti ricevuti nel 2021 sono classificabili come 'qualificati', in quanto inoltrati a norma degli artt. 4-undecies e 4-duodecimes del Tuf (*whistleblowing*) ai sensi della Direttiva di esecuzione (UE) 2015/2392 relativa al Regolamento MAR.

Tav. aVII.2 Esposti procedibili per soggetto coinvolto e oggetto della segnalazione

soggetti coinvolti

	banche	soggetti non autorizzati	emittenti	consulenti	società di revisione	Sim	altro	<i>totale</i>
2017	1.150	493	388	81	147	133	132	<i>2.524</i>
2018	1.517	629	242	64	54	158	192	<i>2.856</i>
2019	1.431	852	244	27	10	50	387	<i>3.001</i>
2020	983	758	348	17	--	219	233	<i>2.558</i>
2021	865	1.138	89	4	3	16	21	<i>2.136</i>
2022	813	1.342	165	27	1	160	132	<i>2.640</i>
2023	865	1.248	148	4	1	132	123	<i>2.521</i>

oggetto degli esposti

	prestazione servizi di investimento	abusivismi finanziari	piattaforme negoziazione	condotte consulenti	revisione contabile	<i>governance e informativa societaria</i>	altro	<i>totale</i>
2017	1.294	507	107	78	226	350	267	<i>2.829</i>
2018	1.545	634	128	73	67	173	326	<i>2.946</i>
2019	1.382	854	113	41	15	155	440	<i>3.000</i>
2020	1.213	772	404	16	--	117	25	<i>2.547</i>
2021	926	1.148	58	2	3	71	61	<i>2.269</i>
2022	842	1.352	115	10	4	110	268	<i>2.701</i>
2023	761	1.257	95	13	2	108	337	<i>2.573</i>

Il numero complessivo degli esposti può superare il numero totale degli esposti procedibili ricevuti a causa della riferibilità di ciascun esposto a più soggetti e/o a più oggetti. Con riferimento ai soggetti coinvolti, la categoria 'società quotate e altri emittenti' include anche: emittenti di titoli diffusi, emittenti esteri di strumenti finanziari quotati in Italia ed emittenti di strumenti negoziati in sistemi multilaterali di negoziazione; la categoria 'Sim' include le società fiduciarie e le imprese di investimento comunitarie con e senza succursale; la categoria 'altro' include: imprese di assicurazione, Sgr, società di gestione di mercati regolamentati, società non più quotate, gestori collettivi esteri, offerenti, gestori di piattaforme di *equity crowdfunding*. Con riferimento all'oggetto degli esposti, la categoria 'abusivismi finanziari', introdotta a partire da gennaio 2015, include la prestazione abusiva di servizi di investimento, in precedenza compresa nella categoria 'prestazione servizi d'investimento', e le offerte abusive, in precedenza incluse nella categoria 'altro', tra gli esposti riferiti alle offerte al pubblico di sottoscrizione e vendita. La categoria 'altro' include gli esposti riferiti a: operazioni societarie straordinarie, procedure amministrative degli intermediari, offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita, offerta al pubblico di acquisto e/o scambio, gestione accentrata e dematerializzazione, *equity crowdfunding*.

L'attività dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie

Tav. aVII.3 Ricorsi ricevuti dall'Arbitro per le Controversie Finanziarie

	totale ricorsi ricevuti		ricorsi ricevuti da residenti per area geografica ¹			
		di cui procedibili	Nord	Centro	Sud e Isole	totale
2017	1.839	1.468	1.184	301	345	1.830
2018	1.824	1.404	677	440	699	1.816
2019	1.678	1.406	542	380	748	1.670
2020	1.772	1.534	657	314	791	1.762
2021	1.582	1.355	674	294	601	1.569
2022	1.116	797	461	190	456	1.107
2023	963	729	444	197	301	942

Fonte: Arbitro per le Controversie Finanziarie. ¹ Il dato non include i ricorsi presentati da soggetti residenti all'estero.

Tav. aVII.4 Intermediari coinvolti nei ricorsi ricevuti dall'Arbitro per le Controversie Finanziarie

	banche	Sgr	Sim	imprese assicurazioni	imprese investimento comunitarie	consulenti ¹	altro ²	totale
2017	87	11	4	1	3	--	--	106
2018	71	10	4	1	2	--	--	88
2019	75	8	5	--	5	--	--	93
2020	68	11	7	--	3	--	--	89
2021	66	9	7	--	3	1	3	89
2022	61	7	3	--	2	1	1	75
2023	67	10	6	--	1	--	2	86

Fonte: Arbitro per le Controversie Finanziarie. ¹ Il dato include sia i consulenti finanziari autonomi sia le società di consulenza finanziaria. ² Il dato include sia i gestori di portali di *crowdfunding* sia le società di gestione del risparmio UE.

VIII L'ATTIVITÀ SANZIONATORIA

I provvedimenti sanzionatori

Tav. aVIII.1 Sanzioni pecuniarie irrogate dalla CONSOB

(valori monetari in milioni di euro)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
prestazione di servizi di investimento	11,8	6,6	1,6	0,9	0,8	0,3	0,08
offerta al pubblico e informativa societaria ¹	11,0	5,2	4,5	2,7	5,2	1,9	1,3
abusi di mercato	4,0	10,4	4,3	8,8	1,1	2,9	1,5
disciplina MAR	—	—	—	0,3	0,8	0,1	0,5
disciplina EMIR	—	—	—	..	0,1	0,1	0,06
<i>totale</i>	<i>26,8</i>	<i>22,2</i>	<i>10,4</i>	<i>12,7</i>	<i>8,0</i>	<i>5,2</i>	<i>3,4</i>
<i>numero soggetti sanzionati</i>	<i>601</i>	<i>418</i>	<i>88</i>	<i>109</i>	<i>109</i>	<i>65</i>	<i>66</i>

I dati includono i provvedimenti cautelari nei confronti dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede sino al 30 novembre 2018, data in cui le relative competenze sono state trasferite in capo all'Organismo di vigilanza e tenuta dell'Albo unico dei consulenti finanziari a seguito della delibera 20704 del 15 novembre 2018. I dati non includono i casi di offerta abusiva, *short selling* e *crowdfunding* nonché le persone giuridiche che rispondono in solido con gli autori delle violazioni in materia di abusi di mercato né i soggetti a cui, dal 2019, è stata applicata la misura amministrativa sanzionatoria della 'dichiarazione pubblica'. Nel 2022 ai soggetti sanzionati si aggiungono due persone giuridiche responsabili in solido con gli autori delle violazioni in materia di abusi di mercato. ¹ Include le sanzioni irrogate per violazioni della disciplina in materia di partecipazioni rilevanti e patti parasociali, revisione legale, responsabilità degli organi di controllo.

Tav. aVIII.2 Provvedimenti sanzionatori per violazioni di norme in materia di abusi di mercato

(valori monetari in milioni di euro)

	numero casi	numero soggetti sanzionati ¹	enti responsabili in solido	importo sanzioni	importo confische	n. soggetti interessati da pene accessorie	pene accessorie (mesi)
2017	6	16	1	4,0	1,2	12	112
2018	11	53	4	10,4	9,6	51	492
2019	11	25	3	4,3	0,8	22	254
2020	6	60	7	8,8	1,1	57	473
2021	4	11	3	1,1	..	9	88
2022	3	25	3	2,9	0,4	24	243
2023	7	32	2	1,5	0,4	30	153
<i>di cui:</i>							
<i>abuso informazioni privilegiate</i>	5	29	1	1,4	0,4	28	142
<i>manipolazione</i>	2	3	1	0,1	..	2	11

L'abuso e la comunicazione illecita di informazioni privilegiate sono sanzionati ai sensi degli artt. 187-bis, quater, quinquies e sexies del Tuf; la manipolazione del mercato è sanzionata ai sensi degli artt. 187-ter, quater, quinquies e sexies del Tuf. ¹ Il numero di soggetti sanzionati nel 2016 per abuso di informazioni privilegiate comprende i soggetti sanzionati ai sensi dell'art. 187-bis; il dato sulla manipolazione del mercato comprende i soggetti sanzionati ai sensi degli artt. 187-ter del Tuf (otto persone fisiche) e 187-quinquies del Tuf (tre persone giuridiche). Il dato del 2017 comprende i soggetti sanzionati ai sensi degli artt. 187-bis, 187-ter del Tuf (tredici persone fisiche) e 187-quinquies del Tuf (tre persone giuridiche). Il dato del 2018 comprende i soggetti sanzionati ai sensi degli artt. 187-bis, 187-ter del Tuf (cinquantuno persone fisiche) e 187-quinquies (due persone giuridiche). Il dato del 2019 comprende soggetti sanzionati ai sensi degli artt. 187-bis, 187-ter del Tuf (ventitré persone fisiche) e 187-quinquies (due persone giuridiche). Il dato del 2020 comprende i soggetti sanzionati ai sensi degli artt. 187-bis e 187-ter del Tuf (cinquantasette persone fisiche) e 187-quinquies (tre persone giuridiche); due di questi enti si configurano anche come enti responsabili in solido in quanto contestualmente coobbligati con gli autori della violazione. Il dato del 2021 comprende i soggetti sanzionati ai sensi degli artt. 187-bis e 187-ter del Tuf (nove persone fisiche) e 187-quinquies del Tuf (due persone giuridiche); tre enti (di cui due enti sanzionati anche ai sensi dell'art. 187-quinquies del Tuf) si configurano anche come enti responsabili in solido in quanto coobbligati con gli autori della violazione. Il dato del 2022 comprende i soggetti sanzionati ai sensi degli artt. 187-bis e 187-ter del Tuf (24 persone fisiche) e 187-quinquies del Tuf (una persona giuridica); tre enti (di cui uno sanzionato anche ai sensi dell'art. 187-quinquies del Tuf) si configurano anche come enti responsabili in solido con gli autori delle violazioni. Il dato del 2023 comprende i soggetti sanzionati ai sensi degli artt. 187-bis e 187-ter del Tuf (30 persone fisiche) e 187-quinquies del Tuf, due persone giuridiche, le quali si configurano anche come enti responsabili in solido con gli autori delle violazioni.

Tav. aVIII.3 Provvedimenti sanzionatori per violazioni del Regolamento MAR

(valori monetari in milioni di euro)

		numero casi	numero soggetti sanzionati	importo delle sanzioni	misure amministrative ¹
operazioni sospette (ex art. 16)	2021	2	2	0,1	--
	2022	--	--	--	--
	2023	1	1	0,1	--
comunicazione informazioni privilegiate e tenuta elenchi persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate (ex artt. 17 e 18)	2021	5	5	0,3	--
	2022	3	3	0,06	--
	2023	3	3	0,2	--
internal dealing (ex art. 19)	2021	8	8	0,1	7
	2022	--	--	--	--
	2023	1	1	--	1
raccomandazioni di investimento (ex art. 20)	2021	1	1	0,3	--
	2022	--	--	--	--
	2023	1	3	0,2	--
<i>totale</i>	2021	<i>16</i>	<i>16</i>	<i>0,8</i>	<i>7</i>
	2022	<i>3</i>	<i>3</i>	<i>0,06</i>	<i>--</i>
	2023 ²	<i>6</i>	<i>8</i>	<i>0,5</i>	<i>1</i>

L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ¹ Le misure amministrative possono includere, tra le altre: l'ingiunzione diretta al soggetto responsabile della violazione di porre termine alla condotta in questione e di non reiterarla; l'avvertimento pubblico che indica il responsabile della violazione e la natura della stessa; la revoca o sospensione dell'autorizzazione di una società di investimento; l'interdizione temporanea o permanente, nei confronti di chiunque eserciti responsabilità di direzione in una società di investimento o di qualsiasi altra persona fisica ritenuta responsabile della violazione, dall'esercizio di funzioni dirigenziali in società di investimento. ² Nel 2023, nell'ambito di un provvedimento adottato nei confronti di una società per violazione dell'art. 20, sono state applicate anche due sanzioni interdittive accessorie per la durata di tre mesi e due mesi nei confronti dell'amministratore delegato e del suo socio della medesima società.

Tav. aVIII.4 Sanzioni pecuniarie irrogate nei confronti di intermediari mobiliari

(valori monetari in milioni di euro)

	numero intermediari coinvolti ¹				numero soggetti sanzionati				importo delle sanzioni				pene accessorie (mesi) ²
	banche	Sim	Sgr	totale	banche	Sim	Sgr	totale	banche	Sim	Sgr	totale	
2017	9	5	1	15	224	47	11	282	11,0	0,7	0,1	11,8	--
2018	9	2	2	13	154	1	20	175	4,2	0,2	2,2	6,6	273
2019	4	--	2	6	24	--	6	30	1,3	--	0,2	1,6	--
2020	3	1	3	7	6	1	5	12	0,4	0,1	0,5	0,9	6
2021	1	2	1	4	1	6	2	9	..	0,6	0,1	0,8	48
2022	2	--	--	2	12	--	--	12	0,3	--	--	0,3	--
2023 ³	1	--	1	2	2	--	2	4	..	--	..	0,1	--

L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ¹ Il dato relativo alle Sim include: due imprese di investimento di diritto estero nel 2016; un'impresa di investimento di diritto estero e una succursale italiana di un'impresa di investimento di diritto estero nel 2017. A partire dal 2019 il numero di soggetti sanzionati comprende non solo le persone fisiche (24 per il 2019, cinque per il 2020 e cinque per il 2021), ma anche gli enti (sei per il 2019, sette per il 2020 e quattro per il 2021), in quanto, in applicazione delle nuove norme di matrice eurounitaria introdotte in recepimento della CRD IV in tema di imputabilità soggettiva della violazione, è prevista la responsabilità diretta dell'ente (e non, come in precedenza, la responsabilità solidale), rendendo l'ente destinatario in via principale della contestazione. Nel 2021 nei confronti di tre dei nove esponenti aziendali sanzionati è stata altresì applicata la sanzione accessoria della interdizione dallo svolgimento di funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso intermediari autorizzati per un totale di mesi quarantotto. ² Sanzioni amministrative accessorie ex art. 190-bis, comma 3, Tuf. ³ Oltre ai soggetti indicati in tavola, nel 2023, sono state sanzionate anche: i) una persona fisica in qualità di responsabile della succursale italiana di una società di investimento di diritto cipriota, nei cui confronti sono state irrogate una sanzione amministrativa pecuniaria pari a euro 120 mila e la sanzione accessoria dell'interdizione dallo svolgimento di funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso soggetti autorizzati o presso fondi pensione per un periodo di 18 mesi; ii) una società con succursale italiana di gestione dei fondi di investimento alternativi (Gefia) di diritto maltese nei cui confronti è stata adottata una sanzione amministrativa pecuniaria pari a euro 75 mila.

Tav. aVIII.5 Sanzioni amministrative irrogate per violazioni della disciplina in materia di emittenti e di informativa societaria e finanziaria

(valori monetari in milioni di euro)

	offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita	Opa	informativa societaria e finanziaria	partecipazioni rilevanti e patti parasociali	revisione legale	responsabilità organi di controllo	<i>totale</i>
numero casi							
2017	18	--	16	5	5	4	<i>48</i>
2018	21	1	1	1	6	3	<i>33</i>
2019	14	--	1	1	--	--	<i>16</i>
2020	15	--	1	2	5	1	<i>24</i>
2021	16	--	4	--	12	--	<i>32</i>
2022	1	--	2	2	5	2	<i>12</i>
2023	3	--	3	2	4	--	<i>12</i>
numero soggetti sanzionati							
2017	160	--	16	5	5	11	<i>197</i>
2018	50	1	1	4	6	8	<i>70</i>
2019	31	--	1	1	--	--	<i>33</i>
2020	18	--	1	3	6	3	<i>31</i>
2021	20	--	11	--	39	--	<i>70</i>
2022	1	--	3	3	8	9	<i>24</i>
2023	4	--	3	2	12	--	<i>21</i>
importo delle sanzioni							
2017	7,8	--	1,9	0,4	0,6	0,3	<i>11,0</i>
2018	3,3	...	0,2	0,3	1,1	0,3	<i>5,2</i>
2019	4,4	--	0,1	0,1	--	--	<i>4,5</i>
2020	1,5	--	0,1	0,2	0,8	0,1	<i>2,7</i>
2021	2,6	--	0,5	--	2,1	--	<i>5,2</i>
2022	0,3	--	0,08	0,07	0,8	0,6	<i>1,9</i>
2023	0,4	--	0,1	0,03	0,8	--	<i>1,3</i>

La mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. La tavola non riporta: i procedimenti sanzionatori estinti anticipatamente stante il ricorso dei soggetti interessati alla facoltà del pagamento in misura ridotta; i soggetti a cui sono state irrogate sanzioni interdittive accessorie; i soggetti a cui, dal 2019, è stata applicata la misura amministrativa sanzionatoria della 'dichiarazione pubblica'. Nel 2021, in aggiunta alla sanzione amministrativa pecuniaria, nell'ambito delle violazioni in materia di offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita, nei confronti dell'esponente di un emittente è stata applicata anche la sanzione interdittiva accessoria per mesi due.

IX LE ATTIVITÀ DI SUPPORTO

La gestione finanziaria

Tav. aIX.1 Schema riassuntivo delle spese e delle entrate

(dati consuntivi; milioni di euro)

voci	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 ¹
spese correnti							
spese per il personale e per i componenti la Commissione	92,9	98,0	105,4	110,1	112,6	126,5	135,6
imposte e tasse	6,0	6,3	6,9	6,5	6,9	8,2	9,9
spese per acquisizione di beni e servizi	13,3	14,2	15,6	13,8	17,6	19,0	21,3
oneri per ripristino e ampliamento immobilizzazioni e altri accantonamenti	14,6	42,7	32,6	29,3	24,8	20,1	18,4
spese non classificabili	0,8	1,2	1,3	0,9	1,1	0,9	0,9
<i>totale spese correnti</i>	<i>127,6</i>	<i>162,4</i>	<i>161,8</i>	<i>160,6</i>	<i>163,0</i>	<i>174,7</i>	<i>186,1</i>
spese in conto capitale							
	4,1	2,5	2,4	3,5	2,3	2,0	1,7
<i>totale spese</i>	<i>131,7</i>	<i>164,9</i>	<i>164,2</i>	<i>164,1</i>	<i>165,3</i>	<i>176,7</i>	<i>187,8</i>
avanzo di amministrazione²							
	12,1	5,5	25,6	8,3	9,4	1,5	1,9
trasferimenti dallo Stato	0,2	25,3 ³	0,3	0,3	5,3	5,3	5,3
entrate da contributi di vigilanza	111,6	148,0	130,6	135,6	122,0	134,0	151,4
entrate diverse	13,4	11,8	14,3	28,7	26,0	37,8	29,2
<i>totale entrate</i>	<i>137,3</i>	<i>190,6</i>	<i>170,8</i>	<i>172,9</i>	<i>162,7</i>	<i>178,6</i>	<i>187,8</i>

¹ Dati provvisori di consuntivo. ² L'avanzo è dato dalla differenza tra il totale delle entrate e il totale delle spese nonché dalle differenze derivanti dalla gestione dei residui attivi e passivi e dall'importo confluito nel Fondo pluriennale vincolato. L'avanzo 2023, comprensivo come detto dell'importo del Fondo pluriennale vincolato, è riportato tra le entrate 2024.

Tav. aIX.2 Contribuzioni per categoria di soggetti vigilati

(dati consuntivi; milioni di euro)

	Sim e agenti di cambio	banche	società di revisione e revisori legali	consulenti finanziari	organismi di mercato ¹	emittenti	Oicr ²	soggetti che sollecitano il pubblico risparmio	altri	<i>totale entrate contributive</i>
2017	2,9	21,1	13,0	5,5	5,5	29,3	15,0	15,9	3,4	<i>111,6</i>
2018	3,4	25,5	16,5	5,5	6,5	38,3	20,2	29,7	2,4	<i>148,0</i>
2019	3,6	24,1	15,3	—	7,0	37,1	17,7	21,8	4,0	<i>130,6</i>
2020	3,6	24,3	15,9	—	7,3	36,7	18,9	23,8	5,1	<i>135,6</i>
2021	3,4	23,7	15,8	—	7,3	36,7	19,3	11,7	4,1	<i>122,0</i>
2022	4,3	23,6	15,6	—	6,9	37,6	18,7	20,7	6,6	<i>134,0</i>
2023	5,8	28,7	15,9	—	9,3	39,1	25,2	23,0	4,4	<i>151,4</i>

¹ Tale categoria comprende Borsa Italiana Spa, Mts Spa, Cassa di compensazione e garanzia Spa, Monte Titoli Spa e Organismo dei consulenti finanziari. ² Incluso il contributo di vigilanza per le gestioni individuali curate dalle Sgr.

La gestione delle risorse umane e l'acquisizione e gestione di beni e servizi

Tav. aIX.3 Il personale

(dati al 31 dicembre)

	dipendenti di ruolo				dipendenti a tempo determinato ¹	totale
	carriera direttiva	carriera operativa	carriera dei servizi generali	totale		
2017	429	159	14	602	7	609
2018	446	203	12	661	3	664
2019	438	212	11	661	9	670
2020	433	212	11	656	9	665

	dipendenti di ruolo			dipendenti a tempo determinato ¹	totale
	area manageriale e alte professionalità	area operativa	totale		
2021	557	92	649	11	660
2022	548	89	637	13	650
2023	558	94	652	17	669

L'articolazione del personale è stata modificata nel 2021 dalla Riforma delle carriere introdotta dal nuovo Regolamento del personale. A seguito della Riforma delle carriere, nell'area manageriale e alte professionalità sono confluiti 114 dipendenti appartenenti alla previgente carriera operativa per effetto dell'inquadramento straordinario nel segmento professionale di esperto; nell'area operativa sono confluiti i dipendenti appartenenti alla previgente carriera dei servizi generali. ¹ Il dato include il personale distaccato da altre amministrazioni.

Tav. aIX.4 Distribuzione del personale per qualifica e area organizzativa

(dati al 31 dicembre 2023)

unità organizzativa	segmento professionale				totale
	direttori centrali/direttori (e dirigenti apicali)	consiglieri	esperti	altro ¹	
Direzione Generale	3	10	2	12	27
Segretario Generale	2	5	--	1	8
Funzionario Generale	--	--	--	--	--
Consulenza Legale	9	22	4	3	38
Uffici non coordinati nell'ambito di Divisioni ²	9	62	13	17	101
Divisioni					
vigilanza ³	41	202	78	22	343
supporto ⁴	16	55	37	44	152
<i>totale</i>	<i>80</i>	<i>356</i>	<i>134</i>	<i>99</i>	<i>669</i>

I dipendenti a tempo determinato sono distribuiti nelle qualifiche secondo la relativa equiparazione. Alla data del 31 dicembre 2023 risultavano presenti tre dipendenti distaccati da altre amministrazioni. ¹ La voce 'altro' è costituita dal personale dell'Area Operativa. ² Tra gli Uffici non coordinati nell'ambito delle Divisioni è ricompreso l'Ufficio di Segreteria Tecnica dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie, con un organico di 23 risorse, composto da un dirigente, 16 consiglieri, quattro esperti e due operativi. ³ Le unità di vigilanza comprendono le Divisioni: Informazione Emittenti, Corporate Governance, Mercati, Intermediari, Ispettorato, Strategie Regolamentari, Tutela del Consumatore. ⁴ Le unità di supporto comprendono le Divisioni: Studi, Amministrazione e Infrastrutture Informative.

Le relazioni con l'esterno

Tav. aIX.5 Accessi alle pagine del sito internet
(migliaia di accessi)

pagine	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
home page (novità)	1.347	1.759	1.478	1.552	1.320	1.196	1.005
per i risparmiatori	833	888	684	714	643	508	686
per i soggetti vigilati	413	443	342	301	280	216	225
per i giornalisti	10	10	12	22	37	43	33
la CONSOB	852	949	1.034	1.019	704	1.063	893
emittenti	1.382	2.596	3.089	3.583	3.529	3.888	2.683
intermediari e mercati	1.200	2.000	2.880	3.389	3.570	3.450	4.485
decisioni della CONSOB/Bollettino	732	863	903	840	1.675	1.629	1.564
regolamentazione	1.621	1.567	1.223	1.175	952	833	825
pubblicazioni e comunicati	404	400	616	702	950	1.364	1.214
altri siti	14	19	8	6	5	3	3
aiuto e mappa del sito	42	40	36	30	25	21	15
versione in lingua inglese	473	1.169	1.718	1.975	1.243	962	1.356
Autorità trasparente	255	182	130	94	99	127	90

Fonte: elaborazioni su dati Google Analytics.

Tav. aIX.6 Richieste scritte di documentazione e informazioni relative all'attività della CONSOB

	richiedenti			oggetto della richiesta				totale
	investitori e operatori istituzionali	risparmiatori, studenti e altri soggetti	totale	delibere, comunicazioni, prospetti	testi integrati di leggi e regolamenti	dati e informazioni	altro	
2017	591	1.410	2.001	221	250	1.110	420	2.001
2018	880	1.520	2.400	240	235	1.515	410	2.400
2019	595	1.403	1.998	251	210	1.122	415	1.998
2020	650	1.530	2.180	245	198	1.417	320	2.180
2021	654	1.666	2.320	248	190	1.450	432	2.320
2022	560	1.940	2.500	140	186	1.490	594	2.410
2023	650	2.150	2.800	150	120	2.400	130	2.800

X L'ATTIVITÀ INTERNAZIONALE

L'attività in ambito internazionale

Tav. aX.1 Scambio di informazioni fra la CONSOB e le autorità di vigilanza estere

oggetto	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<i>richieste di informazioni ad autorità estere</i>							
abuso di informazione privilegiata	56	15	17	26	38	19	29
manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	10	9	4	18	9	3	3
sollecitazione e attività di intermediazione abusive	26	28	20	24	16	16	20
trasparenza e informativa societaria	23	20	21	17	12	9	15
partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	--	--	2	--	--	--
requisiti di onorabilità e professionalità	2	1	8	7	62	14	14
violazione regole di condotta	2	--	5	1	2	3	1
vendite allo scoperto	1	--	1	1	--	--	6
richieste dirette a <i>remote member</i> ai sensi art. 80 MiFID II (ex art. 57 MiFID)	38	10	--	4	2	--	--
prestazione di servizi di investimento <i>cross border</i>	11	17	9	58	33	6	10
richieste in materia di audit	--	--	1	--	--	--	--
<i>totale</i>	<i>169</i>	<i>100</i>	<i>86</i>	<i>158</i>	<i>174</i>	<i>70</i>	<i>98</i>
<i>segnalazioni ad autorità estere¹</i>							
<i>totale</i>	<i>90</i>	<i>36</i>	<i>44</i>	<i>43</i>	<i>49</i>	<i>137</i>	<i>111</i>
<i>richieste di informazioni da autorità estere</i>							
abuso di informazione privilegiata	23	3	7	7	4	6	7
manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	1	1	3	6	--	3	7
sollecitazione e attività di intermediazione abusive	2	2	4	8	5	5	3
trasparenza e informativa societaria	--	1	1	1	--	--	--
partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	--	2	--	--	--	--
requisiti di onorabilità e professionalità	44	45	32	31	32	41	26
violazione regole di condotta	--	--	--	--	3	--	--
vendite allo scoperto	1	--	--	--	--	--	--
richieste dirette a <i>remote member</i> ai sensi art. 80 MiFID II (ex art. 57 MiFID)	--	--	--	--	--	--	--
prestazione di servizi di investimento <i>cross border</i>	--	--	--	--	--	--	1
richieste in materia di audit	--	15	12	7	3	3	14
<i>totale</i>	<i>71</i>	<i>67</i>	<i>61</i>	<i>60</i>	<i>47</i>	<i>58</i>	<i>58</i>
<i>segnalazioni da autorità estere¹</i>							
<i>totale²</i>	<i>101</i>	<i>144</i>	<i>104</i>	<i>206</i>	<i>156</i>	<i>193</i>	<i>163</i>

¹ Segnalazioni su iniziativa autonoma quali ad esempio la trasmissione di segnalazioni di operazioni sospette e la trasmissione di esposti. ² Dal 2020 il dato include sia le segnalazioni da autorità estere sia le *market observations* di cui alla Tav. al.12.

XI IL RECEPIMENTO DELLA NORMATIVA EUROPEA E L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE

Le modifiche alla normativa primaria

Tav. aXI.1 Interventi sulla normativa primaria in recepimento della normativa europea nel 2023

area tematica	intervento CONSOB
LDE 2021 Regolamento CCP-RR	La CONSOB ha fornito supporto al MEF per la definizione del decreto legislativo 6 dicembre 2023, n. 224, di adeguamento della normativa nazionale al Regolamento (UE) 2021/23 del 16 dicembre 2020, relativo a un quadro di risanamento e risoluzione delle controparti centrali (Regolamento CCP-RR). Il decreto è principalmente dedicato a regolare, a livello nazionale, peculiari aspetti della disciplina di risoluzione dettata dall'atto europeo, concernenti ad esempio, i poteri e le funzioni delle autorità coinvolte nella fase di risoluzione, nonché la relativa procedura. Il decreto, in particolare, designa la Banca d'Italia quale unica autorità di risoluzione per le CCP italiane e introduce una puntuale declinazione delle specifiche attribuzioni di Banca d'Italia e CONSOB, quali autorità competenti per la vigilanza delle CCP.
LDE 2021 Regolamento Cartolarizzazioni	L'Istituto ha prestato attività di supporto al MEF riguardo la predisposizione del decreto legislativo 6 dicembre 2023, n. 204, di adeguamento alle disposizioni del Regolamento (UE) 2021/557, il quale modifica il Regolamento (UE) 2017/2402 (Regolamento Cartolarizzazioni) introducendo norme specifiche per le cartolarizzazioni di <i>non-performing exposure</i> , nonché la possibilità di ottenere la certificazione STS (ossia Semplice, Trasparente e Standardizzata) anche per le cartolarizzazioni sintetiche ove ricorrano le condizioni stabilite dal Regolamento Cartolarizzazioni. Il decreto, nell'adeguare le previsioni contenute nel Tuf in materia di cartolarizzazioni alle nuove competenze sulle STS sintetiche, conferma il riparto di competenze definito dal Regolamento Cartolarizzazioni, assegnando alla CONSOB la vigilanza sulle cartolarizzazioni STS sintetiche.
LDE 2021 CERS	È stato fornito supporto al MEF per la definizione del decreto legislativo 7 dicembre 2023, n. 207, con il quale è stato istituito il Comitato per le politiche macroprudenziali, quale autorità indipendente designata ai sensi della raccomandazione CERS/2011/3 del Comitato europeo per il rischio sistemico del 22 dicembre 2011 per la conduzione delle politiche macroprudenziali. Coerentemente con l'obiettivo della vigilanza macroprudenziale, al Comitato è stato affidato l'obiettivo di perseguire la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso, nonché la prevenzione e il contrasto dei rischi sistemici. Al Comitato partecipano il Governatore della Banca d'Italia, che lo presiede, il Presidente della CONSOB, il Presidente dell'IVASS e il Presidente della COVIP.
LDE 2021 Regolamento Benchmark	Con l'emanazione del decreto legislativo 7 dicembre 2023, n. 207 l'ordinamento nazionale è stato adeguato al Regolamento (UE) 2021/168, che modifica il Regolamento (UE) 2016/1011 (Regolamento Benchmark) per quanto riguarda l'esenzione di taluni indici di riferimento per valuta estera a pronti di paesi terzi e la designazione di sostituti di determinati indici di riferimento in via di cessazione. Il citato decreto ha modificato, tra l'altro, l'articolo 4- <i>septies</i> .1 del Tuf, designando il Comitato per le politiche macroprudenziali quale autorità competente a valutare l'adeguatezza della cosiddetta clausola di <i>fallback</i> , ossia la clausola contrattuale di riserva che trova applicazione in caso di cessazione definitiva di un indice di riferimento. In particolare, il Comitato per le politiche macroprudenziali è chiamato a valutare se una clausola di riserva originariamente convenuta non rispecchi più, oppure rispecchi con differenze significative, il mercato o la realtà economica che l'indice di riferimento in via di cessazione intendeva misurare e se l'applicazione di tale clausola possa costituire una minaccia per la stabilità finanziaria. Si segnala, peraltro, che con il medesimo decreto sono state introdotte delle modifiche nel Testo Unico Bancario sulle disposizioni applicabili in caso di variazione sostanziale o cessazione di un indice di riferimento.
Legge 21/2024	Nel corso del 2023 particolare rilevanza ha assunto l'attività di supporto al MEF nell'ambito dei lavori volti a individuare proposte legislative a sostegno della competitività dei capitali, proposte poi confluite nel disegno di legge <i>Interventi a sostegno della competitività dei capitali e delega al Governo per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti</i> (cosiddetto DDL Capitali). L'iniziativa legislativa, approvata in via definitiva a febbraio 2024 e divenuta legge 5 marzo 2024, n. 21, introduce delle modifiche al Tuf con l'obiettivo di modernizzare e rendere più efficienti i mercati dei capitali, sostenere l'accesso delle piccole e medie imprese ai mercati dei capitali, promuovere l'innovazione e l'internalizzazione dei mercati dei capitali e rafforzare le tutele per gli investitori. Con riguardo a tale processo legislativo l'Istituto è stato coinvolto, a più riprese, anche in relazione ai lavori parlamentari. Le disposizioni contenute nel provvedimento attribuiscono al Governo una delega per la riforma organica del Tuf, per quanto attiene alle disposizioni in materia di mercati dei capitali e di società di capitali quotate.
LDE 2022/2023	L'Istituto ha prestato supporto al MEF per la definizione dei criteri di delega al Governo, contenuti nella legge 21 febbraio 2024, n. 15 (Legge di delegazione europea 2022-2023), per il recepimento della Direttiva (UE) 2022/2464 sulla rendicontazione di sostenibilità (CSRD), del Regolamento (UE) 2023/1114, sui mercati delle crypto-attività (MiCAR) e del Regolamento (UE) 2023/1113 riguardante i dati informativi su trasferimenti di fondi e determinate crypto-attività e che modifica la Direttiva (UE) 2015/849. Nel 2023 hanno avuto inizio le interlocuzioni tra MEF e CONSOB per la definizione degli schemi di decreto di adeguamento dell'ordinamento nazionale alle predette normative europee.

Le modifiche alla normativa secondaria

Tav. aXI.2 Interventi sulla normativa secondaria in recepimento della normativa europea nel 2023

area tematica	intervento CONSOB
Regolamento Crowdfunding	In esecuzione della delega regolamentare definita dal comma 9 dell'articolo 4- <i>sexies</i> .1, del Tuf, come integrato dal decreto legislativo n. 30 del 10 marzo 2023, nel corso del 2023 la CONSOB ha adottato, con delibera n. 22720 del 1° giugno 2023, il nuovo Regolamento in materia di servizi di <i>crowdfunding</i> per le imprese, completando il processo di adeguamento dell'ordinamento nazionale alle disposizioni del Regolamento (UE) 2020/1503 sui fornitori di servizi di <i>crowdfunding</i> e dei relativi Regolamenti delegati. Con l'adozione del citato Regolamento sono stati definiti taluni aspetti di dettaglio non già disciplinati dalla normativa europea di riferimento e rientranti nella potestà regolamentare della CONSOB. In particolare, sono state precisate le tempistiche dei procedimenti di rilascio e di revoca dell'autorizzazione da parte dell'Istituto, nonché maggiormente dettagliati gli obblighi informativi in capo ai fornitori di servizi di <i>crowdfunding</i> , anche in relazione alle modalità di trasmissione delle schede contenenti le informazioni chiave sull'investimento (KIIS). Infine, è stata definita la disciplina nazionale applicabile alle comunicazioni di marketing diffuse sul territorio italiano.
Cartolarizzazioni	Con delibera n. 22833 del 9 ottobre 2023 l'Istituto ha adottato le disposizioni di attuazione dell'articolo 4- <i>septies</i> .2, del Tuf, in materia di cartolarizzazioni. Con tale atto la CONSOB ha: <i>i</i>) disciplinato, nei margini consentiti dalla legislazione europea direttamente applicabile, la notifica delle operazioni di cartolarizzazione all'Istituto e i requisiti organizzativi applicabili ai soggetti coinvolti nell'operazione di cartolarizzazione; <i>ii</i>) specificato le modalità di trasmissione della richiesta di autorizzazione, conformemente all'articolo 28, del Regolamento Cartolarizzazioni, dei soggetti terzi che valutano la conformità delle cartolarizzazioni ai criteri STS (criteri che individuano le operazioni rientranti nel <i>framework</i> specifico per le cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate).
APA e ARM	L'Istituto ha sottoposto a revisione le disposizioni contenute nel Regolamento CONSOB n. 20249 del 28 dicembre 2017 recante norme di attuazione del Tuf in materia di mercati (Regolamento Mercati), al fine di completare l'adeguamento dell'ordinamento nazionale alle novità introdotte dalla Direttiva (UE) 2019/2177 e dal Regolamento (UE) 2019/2175, atti legislativi che hanno centralizzato in capo all'ESMA la vigilanza sui fornitori di servizi di comunicazione dati (delibera n. 22804 del 6 settembre 2023). Gli interventi di modifica hanno aggiornato il Regolamento Mercati al fine di tenere conto della competenza residuale riservata alla CONSOB sui soli <i>Approved Reporting Mechanism</i> (ARM) e <i>Approved Publication Arrangement</i> (APA) che beneficiano della deroga prevista da MiFIR, in ragione della loro limitata rilevanza per il mercato interno.
Position limit	Con delibera n. 22804 del 6 settembre 2023 il Regolamento Mercati è stato conformato alla riforma europea in materia di semplificazione della disciplina sui limiti di posizione per i derivati su merci agricole e i derivati su merci critici o significativi, ai sensi della Direttiva (UE) 2021/338 che modifica la Direttiva 2014/65/UE (MiFID) nell'ambito del cosiddetto Capital Markets Recovery Package.
Regolamento Pilot	Con delibera n. 22923 del 6 dicembre 2023, è stato adottato il Regolamento sull'emissione e circolazione di strumenti finanziari su tecnologie a registro distribuito previsto dal decreto-legge 17 marzo 2023, n. 25 (Decreto FinTech), convertito, con modificazioni, dalla Legge 10 maggio 2023, n. 52. Tale Regolamento discende dall'obbligo, disposto dal Decreto FinTech, di avvalersi, per l'emissione di strumenti finanziari in forma digitale non negoziati su una sede di negoziazione, di registri per la circolazione digitale tenuti da soggetti iscritti in un apposito elenco tenuto dalla CONSOB. Il citato Regolamento: <i>i</i>) definisce i principi e i criteri relativi alla formazione e alla tenuta dell'elenco dei responsabili del registro per la circolazione digitale di strumenti finanziari e alle relative forme di pubblicità; <i>ii</i>) disciplina le modalità di presentazione della domanda di iscrizione dei responsabili del registro, gli elementi informativi che devono essere forniti in sede di domanda, ivi compresi quelli da riportare nella relazione tecnica illustrativa, e la procedura per l'iscrizione nell'elenco, individuando le possibili cause di sospensione; <i>iii</i>) disciplina il contenuto minimo del documento contenente le informazioni sulle modalità operative del registro che i responsabili del registro sono tenuti a rendere pubblico.
Regolamento procedimenti amministrativi CONSOB	Sono state approvate le modifiche al Regolamento generale sui procedimenti amministrativi, ai sensi dell'articolo 24 della legge 28 dicembre 2005, n. 262, e dell'articolo 2, comma 5, della legge 7 agosto 1990, n. 241. Gli aggiornamenti regolamentari tengono conto degli interventi di riforma della citata legge 241/90 e dei molteplici interventi di riforma che hanno interessato la normativa applicabile nei settori di competenza della CONSOB. Con il medesimo intervento regolamentare sono state previste delle tabelle, pubblicate sul sito internet dell'Istituto, che individuano specifici termini di durata, la unità competente e i riferimenti normativi dei singoli procedimenti in essa censiti.

Tav. aXI.3 Pareri rilasciati dalla CONSOB a Ministeri e ad altre autorità indipendenti

autorità	argomento
IVASS	<p>Parere sullo schema di Provvedimento di modifica del Regolamento n. 40/2018, recante disposizioni in materia di distribuzione assicurativa e riassicurativa, ai sensi dell'art. 121-<i>quater</i>, comma 2, del Codice delle Assicurazioni Private (CAP).</p> <p>Parere sullo schema di Provvedimento di modifica dei Regolamenti n. 40/2018, recante disposizioni in materia di distribuzione assicurativa e riassicurativa, e n. 45/2020, recante disposizioni in materia di requisiti di governo e controllo dei prodotti assicurativi, ai sensi degli artt. 30-<i>decies</i>, comma 7, e 121-<i>quater</i>, comma 2, del CAP.</p>

XII I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

Il contenzioso sui provvedimenti di vigilanza

Tav. aXII.1 Ricorsi contro atti adottati o proposti dalla CONSOB
(esiti al 31 dicembre 2023)

	Giudice amministrativo ¹						Giudice ordinario ²					
	accolti ³	respinti ⁴	in corso	di cui:		totale ricorsi	accolti ³	respinti ⁴	in corso	di cui:		totale ricorsi
				accolta sospensiva	respinta sospensiva					accolta sospensiva	respinta sospensiva	
2021	--	3	5	--	2	8	1	10	27	--	1	38
2022	--	2	8	--	2	10	2	3	49	5	4	54
2023	--	4	2	--	--	6	--	4	38	5	1	42

¹ La voce comprende i ricorsi presentati in primo grado al Tar e i ricorsi straordinari al Capo dello Stato. ² La voce comprende i ricorsi presentati in primo grado in Tribunale e in Corti d'Appello. ³ La voce è aggiornata con lo stato dei successivi gradi di giudizio e comprende anche i procedimenti conclusi con un accoglimento parziale del ricorso o con una riduzione della sanzione comminata per insussistenza di una parte delle violazioni accertate. ⁴ La voce è aggiornata con lo stato dei successivi gradi di giudizio e comprende anche le impugnazioni dichiarate inammissibili per difetto di giurisdizione o per incompetenza del giudice adito nonché quelle rinunciate a iniziativa del ricorrente o per le quali è stata dichiarata la cessazione della materia del contendere.

I LAVORI DI COMMISSIONE

Tav. a.1 Riunioni e delibere adottate

	riunioni	settimane di attività	pratiche esaminate	delibere adottate	di cui:	
					ordini di cessazione e oscuramento	
						siti oscurati
2019	101	45	1.246	443	164	117
2020	110	48	1.297	459	185	237
2021	97	48	1.277	484	183	246
2022	81	45	1.023	402	183	215
2023	73	45	962	402	167	185

Indice generale

La CONSOB compie 50 anni	3
A Le linee strategiche	5
1 L'evoluzione del contesto di riferimento	7
2 Le principali iniziative normative	9
3 L'aggiornamento del Piano Strategico per il 2024	13
3.1 La direttrice 'Riforma della CONSOB: tecnologia e organizzazione'	14
3.2 La direttrice 'Competitività del mercato dei capitali: innovazione, sostenibilità e tutela del risparmio'	16
4 Il Collegio: composizione e attività	19
B L'attività	23
I La vigilanza sui mercati	25
1 I profili innovativi	25
2 Le piattaforme di negoziazione, gli scambi e l'integrità informativa dei mercati	26
3 Il <i>post-trading</i> e i derivati OTC	29
4 Le vendite allo scoperto	30
5 Gli studi societari e i giudizi di rating	30
6 Gli abusi di mercato	32
II La vigilanza su emittenti e società di revisione	37
1 I profili innovativi	37
2 L'informativa sugli assetti proprietari	40
3 Le offerte al pubblico di acquisto e di scambio	41
4 Le operazioni con parti correlate	42

5	Gli organi di controllo e le assemblee degli azionisti	44
6	Le società di revisione	46
III	La vigilanza su offerta al pubblico e informativa societaria	50
1	I profili innovativi	50
2	L'offerta al pubblico e l'ammissione alle negoziazioni di strumenti azionari	53
3	L'offerta al pubblico e l'ammissione alle negoziazioni di strumenti <i>non-equity</i>	54
4	L'informazione societaria	55
5	La vigilanza sulle cartolarizzazioni	60
IV	La vigilanza sugli intermediari	62
1	I profili innovativi	62
2	Gli intermediari bancari autorizzati alla prestazione di servizi di investimento	65
3	Le imprese di investimento	67
4	Le società di gestione di portali di <i>crowdfunding</i>	68
5	Gli intermediari gestori	69
6	L'Organismo di vigilanza e tenuta dell'Albo unico dei consulenti finanziari	70
V	L'attività di contrasto all'abusivismo	71
1	I profili innovativi	71
2	L'attività e i provvedimenti di contrasto	72
VI	L'attività ispettiva	74
1	I profili innovativi	74
2	L'attività ispettiva e gli accertamenti sui siti internet	74
3	La prevenzione e il contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo	75
VII	Le altre attività di tutela dell'investitore	77
1	Le attività di educazione finanziaria	77
3	La gestione degli esposti	78
4	L'attività dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie	78

VIII L'attività sanzionatoria	81
1 I provvedimenti sanzionatori	81
2 I provvedimenti relativi alla disciplina dei mercati	81
3 I provvedimenti relativi agli intermediari	83
4 I provvedimenti nei confronti di emittenti e società di revisione	83
IX Le attività di supporto	85
1 I sistemi informativi	85
1.1 L'innovazione di processi, sistemi e strumenti	85
1.2 L'aggiornamento e la protezione dei sistemi informativi	86
2 La gestione finanziaria	87
3 La gestione delle risorse umane e l'acquisizione e gestione di beni e servizi	88
3.1 I profili innovativi	88
3.2 La gestione delle risorse umane e la formazione	90
4 Le relazioni con l'esterno	92
5 Gli studi e i convegni	92
X L'attività internazionale	94
1 I profili innovativi nel quadro di riferimento	94
1.1 L'innovazione tecnologica digitale e la risposta regolatoria	94
1.2 L'ecosistema della finanza sostenibile e il <i>greenwashing</i>	98
2 Le misure di sviluppo del mercato dei capitali	103
3 Gli ulteriori interventi normativi	105
XI Il recepimento della normativa europea e l'attività regolamentare	106
1 Le modifiche alla normativa primaria	106
1.1 La Legge di delegazione europea 2021	106
1.2 La Legge di delegazione europea 2022/2023	107
1.3 Le altre attività normative rilevanti	107
2 Le modifiche alla normativa secondaria	108

XII I controlli giurisdizionali sull'attività della CONSOB	111
1 Il contenzioso sui provvedimenti di vigilanza	111
2 La verifica in sede giurisdizionale	120
2.1 Le decisioni di rilievo nell'ambito di cause civili per omessa vigilanza	120
2.2 Le ipotesi di ostacolo alla vigilanza	121
C Appendice statistica	123
Indice delle tavole	125
Tavole statistiche	129