

L'attività di vigilanza e l'*enforcement* III

1 I mercati

1.1 L'ordinato svolgimento delle negoziazioni

Nel corso del 2013 la Consob ha portato a termine l'attività di vigilanza avviata nell'anno precedente in merito al rispetto, da parte delle piattaforme di negoziazione e dei soggetti abilitati, degli Orientamenti ESMA sui sistemi e controlli in un ambiente di negoziazione automatizzato (nel prosieguo, 'Orientamenti ESMA'), entrati in vigore il 1° maggio (si veda anche il Capitolo I 'La vigilanza sui mercati', Parte C).

L'attività di vigilanza si è avvalsa delle risultanze di accertamenti ispettivi nonché della documentazione trasmessa dai soggetti vigilati (*trading venues* e 74 intermediari tra banche e Sim) in ottemperanza alla comunicazione Consob del 4 aprile 2012 e alla comunicazione congiunta Consob-Banca d'Italia del 30 aprile 2012, in merito ai presidi organizzativi, funzionali e operativi posti in essere per la mitigazione dei rischi derivanti da ambienti di negoziazione fortemente automatizzati.

Nel 2013, inoltre, sono state avviate due indagini conoscitive aventi ad oggetto, da un lato, i profili microstrutturali delle piattaforme di negoziazione italiane (mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici) e, dall'altro, l'esame delle *execution policy* di un campione di intermediari, con particolare riguardo ai sistemi di *best execution* dinamica (*smart order routing*). In entrambi i casi l'Istituto ha acquisito elementi informativi utili a orientare l'attività di vigilanza, nonché a effettuare una prima valutazione dell'impatto delle nuove disposizioni derivanti dalla revisione della MiFID.

Con riferimento alla prima area oggetto di indagine, è stata realizzata una ricognizione delle principali caratteristiche delle infrastrutture di negoziazione operanti in Italia, sotto i profili di accesso ai mercati, modalità di negoziazione adottate, regime di trasparenza delle negoziazioni, sistemi di controllo delle negoziazioni utilizzati e strutture commissionali.

L'analisi delle *execution policy* ha fornito evidenze importanti, sia per la vigilanza sui mercati sia per la vigilanza sugli intermediari, in materia di applicazione del principio di *best execution*, posto dalla MiFID come presidio a tutela della concorrenza fra *trading venues* e degli investitori.

1.2 L'integrità informativa del mercato

Nel corso del 2013 la verifica di potenziali anomalie informative che rischiano di alterare il regolare andamento delle negoziazioni ha condotto alla realizzazione di 63 interventi tesi a ripristinare l'integrità informativa del mercato. Tali interventi, ai sensi degli articoli 114, comma 5, e 115, commi 1 e 2, del Tuf, hanno interessato 33 emittenti.

La consueta attività di monitoraggio degli effetti sul mercato della diffusione dei giudizi di rating è sfociata nella segnalazione all'ESMA di possibili violazioni del Regolamento comunitario inerenti all'elaborazione e alla diffusione di giudizi e di *outlook* sul debito sovrano italiano e su alcuni emittenti quotati. È stata, inoltre, verificata l'esistenza di comportamenti suscettibili di integrare ipotesi di abuso di mercato sotto forma di manipolazione informativa o abuso di informazioni privilegiate.

La Consob ha anche disposto la pubblicazione di alcune raccomandazioni d'investimento, ai sensi dell'art. 69-*novies* del Regolamento Emittenti, allo scopo di ridurre le asimmetrie informative presenti sul mercato in corrispondenza della diffusione di notizie significative e di sensibili variazioni del prezzo degli strumenti oggetto delle raccomandazioni.

È stata, inoltre, realizzata una costante attività di monitoraggio delle informazioni concernenti gli emittenti strumenti finanziari quotati o diffusi veicolate attraverso internet (siti specializzati, *blog*, *forum* e *social network*). Tale attività è stata più intensa in occasione di andamenti anomali delle quotazioni, in prossimità di eventi societari di rilievo e nell'ambito di istruttorie preliminari per ipotesi di abusi di mercato.

La prevenzione di fenomeni di abuso di mercato si è avvalsa anche dei flussi informativi relativi alle operazioni poste in essere da soggetti rilevanti (*internal dealing*). Nel mese di dicembre, inoltre, la Consob ha portato a termine l'attività di ricognizione sulle procedure interne adottate dagli emittenti quotati per la tenuta della confidenzialità delle informazioni privilegiate, avviata nel corso del 2012. Nell'ambito di tale attività, sono state esaminate le procedure per la gestione delle informazioni privilegiate, le comunicazioni in tema di *internal dealing* e la tenuta del registro delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate.

Dall'analisi sono emerse alcune aree di miglioramento, delle quali la Consob terrà conto in occasione della rivisitazione della comunicazione 6027054 del 28 marzo 2006, che verrà effettuata dopo l'entrata in vigore della nuova normativa europea sugli abusi di mercato.

Le procedure per la gestione delle informazioni privilegiate sono migliorabili rispetto alle modalità di attuazione delle disposizioni previste dall'art. 114 del Tuf. In alcuni casi esse non tengono conto delle recenti modifiche apportate alla regolamentazione, specie con riferimento all'eliminazione dell'obbligo di commento

ai *rumours* e al diverso computo della soglia di controvalore oltre la quale sorgono gli obblighi di comunicazione in materia di *internal dealing*.

Per quanto concerne le procedure per la tenuta del registro delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate, potrebbero essere meglio specificate le categorie di persone da iscrivere nel registro, con particolare riferimento ai soggetti diversi dai membri degli organi di amministrazione e controllo. Inoltre, i compiti assegnati al soggetto preposto alla gestione del registro dovrebbero essere indicati in maniera più analitica. Infine, nell'ambito del meccanismo di autodenuncia, si dovrebbero integrare i criteri previsti per l'individuazione dei soggetti da iscrivere nel registro.

Per quanto riguarda le procedure per la comunicazione delle operazioni poste in essere da soggetti rilevanti, alcune criticità emergono con riferimento sia all'identificazione dei dirigenti, diversi da quelli che svolgono funzioni di direzione, amministrazione e controllo, da sottoporre agli obblighi informativi, sia alle modalità con le quali i soggetti rilevanti vengono resi consapevoli degli obblighi a cui sono sottoposti.

2 La *governance* e gli assetti proprietari delle imprese

In linea con gli obiettivi del piano strategico 2013-2015, la vigilanza in materia di governo societario si è concentrata sui conflitti di interessi tra azionisti di controllo e di minoranza e sul connesso rischio di fenomeni espropriativi realizzati attraverso operazioni con parti correlate (per maggiori dettagli si veda anche il Capitolo II *'La vigilanza sugli emittenti e le società di revisione'*, Parte C).

Secondo un approccio *risk-based*, la vigilanza sull'applicazione del Regolamento 17221/2010 (Regolamento OPC) ha riguardato società che hanno posto in essere operazioni in esenzione dagli obblighi informativi e/o procedurali, ossia operazioni ordinarie e a condizioni di mercato, nonché attribuzioni di compensi ad amministratori e operazioni classificate come di importo esiguo. Si è in tal modo inteso monitorare l'adozione delle facoltà di esenzione previste dal Regolamento al fine di verificare la corretta qualificazione delle operazioni.

Anche nel 2013 vi sono stati casi di inadeguata classificazione delle operazioni come ordinarie, classificazione che può riguardare - alla luce della definizione contenuta nel Regolamento OPC e degli orientamenti forniti nella comunicazione 10078683 del 24 settembre 2010 - esclusivamente le operazioni rientranti nell'ordinario *«esercizio dell'attività operativa e della connessa attività finanziaria»*, e non quelle aventi ad oggetto il trasferimento di asset e rientranti nell'attività di investimento.

Alcune operazioni classificate come di importo esiguo, e in quanto tali escluse dall'applicazione del Regolamento OPC, sono state oggetto di

approfondimenti istruttori volti a verificare l'appropriatezza della soglia di esiguità, talvolta apparsa elevata in rapporto alla dimensione della società, alla tipologia di operazione e/o alla natura della controparte (ad esempio nel caso di consulenze e incarichi professionali conferiti ad amministratori o a studi professionali di cui un amministratore è socio).

Tra i casi più emblematici del 2013, si segnala l'emissione da parte di Telecom Italia Spa di un prestito obbligazionario a conversione obbligatoria collocato presso alcuni investitori qualificati, alcuni dei quali azionisti della società e rientranti nella definizione di parti correlate. L'emissione con esclusione del diritto di opzione delle azioni Telecom al servizio di tale prestito è stata successivamente sottoposta all'approvazione dell'assemblea dei soci ai sensi dell'art. 2441 del c.c.. Tale collocamento, essendo riservato a un insieme di soggetti comprensivo di parti correlate, ha configurato un'operazione da trattarsi ai sensi del Regolamento OPC. L'applicazione delle procedure valutative ivi previste è avvenuta, successivamente al collocamento, su richiesta del comitato controllo e rischi che, deliberando a maggioranza dei suoi componenti, ha espresso *ex post* parere favorevole sull'emissione e collocamento del prestito convertendo.

Nel complesso, la vigilanza sulle operazioni poste in essere dal Gruppo Telecom ha evidenziato i limiti che un'applicazione formalistica della nozione di operazione con parte correlata potrebbe comportare. A fronte di una disciplina legislativa degli interessi di soci e amministratori dai contenuti essenziali, in un'ottica di prevalenza della sostanza sulla forma, l'esperienza applicativa ha suggerito, in alcuni casi, l'opportunità di seguire i presidi procedurali dettati per le operazioni con parti correlate anche nella valutazione di operazioni che, benché non poste in essere con soggetti correlati, erano caratterizzate dai medesimi potenziali conflitti di interessi.

In caso di deliberazioni aventi ad oggetto l'attribuzione di compensi a titolo di indennità di fine carica/rapporto nei confronti di amministratori esecutivi e dirigenti apicali, la Consob è intervenuta con richieste informative volte a verificare l'effettiva coerenza tra indennità deliberata e le relative previsioni della politica sulla remunerazione e, pertanto, la corretta applicazione della facoltà di esenzione per le remunerazioni corrisposte in applicazione della politica retributiva sottoposta all'assemblea.

In tali casi, in linea con la prassi consolidatasi negli ultimi anni, e soprattutto in presenza di *rumours* sull'entità dei benefici, la Consob ha richiesto la comunicazione al mercato dell'effettiva indennità e, qualora deliberata *ex novo*, delle procedure seguite per la sua determinazione. In occasione della cessazione del rapporto di lavoro con il direttore generale di Assicurazioni Generali Spa, sono state altresì richieste le valutazioni degli organi sociali sulla sussistenza di condizioni che potessero limitare il diritto alla corresponsione dell'indennità (ad esempio in presenza di irregolarità nell'adempimento dei doveri derivanti dal rapporto di lavoro).

Su questi temi, è intenzione della Consob procedere alla formulazione di specifiche raccomandazioni e richieste informative in caso di cessazione anticipata di amministratori e dirigenti apicali, volte a informare correttamente e senza indugio il mercato in merito al trattamento effettivamente deliberato a titolo di indennità di fine carica/rapporto, alle procedure deliberative adottate e alle modalità da seguire per la sostituzione dell'amministratore o dirigente.

Nel 2013 le società appartenenti all'indice Ftse Mib sono state oggetto di un più ampio e sistematico monitoraggio del sistema di governo societario. In particolare, sono state verificate le politiche retributive e remunerazioni corrisposte ai membri degli organi sociali e dirigenti con responsabilità strategiche, nonché la sussistenza del requisito di indipendenza degli amministratori.

L'applicazione della recente disciplina della trasparenza sulle remunerazioni mostra un complessivo miglioramento del livello e della qualità delle informazioni fornite, in particolar modo sui compensi corrisposti, mentre aree di miglioramento sono state ravvisate con riferimento alle politiche adottate in materia di *severance payments* e di successione degli amministratori esecutivi.

Anche l'applicazione della nozione di indipendenza degli amministratori prevista dalla legge e dall'autodisciplina presenta profili di criticità, pur nell'ambito di un generale miglioramento delle pratiche societarie anche sulla scorta dell'autodisciplina.

La sintetica informativa riportata nelle relazioni sul governo societario e nei comunicati diffusi a esito della verifica dell'indipendenza non consente, in alcuni casi, un adeguato apprezzamento delle valutazioni effettivamente svolte, soprattutto in presenza di relazioni tra gli amministratori e la società o soggetti a questa legati che possono assumere rilievo nella valutazione della sussistenza in capo agli amministratori non esecutivi del requisito di indipendenza. Tali relazioni impongono, infatti, una valutazione pienamente informata da parte degli organi di amministrazione e controllo, nell'ambito dei rispettivi compiti di accertamento del requisito di indipendenza e di verifica della corretta applicazione dei relativi criteri.

In alcuni casi, in particolare quando non sono state condivise le interpretazioni della società o dell'organo di controllo con riferimento ai sopraindicati temi, la Consob ha indicato ad amministratori e sindaci le criticità riscontrate e ha segnalato l'opportunità di adottare azioni correttive, in particolare con riferimento alla definizione e alla concreta attuazione delle procedure per le operazioni con parti correlate, all'applicazione dei criteri di indipendenza degli amministratori e alla definizione e attuazione delle politiche di remunerazione.

Su tutte le tematiche di governo societario, la Consob ha sollecitato su base continuativa e sistematica la formulazione da parte degli organi di controllo di proprie valutazioni sull'osservanza da parte degli amministratori di specifiche disposizioni legislative o regolamentari e di prassi raccomandate dall'autodisciplina. Tale approccio intende favorire la più tempestiva

valutazione da parte dei sindaci dei profili di potenziale maggiore criticità della *governance* delle società quotate e l'adempimento, in via preventiva e continuativa, dei doveri di vigilanza a cui sono tenuti per legge.

3 Le società di revisione

A seguito dell'avvio operativo del Registro unico dei revisori legali, tenuto dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, tutti i soggetti iscritti in tale Registro possono svolgere incarichi sui cosiddetti enti di interesse pubblico (Pie – prevalentemente emittenti quotati, banche, intermediari, compagnie assicurative) e pertanto ricadere sotto la vigilanza della Consob. Nel corso del 2013 la professione ha provveduto ad alimentare il Registro inserendo, tra le informazioni richieste, l'indicazione dell'eventuale svolgimento di incarichi su Pie (per maggiori dettagli si veda anche il Capitolo II *'La vigilanza sugli emittenti e le società di revisione'*, Parte C).

Dai primi dati messi a disposizione dal Ministero dell'Economia e delle Finanze risulta che nel registro sono iscritte 8 società non provenienti dall'ex Albo Consob (con quote particolarmente contenute, relative a circa 20 incarichi in piccole banche e finanziarie ai sensi dell'art. 107 del Tub) e 17 società già presenti nell'ex Albo Consob.

La Consob ha evidenziato ai nuovi iscritti al Registro l'importanza dei presidi procedurali previsti dal Documento 220 (avente ad oggetto *'Il controllo della qualità del lavoro di revisione contabile'*), con particolare riferimento all'accettazione degli incarichi e alla formazione del personale, e ha sensibilizzato i partner incaricati dell'*audit* di bilanci Pie allo svolgimento di un'accurata direzione e supervisione del lavoro di revisione e a un'adeguata documentazione dei lavori svolti.

Nel corso del 2013 è proseguita l'attività di controllo sulle società di revisione, attraverso l'accertamento di eventuali irregolarità nell'operato del revisore e interventi di tipo preventivo (cosiddetti *'controlli di qualità'*). Tali controlli sono volti a verificare l'adeguatezza del sistema organizzativo e procedurale adottato dalle società per garantire la qualità dei servizi professionali resi al mercato, nonché la conformità ai principi di revisione e di indipendenza nello svolgimento dell'attività di revisione. Essi hanno avuto ad oggetto un campione di incarichi, selezionato secondo un approccio *risk-based*, che tiene conto di una serie di fattori di rischio individuati in base all'esperienza operativa maturata e al confronto con le autorità di vigilanza dei principali paesi europei.

L'interazione con i *regulators* europei va assumendo, infatti, un ruolo sempre più rilevante, a fronte del crescente grado di armonizzazione della normativa degli Stati membri e della natura sempre più *cross border* dell'attività di *audit* (dovuta sia alla diffusa presenza di gruppi internazionali sottoposti a revisione sia al ruolo dei *network* internazionali della revisione,

presso i quali le scelte strategiche e organizzative sono centralizzate). A tal fine la Consob partecipa allo *European Audit Inspection Group* (EAIG), istituito nel 2011 quale piattaforma comune per la cooperazione nel quadro della Direttiva 2006/43/CE.

Una componente determinante dell'attività dell'EAIG è lo scambio delle informazioni sugli esiti dei controlli di qualità, al fine di identificare eventuali fattispecie ricorrenti nei diversi paesi utili a orientare un approccio di vigilanza coordinato.

L'esigenza di rendere lo scambio di informazioni tra Autorità di vigilanza più sistematico ed efficace ha portato alla costituzione, nel 2013, di un *database* strutturato, non accessibile al pubblico, che censirà anche le risultanze dei controlli di qualità relative ai dieci maggiori *networks* europei della revisione (PwC, KPMG, Deloitte, EY, BDO, Grant Thornton, Nexia, Baker Tilly, Mazars, Moore Stephens).

Nel corso del 2013 l'EAIG, inoltre, ha avviato un importante progetto volto a sviluppare una metodologia comune ai *regulators* europei per lo svolgimento dei controlli di qualità, attraverso la definizione di tecniche e strumenti condivisi per l'analisi delle aree procedurali chiave. Il progetto consentirà di censire risultanze delle azioni di vigilanza delle diverse autorità nazionali effettivamente comparabili (in quanto derivanti da tecniche di verifica omogenee) e accenterà l'attività di sviluppo e aggiornamento della metodologia e degli strumenti di analisi.

4 L'informativa finanziaria

Nel 2013 sono stati effettuati diversi interventi di vigilanza volti a evitare la diffusione di informazioni non corrette e/o incomplete in grado di amplificare fattori di instabilità dei mercati finanziari. A causa del protrarsi della crisi economica, infatti, nel corso dell'anno molte società sono state interessate da operazioni di ristrutturazione finanziaria e aziendale, che hanno reso necessario il potenziamento dei controlli da parte dell'Istituto sulla qualità e la completezza delle informazioni rese al pubblico (per maggiori dettagli si veda anche il Capitolo III *La vigilanza sull'informativa societaria*, Parte C).

Sulla base degli elementi acquisiti in fase istruttoria, la Commissione ha richiesto in 24 casi che i documenti contabili periodici o redatti per le assemblee straordinarie fossero integrati ai sensi dell'art. 114 del Tuf. I fattori di rischio individuati hanno formato oggetto anche delle istruttorie relative ai prospetti o documenti informativi redatti dagli emittenti per operazioni sul capitale. Tra i casi più emblematici si segnalano le analisi dei piani industriali di RCS Mediagroup, Prelios, Marie Tecnimont nonché gli accertamenti sui maggiori emittenti di *corporate bonds* (Telecom Italia ed Enel).

Particolarmente complessa è stata l'attività istruttoria sul trattamento contabile di operazioni di *long term repo* su titoli di Stato,

oggetto di *restatement* nel bilancio 2012 da parte di Banca Monte dei Paschi. Ad esito di tale attività la Commissione, congiuntamente con la Banca d'Italia e l'Ivass, ha pubblicato il Documento 6 del Tavolo Ias e ha altresì portato il tema all'attenzione dell'*IFRS Interpretation Committee* nel novembre 2013.

L'operazione di fusione per incorporazione che ha dato vita al gruppo UnipolSai Assicurazioni Spa ha richiesto specifici approfondimenti in materia di classificazione contabile degli strumenti finanziari strutturati e valutazione delle riserve sinistri. L'attività istruttoria si è conclusa con l'esercizio da parte della Commissione dei poteri di cui all'art. 154-ter del Tuf e con la richiesta di integrazione delle informazioni rese al mercato nei confronti delle società interessate dalla fusione.

Tra gli altri casi in cui la Consob ha avviato i procedimenti di non conformità alle norme che disciplinano la redazione delle relazioni finanziarie, esercitando i poteri di cui all'art. 154-ter, comma 7 del Tuf, si ricordano quelli di Banca Carige e di Saipem, che hanno comportato, rispettivamente, approfondimenti sull'*impairment test* dell'avviamento e sulla contabilizzazione delle attività fiscali differite e sulla valorizzazione delle commesse pluriennali in relazione alle penali e ai costi di esecuzione imputabili alle stesse.

In linea con gli obiettivi individuati nel piano strategico 2013-2015, è stata rafforzata la vigilanza sugli emittenti a maggior rischio sistemico, inserendo nel campione di vigilanza ex art. 89-quater del Regolamento Emittenti le principali società quotate del settore bancario. La più intensa attività di monitoraggio sull'informativa finanziaria degli istituti di credito quotati è coerente con i lavori avviati da varie autorità europee e internazionali (ESMA, EBA, FSB, ESRB), finalizzati a rafforzare la trasparenza sulle poste di bilancio e la comparabilità dei rendiconti contabili delle istituzioni finanziarie.

La Commissione ha intensificato, inoltre, l'attività di vigilanza sull'informativa resa al mercato dagli emittenti bancari in merito ai piani economici previsionali e ai programmi di rafforzamento patrimoniale adottati in vista dell'introduzione, nel 2014, dei più rigorosi requisiti di capitale previsti dall'Accordo di Basilea III e degli *stress test* europei in programma nella seconda metà dell'anno.

Come pianificato nelle linee di indirizzo per il 2013, inoltre, particolare attenzione è stata riservata al settore delle energie alternative e a quello immobiliare, particolarmente esposti al ciclo economico.

L'Istituto ha emanato specifiche raccomandazioni e ha avviato apposite iniziative di vigilanza. In particolare, è stata pubblicata una raccomandazione in tema di informazioni da riportare nelle relazioni finanziarie e nei comunicati stampa per le società quotate operanti nel settore delle energie rinnovabili e una raccomandazione in materia di valutazione al *fair value* dei beni immobili per le società immobiliari quotate. Nell'ambito delle azioni di vigilanza, inoltre, la Consob ha esercitato il potere di impugnativa del bilancio nei confronti di Aion Renewable, ai sensi dell'art. 157,

comma 2 del Tuf, tenuto conto del persistere di carenze nei sistemi di rilevazione di ricavi e costi.

5 La prestazione di servizi di investimento e i prodotti *non equity*

Nel corso del 2013 l'attività di vigilanza si è concentrata sui comportamenti dei prestatori di servizi di investimento al fine di verificare il rispetto delle regole di correttezza e trasparenza nei confronti della clientela *retail* e, in generale, la coerenza delle strategie di offerta degli intermediari con l'impostazione della MiFID, volta ad assicurare il perseguimento del miglior interesse del cliente (per maggiori dettagli si veda anche il Capitolo IV 'La vigilanza sugli intermediari', Parte C).

Più in particolare, i profili di maggiore attenzione hanno riguardato le modalità di realizzazione da parte degli intermediari della valutazione di adeguatezza, al fine di individuare eventuali adattamenti opportunistici delle procedure e della profilatura della clientela, ovvero circostanze nelle quali l'orizzonte di investimento del risparmiatore risultava disallineato rispetto alle caratteristiche di durata e liquidità dei prodotti distribuiti.

Gli assetti procedurali predisposti dall'intermediario a presidio del corretto svolgimento della relazione con la clientela hanno formato oggetto di verifiche approfondite.

Nel caso delle banche, inoltre, le indagini di tipo ispettivo si sono focalizzate sulle offerte di prodotti particolarmente complessi o rischiosi o connotati da specifici conflitti di interessi. In tale ambito sono state esaminate le politiche di remunerazione adottate, le motivazioni addotte per raccomandare tali strumenti alla clientela, la mappatura svolta ai fini della valutazione di adeguatezza, le modalità di *pricing* dei prodotti.

Inoltre, l'Istituto ha avviato un articolato processo di monitoraggio trimestrale delle banche, basato sull'analisi delle segnalazioni di vigilanza e sulle informazioni relative ai prodotti finanziari di cui la Consob dispone in virtù delle proprie competenze in materia di offerte al pubblico, al fine di individuare tempestivamente condotte potenzialmente non conformi alle norme.

Con specifico riferimento agli strumenti *non equity* emessi da banche, nel 2013 è proseguito il potenziamento della vigilanza sull'informativa resa nel prospetto in occasione dell'offerta al pubblico e/o dell'ammissione alla negoziazione sui mercati regolamentati.

Particolarmente intenso è stato l'impegno della Consob anche rispetto ai prodotti emessi da compagnie di assicurazione. L'Istituto ha avviato un tavolo di lavoro volto alla definizione di un protocollo d'intesa con

l'Ivass e ha interagito con l'associazione di categoria delle imprese di assicurazione (Ania).

L'Istituto applica ai prodotti assicurativi a contenuto finanziario le norme del Tuf e dei relativi regolamenti sull'offerta e la distribuzione di strumenti finanziari, con l'obiettivo di livellare il campo da gioco e contenere gli spazi di arbitraggio regolamentare e in linea con la disciplina di cui l'ordinamento italiano si è dotato da tempo. Tale disciplina dovrà, tuttavia, essere rivista per tenere conto degli sviluppi in corso in ambito comunitario in materia di PRIPs.

6 La gestione collettiva del risparmio

Nel corso del 2013 la vigilanza sulla gestione collettiva del risparmio ha avuto ad oggetto, come di consueto, sia la corretta prestazione del servizio di gestione sia la trasparenza informativa nell'offerta al pubblico, con riguardo alla documentazione di offerta e all'attività pubblicitaria (per maggiori dettagli si veda anche il Capitolo IV *'La vigilanza sugli intermediari'*, Parte C).

Quanto al primo aspetto, la vigilanza si è concentrata sui fondi strutturati, potenzialmente più appetibili, in termini di remunerazione, per le reti di vendita, al fine di verificare se la loro distribuzione rispondesse all'esigenza di compensare la contrazione della redditività, dovuta ai rilevanti deflussi registrati dai fondi aperti negli ultimi anni, a detrimento degli interessi della clientela.

È proseguito, inoltre, il monitoraggio della pianificazione delle attività di dismissione dei patrimoni ad opera dei gestori dei fondi immobiliari *retail*, in considerazione della scadenza imminente di numerosi fondi e dell'ulteriore flessione registrata dal mercato di riferimento. In particolare, è stata verificata la correttezza delle procedure adottate per la valutazione degli immobili e il rapporto tra Sgr ed esperti indipendenti incaricati della valutazione degli attivi.

A tale riguardo, si è registrato un miglioramento nella pianificazione delle scadenze e nella valutazione degli *asset*, con particolare riferimento alle modalità di selezione degli esperti e alla connessa gestione dei conflitti di interessi da parte delle Sgr. Permangono, tuttavia, margini di miglioramento in alcune aree, come la tracciabilità dei flussi informativi tra la Sgr e gli esperti.

Anche rispetto ai fondi immobiliari riservati a investitori qualificati sono emerse alcune criticità, derivanti dalla ristretta base di partecipanti e dal ruolo preponderante sovente assunto dal sottoscrittore principale.

7 L'abusivismo via internet

Nel corso del 2013 è proseguita l'attività di vigilanza sulle ipotesi di abusivismo previste dalla normativa relativa agli intermediari e agli emittenti. Rispetto al 2012, le istruttorie avviate per ipotesi di abusiva intermediazione finanziaria sono cresciute del 23 per cento, mentre quelle per ipotesi di offerta abusiva si sono ridotte del 55 per cento (si veda anche il Capitolo V *'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori'*, Parte C).

L'attività svolta ha evidenziato il ruolo del *web* come canale di contatto privilegiato con la potenziale clientela, sia per l'offerta di prodotti finanziari sia per la prestazione di servizi di investimento. Il 50 per cento circa delle istruttorie relative a offerte abusive e l'80 per cento circa delle istruttorie relative ad abusiva intermediazione finanziaria hanno riguardato, infatti, operatività realizzata tramite internet.

Nel 2013 l'Istituto ha pubblicato sul proprio sito istituzionale 25 comunicazioni a tutela degli investitori italiani, aventi ad oggetto società prive di autorizzazione alla prestazione di servizi di investimento in Italia e i relativi siti web (cosiddetto *warning*). Tali comunicazioni, oltre ad avere una valenza informativa, sono sia uno strumento di prevenzione diretto al pubblico dei risparmiatori sia uno strumento di dissuasione nei confronti dei potenziali autori delle condotte illecite. Parimenti dissuasivo è risultato, in alcuni casi, l'invio ai soggetti non autorizzati di richieste di informazioni sulla condotta posta in essere, poiché a seguito di tali richieste i destinatari hanno interrotto l'attività svolta nei confronti del pubblico.

I servizi di investimento sono offerti dai soggetti non autorizzati prevalentemente attraverso l'utilizzo di piattaforme per il *trading online* su strumenti finanziari e hanno ad oggetto soprattutto opzioni binarie e contratti differenziali su valute (*forex*). Gli operatori che propongono attraverso il *web* piattaforme di trading su tali strumenti finanziari prefigurano il conseguimento di rendimenti molto elevati e adottano strategie commerciali particolarmente aggressive, attraverso il massiccio utilizzo di messaggi pubblicitari sulla rete e di programmi di affiliazione che consentono agli aderenti di incrementare i propri rendimenti.

I soggetti che gestiscono i siti offrono ai clienti la possibilità di immettere, tramite una piattaforma *online*, ordini di acquisto e/o vendita di strumenti finanziari dietro apertura di un conto per il quale è richiesto un versamento di denaro, spesso di modico importo iniziale, che viene poi incrementato su richiesta del soggetto non autorizzato ovvero spontaneamente dal risparmiatore, incentivato dalla promessa di alti rendimenti o dai rendimenti fittiziamente accreditati sul suo conto.

Il contrasto ai fenomeni abusivi posti in essere tramite *internet* presenta elementi di complessità legati anche alla disomogeneità delle norme che regolano i poteri della Consob.

La disciplina vigente, infatti, riconosce all'Istituto taluni poteri solo rispetto a fenomeni di abusiva offerta di prodotti finanziari, rispetto ai quali può attivarsi con provvedimenti di sospensione in via cautelare, divieto e richiesta di oscuramento del sito, ma non nel caso di abusiva prestazione di servizi di investimento. Disparità nella disciplina sussistono anche nell'ambito dei poteri di richiesta di informazioni.

Tali circostanze limitano l'efficacia dell'azione di vigilanza dell'Istituto. Sarebbe utile, invece, estendere alle ipotesi di abusiva prestazione di servizi di investimento gli stessi poteri previsti nei casi di fondato sospetto di violazione della disciplina in tema di offerta al pubblico, prevedendo al contempo sanzioni per il mancato ottemperamento alle richieste dell'Autorità di vigilanza.

8 L'attività ispettiva

Nel 2013 si sono concluse 36 verifiche ispettive nei confronti dei soggetti vigilati, mentre gli accertamenti avviati sono stati complessivamente 31. In 20 casi ci si è avvalsi, in sede di accesso, della collaborazione del Nucleo Speciale di Polizia Valutaria della Guardia di Finanza (per maggiori dettagli si veda anche il Capitolo V *'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori'*, Parte C).

Gli accertamenti hanno riguardato 11 intermediari, 6 società di revisione, 5 emittenti quotati e loro società controllate, 7 emittenti quotati e relativi partecipanti al capitale.

Sono stati svolti, inoltre, nel complesso 115 accertamenti su fenomeni abusivi realizzati via internet e rientranti nelle competenze dell'Istituto relativi a 433 siti web.

È stata altresì condotta un'indagine di carattere generale circa il corretto adempimento degli obblighi relativi alla prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo da parte delle società di revisione con incarichi presso enti di interesse pubblico.

Sempre in tema di antiriciclaggio, nel corso del 2013 la Consob ha trasmesso all'UIF e alla Banca d'Italia una segnalazione relativa a profili potenzialmente rilevanti per le due Autorità.

9 Gli interventi sanzionatori

Nel 2013 l'attività di *enforcement* della Consob è stata caratterizzata da un rilevante aumento delle sanzioni pecuniarie irrogate (complessivamente pari a oltre 32 milioni di euro, più del triplo rispetto al 2012) e dalla diminuzione dei procedimenti avviati (pari a 142, di cui 7

archiviazioni e 135 provvedimenti sanzionatori, a fronte dei 183 nel 2012), in linea con l'intento d'inasprire la reazione sanzionatoria avverso le condotte illecite più gravi. A tutela dell'attività di vigilanza, è stata applicata una sanzione pecuniaria di 400 mila euro per violazione dell'art. 187-*quinqüesdecies* del Tuf (per maggiori dettagli si veda anche il Capitolo V *L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori*, Parte C).

In materia di abusi di mercato, nel 2013 sono stati assunti 14 provvedimenti sanzionatori di cui 5 per abuso di informazioni privilegiate e 9 per manipolazione del mercato di tipo operativo o informativo.

Le sanzioni pecuniarie ammontano a 21,6 milioni di euro, di cui 17 milioni di euro nei confronti di 20 persone fisiche nella veste di autori materiali dell'illecito e 8 enti quali responsabili in solido con questi ultimi. Le sanzioni applicate direttamente agli enti per violazioni dell'art. 187-*quinqües* del Tuf sono state pari a 4,6 milioni di euro. In 6 casi i provvedimenti sanzionatori per abusi di mercato sono stati accompagnati da confische per un controvalore totale di 1,8 milioni di euro.

Con riguardo alle violazioni della disciplina in materia di intermediazione mobiliare, sono stati adottati 14 provvedimenti sanzionatori nei confronti di tre imprese di investimento (di cui una senza succursali in Italia), 6 banche e 5 Sgr. Le relative sanzioni pecuniarie, pari nel complesso a circa 2,3 milioni di euro, sono state applicate nei confronti di 102 esponenti aziendali.

Nel corso del 2013 sono stati sanzionati tre esponenti aziendali di due banche per violazione degli obblighi di *transaction reporting* previsti dall'art. 65, comma 1, lett. b), del Tuf.

Con riferimento all'offerta fuori sede sono state sanzionate tre ipotesi di esercizio abusivo dell'attività di promotore finanziario per complessivi 21,5 mila euro. I provvedimenti sanzionatori nei confronti di promotori finanziari sono stati 63, di cui 44 radiazioni dall'Albo, 18 sospensioni (da uno a quattro mesi) e una sanzione pecuniaria. Sono state, inoltre, effettuate 27 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria per fatti penalmente rilevanti emersi nel corso delle istruttorie svolte.

I provvedimenti sanzionatori per violazioni della disciplina in materia di emittenti e di informativa alla Consob e al pubblico assunti nel 2013 sono stati in tutto 38, a fronte dei quali sono state applicate sanzioni pecuniarie per un importo complessivo pari a 8,2 milioni di euro.

In tale contesto, sono stati adottati 4 provvedimenti sanzionatori, per complessivi 4 milioni di euro, nei confronti di 14 sindaci di 4 società quotate per violazioni del dovere di vigilanza sull'applicazione della legge previsto dall'art. 149 del Tuf e un provvedimento sanzionatorio nei confronti di 19 persone fisiche per violazione dei doveri informativi previsti dall'art. 122 del Tuf in materia di patti parasociali.

IV Le linee di indirizzo per il 2014

1 Le aree di rischio e gli obiettivi operativi

La pianificazione operativa per il 2014 ha tratto impulso, come di consueto, dall'analisi dello scenario economico-finanziario e del contesto istituzionale di riferimento, allo scopo di individuare i rischi che ne derivano per il conseguimento degli obiettivi istituzionali e orientare di conseguenza l'attività di vigilanza.

Di seguito si riportano le aree di rischio così come definite nel piano strategico 2013-2015, il secondo documento formale di pianificazione triennale pubblicato dall'Istituto, e gli obiettivi operativi che la Consob si è data per il 2014 al fine di mitigare i rischi stessi. Come di consueto, la definizione gli obiettivi operativi tiene conto di un criterio di priorità e dei vincoli interni posti dalle risorse umane e finanziarie disponibili.

1.1 Informazione finanziaria: *earning manipulation* e *mispicing* dei titoli

Le perduranti vulnerabilità delle imprese non finanziarie e degli istituti di credito italiani (si veda il paragrafo 1 del precedente Capitolo I // *contesto istituzionale ed economico*) ripropongono, anche nel 2014, l'eventualità che un numero crescente di emittenti sia interessato da incertezze sulla continuità aziendale, da operazioni di ristrutturazione del debito e da operazioni straordinarie.

Per mitigare il rischio che l'informazione resa al mercato da tali emittenti sia inaccurata o non puntuale, la Consob intende in primo luogo procedere alla semplificazione e alla standardizzazione dell'informativa da fornire in occasione di operazioni di finanza straordinaria e di processi di rafforzamento patrimoniale. Inoltre, con riguardo alle società sottoposte a procedura concorsuale, l'Istituto intende verificare la coerenza tra gli obblighi informativi previsti dal Tuf e quelli connessi alla procedura concorsuale, anche al fine di rivedere l'informativa periodica che i soggetti vigilati sono tenuti a fornire.

Particolare attenzione sarà dedicata ai settori più esposti al ciclo economico (come quello immobiliare e bancario) e agli emittenti a elevata capitalizzazione, al fine di cogliere tempestivamente segnali di

deterioramento delle condizioni reddituali e finanziarie delle società e garantire una completa informativa al mercato. Per quanto riguarda gli emittenti a minore capitalizzazione e gli emittenti titoli diffusi, sarà applicato un modello di vigilanza 'a campione', selezionando i soggetti da sottoporre a un'analisi più approfondita, secondo un approccio *risk-based*.

L'analisi sulle voci di bilancio terrà conto anche delle aree di attenzione individuate dall'ESMA per l'*enforcement* della trasparenza e della correttezza dell'informativa finanziaria, tra cui quelle concernenti gli strumenti finanziari, l'*impairment* degli attivi non finanziari, gli accantonamenti e le rettifiche di valore.

Come di consueto, l'Istituto si avvarrà anche degli elementi informativi acquisiti dai revisori, verificandone l'attendibilità e la coerenza con le raccomandazioni Consob attraverso controlli di qualità sulle società di revisione che svolgono incarichi su enti di interesse pubblico (Pie).

Per prevenire fenomeni di manipolazione informativa, la cui ricorrenza può aumentare in periodi di crisi, è stato intrapreso il potenziamento della vigilanza sulle informazioni economico-finanziarie relative agli emittenti e rese al mercato sia in via diretta sia in via indiretta, ovvero attraverso giudizi di rating, blog e studi. A tal fine la Consob ha dato avvio a un progetto, che avrà respiro pluriennale, per lo sviluppo di un sistema 'intelligente' e integrato di analisi delle informazioni disponibili sulle società quotate italiane.

Specifiche iniziative verranno intraprese anche per migliorare completezza, correttezza e tempestività di diffusione da parte degli emittenti dei comunicati stampa su notizie *price-sensitive*, in collaborazione con la società di gestione del mercato.

Nel 2014 proseguirà la vigilanza sulle agenzie di rating, con particolare riferimento agli adempimenti informativi previsti dal Regolamento europeo in materia di prodotti strutturati, pubblicazione di rating sovrani e utilizzo del rating da parte di gestori individuali e collettivi.

In prossimità della pubblicazione dei rating sul debito sovrano, che a partire dal 2014 avverrà secondo un calendario annuale prestabilito, la Consob intensificherà la vigilanza sui titoli più coinvolti nei giudizi di rating, soprattutto in presenza di *rumours* e andamenti anomali.

Coerentemente alle nuove disposizioni del Regolamento europeo in materia di *over-reliance* del rating, la Commissione intende verificare l'adozione da parte dei gestori individuali e collettivi di processi interni di valutazione del merito di credito corretti, trasparenti e adeguati e la realizzazione delle necessarie attività di *due diligence* prima di disporre operazioni di investimento o disinvestimento basate sui rating assegnati agli emittenti o su variazioni intervenute negli stessi.

Nel corso del 2014 saranno potenziati anche i presidi volti a rafforzare la trasparenza e l'integrità dei mercati dei derivati. A tale proposito, l'entrata in vigore degli obblighi di *reporting* imposti dalla normativa EMIR

permetterà alle autorità di vigilanza di disporre per la prima volta di un quadro informativo completo sulle negoziazioni in derivati e sui relativi rischi. L'azione di controllo si svilupperà lungo due linee direttrici. Da una parte, sarà ridefinito l'ambito soggettivo della vigilanza, considerato che nuove categorie di soggetti risultano sottoposte agli adempimenti previsti dalla normativa EMIR; dall'altra, verrà monitorato il corretto svolgimento dell'operatività in derivati, avvalendosi di un insieme integrato di dati, informazioni e segnalazioni provenienti da varie fonti.

Con riguardo al primo aspetto, il nuovo sistema di identificazione globale LEI (*legal entity identifier*), promosso dalla Consob nei competenti organismi internazionali, consentirà l'identificazione, attraverso un sistema unitario valido su scala mondiale, di tutti i soggetti la cui operatività in derivati è sottoposta agli obblighi EMIR.

L'Istituto darà seguito, inoltre, alle iniziative di *industry education* volte a rendere gli operatori pienamente consapevoli dei nuovi obblighi cui è sottoposta l'operatività in derivati.

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

In linea con gli obiettivi indicati nel piano strategico 2013-15, l'attività di vigilanza sui conflitti di interessi tra azionisti di controllo e di minoranza si avvarrà per le società incluse nel Ftse Mib di un'analisi sistematica delle situazioni di conflitto e per le altre società, selezionate secondo un approccio *risk-based*, di un monitoraggio preventivo del sistema di governo societario.

Il focus dell'azione di vigilanza saranno le operazioni con parti correlate, in particolar modo di maggiore rilevanza ed esentate, e le operazioni che, pur non realizzate con parti correlate, siano potenzialmente esposte a conflitti di interessi della medesima tipologia.

Inoltre, particolare attenzione sarà dedicata all'identificazione delle parti correlate e alle valutazioni di indipendenza degli amministratori, con l'obiettivo di verificare che esse siano condotte nella necessaria ottica di prevalenza della sostanza sulla forma.

Al fine di rafforzare lo scambio di informazioni con gli organi di controllo delle società e fornire indicazioni utili a orientarne l'attività, è stata avviata la revisione della comunicazione 1025564 del 6 aprile 2001 e successive modifiche, relativa ai contenuti della relazione del collegio sindacale all'assemblea di cui agli artt. 2429, comma 3, c.c. e 153, comma 1, del Tuf. In tal modo, si intende aggiornare il contenuto delle informazioni di cui si raccomanda l'invio alla Consob con indicazioni più analitiche sullo svolgimento degli specifici compiti di verifica e sul contenuto delle relative