

In particolare, il numero dei provvedimenti sanzionatori relativi a violazioni della disciplina in materia di emittenti è stato pari a 27, a fronte dei quali sono state applicate sanzioni pecuniarie per un importo complessivo pari a circa 7,1 milioni di euro. Di questi, 7 provvedimenti sanzionatori hanno riguardato la violazione degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti e un caso l'inadempimento dei doveri informativi previsti dall'art. 122, comma 1, del Tuf in materia di patti parasociali.

Le sanzioni relative alla violazione degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti hanno comportato l'applicazione di sanzioni pecuniarie per un importo complessivo di 115 mila euro, mentre 12 procedimenti sanzionatori derivanti da analoghe violazioni si sono estinti anticipatamente, stante il ricorso dei soggetti interessati alla facoltà del pagamento in misura ridotta (ex art. 16 della legge 689/1981), per un controvalore complessivo corrisposto pari a 250 mila euro (Tav. 48, Fig. 120). Il provvedimento sanzionatorio relativo a un caso di inadempimento dei doveri informativi relativi ai patti parasociali ha riguardato 19 persone fisiche, a ciascuna delle quali è stata applicata una sanzione pecunaria di 15 mila euro in veste di componenti del consiglio direttivo e del comitato di controllo e garanzia dell'associazione 'Amici della BiPIEMME', essendo stato accertato, in particolare, che detta associazione configurava un patto parasociale rilevante ai sensi dell'art. 122, comma 5, lett. *d*), del Tuf, avente per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante sulla Banca Popolare di Milano.

Nell'ambito dei provvedimenti in materia di informativa societaria sono stati adottati, inoltre, 5 provvedimenti sanzionatori per violazione degli obblighi di comunicazione in materia di *internal dealing*, che hanno condotto all'applicazione di sanzioni pecuniarie complessivamente pari a 290 mila euro.

Tra questi provvedimenti si segnala la sanzione di 200 mila euro applicata nei confronti di una fondazione bancaria per avere omesso di comunicare alla Consob e al mercato la sottoscrizione, nel 2008, di contratti derivati di tipo *total return swap* (*Tror*), aventi come sottostante titoli *floating rate equity-linked subordinated hybrid* (*Fresh*), per un valore nominale complessivo pari a 490 milioni di euro (convertibili in azioni ordinarie della stessa banca) e per non avere successivamente comunicato di avere ricevuto i citati titoli *Fresh* per effetto della risoluzione dei menzionati *Tror* intervenuta nel 2012. In relazione a tali operazioni, peraltro, è stata applicata anche una sanzione di 300 mila euro a una banca per non avere fornito adeguato riscontro a una richiesta di dati e notizie formulata dalla Consob ai sensi dell'art. 115, comma 1, del Tuf.

Nel 2013 è stato, inoltre, adottato un provvedimento sanzionatorio per violazione della disciplina in materia di revisione contabile.

In materia di offerta al pubblico e connesse attività pubblicitarie sono stati adottati dieci provvedimenti sanzionatori (quattro per violazioni dell'art. 94, comma 1, del Tuf e sei per violazioni dell'art. 101 del Tuf) per complessivi 1,8 milioni di euro.

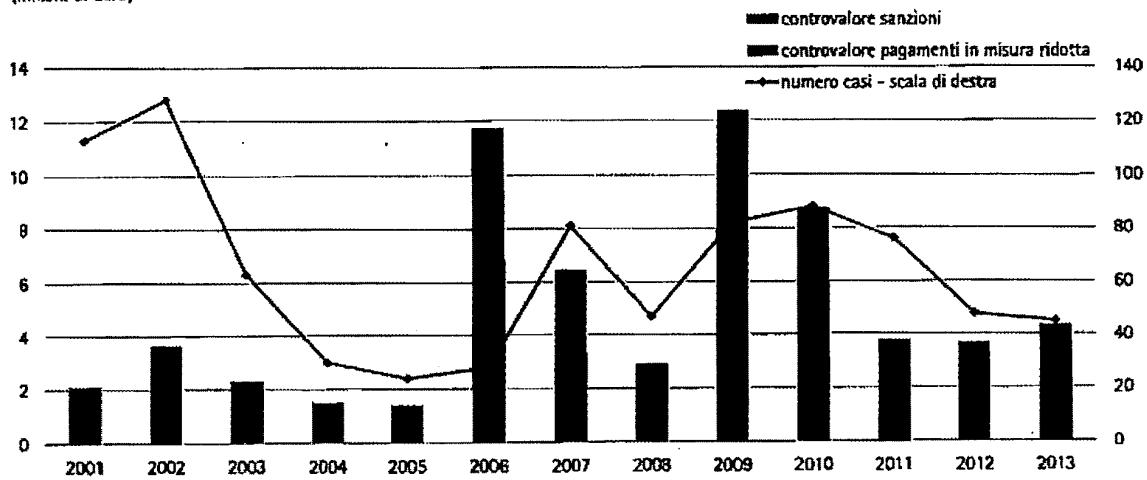
In tale contesto va segnalata, in particolare, la sanzione di 1,35 milioni di euro applicata, unitamente alla sanzione accessoria dell'interdizione per un totale di 54 mesi, nei confronti di tre esponenti aziendali di due società per avere effettuato offerte al pubblico di prodotti e strumenti finanziari in violazione dell'art. 94 del Tuf.

**Tav. 48 Pagamenti in misura ridotta a fronte di contestazioni di violazioni di norme in materia di appello al pubblico risparmio, informativa societaria e deleghe di voto**  
(valori monetari in milioni di euro)

	numero casi				numero soggetti				importo dei pagamenti effettuati in misura ridotta					
	offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita	Opa	informativa societaria	partecipazioni rilevanti e patti parasociali	total/e	offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita	Opa	informativa societaria	partecipazioni rilevanti e patti parasociali	offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita	Opa	informativa societaria	partecipazioni rilevanti e patti parasociali	total/e
2007	4	1	1 <sup>1</sup>	21	27	21	4	1	23	0,2	-	-	1,1	1,3
2008	3	-	-	14	17	27	-	-	18	0,3	-	-	1,1	1,4
2009	-	-	-	44	44	-	-	-	53	-	-	-	2,3	2,3
2010	-	-	-	22	22	-	-	-	22	-	-	-	0,9	0,9
2011	-	-	-	13	13	-	-	-	13	-	-	-	0,5	0,5
2012	-	-	-	4	4	-	-	-	4	-	-	-	0,2	0,2
2013	1	-	-	12	12 <sup>1</sup>	-	-	-	11	-	-	-	0,25	0,25

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Il dato si riferisce a un pagamento effettuato nel 2007 ma relativo a una violazione accertata nel 2006; per i procedimenti sanzionatori originatisi nel 2007 non è più prevista la formula di pagamento in misura ridotta.

**Fig. 120 Sanzioni amministrative in materia di appello al pubblico risparmio e informativa societaria<sup>1</sup>**  
(milioni di euro)



Fonte: Consob. <sup>1</sup> A partire dal 2006 il dato si riferisce alle sanzioni irrogate direttamente dalla Consob; per gli anni precedenti il dato si riferisce alle sanzioni proposte al Ministero dell'Economia e delle Finanze.

**Nel corso del 2013 hanno assunto particolare rilievo le azioni di vigilanza sull'operato dei sindaci delle società quotate, che hanno portato all'applicazione di sanzioni complessivamente pari a 4 milioni di euro nei confronti di 18 componenti dei collegi sindacali di 4 società quotate per violazioni dell'art. 149 del Tuf.**

Tra i casi più rilevanti di responsabilità del collegio sindacale si annovera, anzitutto, quello relativo ai componenti dei collegi sindacali di SAI Fondiaria e della controllata Milano Assicurazioni. Il comportamento degli organi di controllo è risultato caratterizzato dal mancato o negligente esercizio dei doveri di vigilanza sull'operato degli amministratori in relazione al compimento di una serie consistente di operazioni con parti correlate poste in essere dal Gruppo Fonsai con membri della famiglia Ligresti (allora azionisti di riferimento) o con società dagli stessi partecipate. Limitandosi a ratificare l'operato degli amministratori senza svolgere i necessari approfondimenti, infatti, i sindaci hanno disatteso, in un arco temporale particolarmente esteso, il proprio dovere di vigilare sulla legalità della gestione sociale, sulla correttezza sostanziale e procedurale delle sopraindicate operazioni con parti correlate nonché sull'adeguatezza della struttura organizzativa e del sistema di controllo interno della società. In relazione a tali illeciti sono state comminate sanzioni per complessivi 3,7 milioni di euro.

In un altro caso è stata accertata la responsabilità dei membri del collegio sindacale di Parmalat per la violazione dei doveri di vigilanza previsti dall'art. 149, comma 1, lett. a), del Tuf, in merito al negligente esercizio dei doveri di vigilanza sull'operato degli amministratori relativamente all'applicazione del Regolamento disciplinante le operazioni con parti correlate (Regolamento Opc) di maggiore rilevanza e della procedura aziendale adottata sulla base del citato Regolamento. Tali violazioni sono state commesse dai sindaci nel contesto dell'acquisizione, da parte di Parmalat, del 100 per cento del capitale di Lactalis American Group Inc. e di altre due società facenti parte del medesimo gruppo nonché nell'ambito del conferimento del relativo incarico di *advisor* legale. In relazione alle riscontrate irregolarità, sono state applicate nei confronti dei sindaci all'epoca in carica sanzioni pecuniarie per complessivi 180 mila euro.

Nel 2013 sono stati avviati ulteriori procedimenti sanzionatori per violazioni connesse a operazioni con parti correlate non solo nei confronti degli organi di controllo, per violazione dei relativi doveri di vigilanza, ma anche nei confronti delle medesime società quotate, per violazioni degli obblighi informativi previsti nel Regolamento Opc.

Come auspicato dalla Consob nella Relazione per l'anno 2012 con l'obiettivo di rafforzare l'apparato sanzionatorio che assiste tale disciplina, è all'esame del Parlamento l'introduzione di una specifica disposizione nel Tuf che attribuisce alla Consob il potere di comminare sanzioni amministrative pecuniarie nei confronti degli amministratori delle società quotate per la violazione della disciplina in materia di operazioni con parti correlate (Disegno di legge di iniziativa governativa n. 958).

## VI L'attività regolamentare

### 1 L'attuazione della disciplina primaria

Nella prima parte dell'anno la Consob ha posto in essere tutte le necessarie attività per dettare la regolamentazione attuativa dell'art. 30 del decreto legislativo del 18 ottobre 2012, n. 179 (cosiddetto 'decreto crescita-bis', convertito con modificazioni nella legge del 17 dicembre 2012, n. 221), che ha tipizzato, nel nostro ordinamento, l'esercizio professionale della raccolta di capitali di rischio tramite portali *online* (*equity crowdfunding*) per le *start-up* innovative e ha previsto altri interventi di sostegno a favore di queste ultime.

La citata normativa primaria ha riservato tale attività a banche e imprese di investimento (i cosiddetti 'gestori di diritto', annotati nella sezione speciale del registro dei gestori), nonché ai soggetti autorizzati dalla Consob e iscritti nell'apposito registro (i 'gestori iscritti'), delegando all'Istituto, ai sensi dell'art. 50-*quinquies* del Tuf, la definizione di principi e criteri relativi ad alcuni aspetti riguardanti l'istituzione e l'aggiornamento del registro, i requisiti di onorabilità e professionalità dei gestori iscritti, le regole di condotta da rispettare nei rapporti con gli investitori. Inoltre, con riguardo alla disciplina delle offerte al pubblico condotte esclusivamente attraverso i citati portali *online* (di cui all'art. 100-ter del Tuf), alla Consob è affidato il compito di definire taluni aspetti della disciplina a esse applicabili (misura della quota degli strumenti finanziari riservata a investitori professionali o particolari categorie di investitori, tutela degli investitori diversi dai clienti professionali nel caso di trasferimento del controllo della *start-up* innovativa successivamente all'offerta). Dette offerte, ai sensi della norma primaria, devono avere un corrispettivo totale inferiore a 5 milioni di euro, soglia al di sotto della quale non è prescritta la pubblicazione di un prospetto informativo preventivamente approvato dalla Consob.

A livello europeo l'Italia rappresenta, pertanto, il primo paese a dotarsi di un'apposita regolamentazione dell'*equity crowdfunding*, attraverso l'adozione della delibera 18592 del 26 giugno 2013, con cui è stato emanato il 'Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di *start-up* innovative tramite portali *online*', ai sensi dell'articolo 50-*quinquies* e dell'articolo 100-ter del Tuf (Riquadro 11).

### Riquadro 11

#### Il Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di *start-up* innovative tramite portali *online*

Al fine di tutelare gli investitori che sottoscrivono gli strumenti finanziari emessi dalle *start-up* innovative e per garantire un contesto affidabile, il Regolamento disciplina le regole di condotta che i soggetti iscritti al registro sono tenuti a rispettare. L'investitore è tenuto, prima di potere essere ammesso alla sezione delle piattaforme *online* autorizzate nella quale è possibile aderire alle offerte, a rispondere positivamente a un questionario preliminare, essenzialmente volto ad accettare il grado di comprensione delle caratteristiche e dei rischi connessi con la tipologia di investimenti promossi. Sono state inoltre disciplinate dettagliatamente le informazioni da fornire agli investitori con riferimento alla gestione del portale, all'investimento in *start-up* innovative e alle singole offerte.

Conformemente alle disposizioni dettate dal decreto 179/2012, il Regolamento prevede, per la finalizzazione degli ordini, l'intervento di una banca o di un'impresa di investimento che operino nei confronti degli investitori ai sensi della disciplina MiFID. Al fine di graduare gli oneri e favorire lo sviluppo del fenomeno dell'*equity crowdfunding*, sono state definite delle soglie di significatività delle operazioni (500 euro per singolo investimento e 1.000 euro annui per le persone fisiche; 5.000 euro per singolo investimento e 10.000 euro annui per le persone giuridiche), al di sopra delle quali si prevede che gli intermediari che curano il perfezionamento degli ordini di adesione alle offerte applicino, nei confronti degli investitori, le tutele previste nella Parte II del Tuf e nella relativa disciplina di attuazione (profilatura della clientela in ragione delle conoscenze finanziarie e del patrimonio/reddito individuali, nonché verifica dell'appropriatezza/adequatezza degli investimenti realizzati per il tramite dell'intermediario).

Con specifico riferimento all'attuazione dell'art. 100-ter del Tuf, il Regolamento stabilisce alcune condizioni relative alla conduzione delle offerte sul portale. In particolare, ai fini dell'accettazione dell'offerta da parte del portale, è richiesto che lo statuto dell'emittente contempi, per l'investitore *retail*, il diritto di recesso dalla società ovvero il diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni, nonché le relative modalità e condizioni di esercizio, nel caso in cui i soci di controllo, successivamente all'offerta, trasferiscano il controllo a terzi. Inoltre, ai fini del perfezionamento dell'offerta sul portale *online*, una quota almeno pari al 5 per cento degli strumenti finanziari offerti deve essere sottoscritta da investitori professionali ovvero da fondazioni bancarie o da incubatori di *start-up* innovative.

Il Regolamento definisce, infine, i provvedimenti sanzionatori e cautelari che la Consob può adottare nei confronti dei gestori dei portali autorizzati.

A completamento di quanto sopra, con la comunicazione 0066128 del 1° agosto 2013, la Consob ha fornito indicazioni e chiarimenti in merito alla disciplina applicabile ai cosiddetti 'gestori di diritto' (banche e imprese di investimento autorizzate ai relativi servizi), che svolgono direttamente l'attività di gestione di portali *online* per la raccolta di capitali per le *start-up* innovative, chiarendo che costoro sono tenuti ad applicare, nella relazione con la clientela, gli stessi presidi di trasparenza richiesti ai gestori di portali, diversi da banche e imprese di investimento, autorizzati dalla Consob e iscritti nel registro, nonché i requisiti specifici dettati con riguardo alla presentazione e gestione delle offerte.

Le norme emanate dalla Consob sono state il risultato di un processo regolamentare innovativo in cui l'Istituto ha dato piena applicazione ai principi di *better regulation*, svolgendo un'intensa attività di consultazione e individuando parametri per la valutazione *ex post* dell'efficacia dell'intervento regolatorio.

A seguito della definitiva approvazione della disciplina primaria e delle deleghe alla Consob, infatti, è stata posta in essere una specifica indagine conoscitiva, attraverso la pubblicazione di un apposito questionario, suddiviso in quattro sezioni riferite ai diversi destinatari della disciplina del *crowdfunding* (gestori 'potenziali', investitori professionali, investitori *retail* e *start-up* innovative), cui ha fatto seguito l'organizzazione di un apposito *open-hearing*, tenutosi presso la sede romana dell'Istituto nel febbraio 2013.

La seconda fase delle attività dell'Istituto si è concretizzata nella sottoposizione a pubblica consultazione, conformemente all'articolo 23 della legge 262/2005, di uno schema di regolamento di esecuzione e attuazione degli articoli 50-*quinquies* e 100-*ter* del Tuf, redatto tenendo conto delle osservazioni dei partecipanti all'indagine conoscitiva sopra menzionata.

In data 12 luglio 2013 sono stati, quindi, pubblicati gli esiti della consultazione e la 'Relazione sull'attività di analisi d'impatto della regolamentazione (AIR) e sugli esiti della procedura di consultazione', nella quale – *inter alia* – sono stati delineati i vantaggi e gli svantaggi associati alle opzioni regolamentari poste in consultazione, definendo altresì un sistema di indicatori per la valutazione *ex post* dei relativi benefici e costi ai fini della verifica dell'impatto della regolamentazione (VIR), consistente nell'esame del concreto stato di attuazione della disciplina e del grado effettivo di conseguimento degli obiettivi posti alla base della stessa.

La Consob ha, infine, pubblicato nel proprio sito un'ampia sezione di *investor education* che illustra in maniera chiara e approfondita l'*equity crowdfunding* e i suoi rischi.

Per quanto concerne l'attuazione di altre disposizioni di rango primario già presenti nell'ordinamento nazionale, nel mese di luglio, è stata avviata la pubblica consultazione sulle disposizioni inerenti all'adeguata verifica della clientela da parte dei promotori finanziari, da adottarsi ai sensi del decreto legislativo del 21 novembre 2007, n. 231, emanato in attuazione della Direttiva 2005/60/CE (cosiddetta 'Terza Direttiva Antiriciclaggio'), concernente la prevenzione dell'utilizzo del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività criminose e di finanziamento del terrorismo. La consultazione si è conclusa in settembre e, dopo avere acquisito l'intesa da parte della Banca d'Italia e dell'Ivass, come richiesto dal citato decreto, è stata adottata la delibera 18731 del 18 dicembre 2013, entrata in vigore il 1° gennaio 2014.

La delibera stabilisce che «i promotori finanziari assolvano gli obblighi di adeguata verifica della clientela stabiliti dal decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231 e successive modifiche, e dalle relative disposizioni attuative, asservando le

*misure, le modalità e le procedure interne previste, per il proprio personale, dall'intermediario per il quale prestano la propria attività.* Tali disposizioni risultano in linea con quanto disposto in materia dalla Banca d'Italia con provvedimento del 3 aprile 2013, ove è precisato che i promotori finanziari debbono essere qualificati, sul piano degli adempimenti connessi all'adeguata verifica della clientela, alla stessa stregua dei dipendenti degli intermediari per i quali prestano la propria attività.

In attuazione altresì del decreto legislativo del 21 novembre 2007, n. 231, nel mese di settembre, è stata avviata la pubblica consultazione sulle disposizioni in materia di adeguata verifica della clientela da parte dei revisori legali e delle società di revisione con incarichi di revisione su enti di interesse pubblico (Pie). La consultazione si è conclusa nel mese di novembre e, una volta acquisite le richieste intese di Banca d'Italia e Ivass, è stata adottata la delibera n. 18802 del 21 febbraio 2014, con entrata in vigore il 1° giugno 2014.

Le disposizioni in esame hanno preso principalmente a riferimento il Provvedimento della Banca d'Italia del 3 aprile 2013 che, nella stessa materia, detta regole che trovano applicazione nei confronti di banche e altri intermediari finanziari. Si è tenuto, tuttavia, conto della specifica natura dell'attività di revisione legale, che si sostanzia in una serie coordinata di controlli contabili che intervengono *ex-post* rispetto alle operazioni degli enti/società oggetto di *audit* e che si svolgono in modo indipendente e senza alcun coinvolgimento nei relativi processi decisionali.

Pertanto, anche in ossequio al principio di proporzionalità, è stato previsto che le società di revisione e i revisori legali devono dotarsi di misure, modalità e procedure di adeguata verifica, appropriate in rapporto all'organizzazione e alle caratteristiche dei propri clienti, e devono assolvere agli obblighi di adeguata verifica in modo proporzionato al rischio di riciclaggio specificamente rilevabile caso per caso, alla luce del complesso dei dati e delle informazioni di cui le società e i revisori vengano a conoscenza nel diligente esercizio dell'attività professionale.

Con delibera 18751 del 19 dicembre 2013, in ultimo, è stato adottato il Regolamento concernente gli obblighi di pubblicità e trasparenza relativi all'organizzazione e all'attività della Consob, in conseguenza dell'adozione, da parte del Legislatore primario, del decreto legislativo del 14 marzo 2013, n. 33 (cosiddetto 'Decreto Trasparenza'), che *«allo scopo di favorire forme diffuse di controllo sul perseguitamento delle funzioni istituzionali e sull'utilizzo delle risorse pubbliche»* ha inteso la trasparenza *«come accessibilità totale delle informazioni concernenti l'organizzazione e l'attività delle pubbliche amministrazioni»*, mediante la pubblicazione delle stesse in apposite sezioni dei siti internet di ciascuna amministrazione.

Il citato decreto ha previsto che la normativa vigente in materia di trasparenza si applichi anche alle autorità di garanzia, vigilanza e regolazione, *«secondo le disposizioni dei rispettivi ordinamenti»*, tenendo cioè conto delle peculiarità organizzative e funzionali proprie di ciascun istituto. Pertanto, il

Regolamento adottato dalla Consob ha individuato modalità applicative degli obblighi di trasparenza coerenti con le proprie peculiarità ordinamentali, ma al contempo tese a garantire il più possibile l'aderenza al dettato legislativo di riferimento, allo scopo di raggiungere un livello di trasparenza pari a quello stabilito dal decreto.

Il Regolamento prevede la creazione, nel sito istituzionale, di un'apposita sezione denominata 'Autorità Trasparente' nella quale sono pubblicate una serie di informazioni, puntualmente individuate nel testo regolamentare, concernenti l'organizzazione e l'attività dell'Istituto, per le quali sono previsti specifici termini di decorrenza dell'obbligo di pubblicazione e di permanenza dell'informazione sul sito. Il Regolamento disciplina, inoltre, nomina e funzioni del Responsabile per la trasparenza.

## 2 La revisione dei Regolamenti Consob

Con la delibera 18523 del 10 aprile 2013 sono state apportate alcune modifiche alla disciplina regolamentare che si applica alle società cooperative con azioni quotate, conseguenti alle importanti modifiche legislative apportate al Tuf, aventi ad oggetto gli obblighi informativi pre-assemblyari nonché la disciplina del voto di lista per elezione e nomina dei componenti degli organi sociali. In particolare, il decreto legislativo del 18 giugno 2012, n. 91 (cosiddetto 'Correttivo Shareholders' Rights') ha reso omogenea la disciplina della convocazione assembleare per le società cooperative con quella prevista, in via generale, per le altre società quotate, per cui alle società cooperative si applicano i termini di convocazione assembleare previsti dall'art. 125-bis, commi 1 e 3, del Tuf.

Sono state, pertanto, adeguate le disposizioni del Regolamento Emittenti (articoli 70, 70-bis, 72, 73, 74, 77, 84 e 84-bis) che prevedevano termini specifici per l'adempimento degli obblighi di pubblicità, diversi da quelli ordinari.

Con riferimento al voto di lista, l'art. 23-quater del decreto legge del 18 ottobre 2012, n. 179 (cosiddetto 'decreto crescita-bis', convertito in legge 17 dicembre 2012, n. 221) ha modificato il comma 1 dell'articolo 147-ter del Tuf ('Elezione e composizione del consiglio di amministrazione'), consentendo alle società cooperative di stabilire in via statutaria la quota minima di partecipazione richiesta per la presentazione delle liste. In considerazione dell'avvenuta riforma, si è reso necessario procedere all'abrogazione delle disposizioni regolamentari con cui la Consob aveva previsto specifici 'tetti' alle quote di possesso azionario necessarie a presentare le liste, lasciando alle società cooperative piena autonomia nel determinare in via statutaria l'ammontare di tali quote sia per la nomina dei componenti dell'organo amministrativo sia per l'elezione del sindaco di minoranza, ai sensi dell'art. 147-ter, comma 1, del Tuf.

Con la delibera 18523 del 10 aprile 2013, inoltre, sono state abrogate alcune disposizioni del Regolamento Emittenti in materia di

revisione contabile, divenute inapplicabili a seguito delle modifiche apportate al Tuf con il decreto legislativo del 27 gennaio 2010, n. 39, nonché in materia di comunicazione delle partecipazioni rilevanti in società con azioni non quotate o in società a responsabilità limitata, essendo venuto meno tale obbligo per effetto della modifica apportata all'art. 120 del Tuf ad opera del decreto legislativo dell'11 ottobre 2012, n. 184.

Sono state apportate al Regolamento Emittenti, successivamente con la delibera 18612 del 17 luglio 2013, alcune ulteriori modifiche, in parte rese necessarie dall'aggiornamento della normativa europea in materia di prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari, nonché conseguenti alle modifiche legislative apportate al Tuf in materia di comunicazioni *price sensitive*, diritti dei soci e quotazioni di prezzi, in parte suggerite dalla prassi applicativa.

Con riferimento alla disciplina del prospetto, le modifiche hanno completato il processo di recepimento della Direttiva Prospetto, come modificata dalle Direttive 2010/73/UE e 2010/78/UE, tenendo anche conto dell'intervenuta adozione, da parte della Commissione europea, del Regolamento 486/2012 che ha modificato il Regolamento 809/2004/CE inerente ai diversi schemi di prospetto.

Tali modifiche hanno riguardato diversi ambiti, fra i quali anche il rilascio del giudizio di equivalenza per potere beneficiare dell'esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto in presenza di un documento contenente informazioni equivalenti nel caso di operazioni di fusione e di scissione. Si è ritenuto opportuno adottare, in linea con l'ordinamento europeo, un approccio regolamentare adeguato alle specificità dell'emittente e dell'operazione, piuttosto che prevedere, a livello generale e sotto forma di schema, le informazioni che devono essere presenti nel documento per essere considerate equivalenti a quelle riportate in un prospetto. Peraltra, con la comunicazione 13037777 del 3 maggio 2013 sono state definite linee guida per la redazione del documento da sottoporre a giudizio di equivalenza, tenuto conto dell'esperienza applicativa maturata in tale ambito negli ultimi anni.

La *ratio* di tale intervento è stata quella di consentire agli operatori di predisporre un documento da sottoporre al giudizio di equivalenza di qualità elevata sin dall'inizio dell'istruttoria, con evidente riduzione dei tempi della stessa e quindi degli oneri amministrativi a carico degli operatori.

Anche ai fini del rilascio da parte della Consob del giudizio di equivalenza, è stato introdotto il cosiddetto *prefiling* già previsto relativamente all'approvazione dei prospetti, al fine di contribuire a ridurre i termini istruttori e a semplificare l'istruttoria.

Con riferimento alla pubblicazione del prospetto per l'ammissione alle negoziazioni è stata abrogata l'esenzione prevista nel caso di valori mobiliari con controvalore inferiore a 5 milioni di euro, non trovando la stessa esplicito riscontro nel quadro normativo europeo, né nell'ordinamento degli altri Stati membri dell'UE.

Con la delibera 18612/2013, inoltre, sono state apportate al Regolamento Emittenti altre modifiche finalizzate a realizzare un maggiore coordinamento tra alcune disposizioni in esso contenute e la normativa di rango primario.

Si evidenzia, al riguardo, l'intervento realizzato sulla disciplina della sollecitazione delle deleghe di voto per l'assemblea dei soci. Al fine, infatti, di tener conto di quanto dispone l'articolo 135-novies, comma 6, del Tuf, come modificato dal già menzionato Decreto Correttivo *Shareholders' Rights*, è stato previsto che il conferimento e la revoca delle deleghe possano avvenire mediante documento informatico sottoscritto in forma elettronica.

Sono state, inoltre, apportate al Regolamento Emittenti le modifiche conseguenti all'intervenuta modifica dell'articolo 114, comma 1, del Tuf, ad opera del decreto legislativo dell'11 ottobre 2012, n. 184, con cui si è provveduto ad allineare la disciplina nazionale a quella europea in materia di *market abuse*, eliminando l'obbligo di *disclosure* delle informazioni *price sensitive* in capo ai soggetti controllanti di emittenti quotati.

Il Regolamento Emittenti è stato, altresì, modificato per tener conto dell'equiparazione tra la disciplina delle operazioni effettuate sui sistemi multilaterali di negoziazione e quella delle operazioni svolte nei mercati regolamentati, sancita dall'articolo 205 del Tuf, come modificato dal citato decreto legislativo 184/2012, per effetto della quale le quotazioni di prezzi immesse nei sistemi multilaterali di negoziazione non costituiscono offerta al pubblico.

Le modifiche elaborate in ragione della prassi applicativa hanno riguardato principalmente la disciplina dell'Opa, al fine di rafforzarne i presidi informativi, prevedendo l'obbligo di rendere note al mercato alcune notizie di rilevante interesse per il pubblico.

In particolare, si evidenziano la sospensione e il successivo riavvio dei termini istruttori previsti per l'approvazione del documento d'offerta e per l'adozione delle delibere di riduzione e di aumento del prezzo dell'offerta pubblica obbligatoria e la decisione di presentare alla Consob un'istanza per l'aumento del prezzo dell'Opa obbligatoria. Inoltre, al fine di garantire, in ragione della natura irrevocabile delle adesioni, la parità informativa tra tutti gli oblati, è stato previsto l'obbligo di rendere noto al mercato il comunicato dell'emittente, con i relativi allegati, entro il giorno antecedente il primo giorno del periodo di adesione.

Risponde, invece, all'esigenza di consentire alla Consob di conoscere gli emittenti che hanno presentato domanda di ammissione alle negoziazioni e i soggetti che hanno presentato richiesta di giudizio di ammissibilità, l'introduzione dell'obbligo per la società di gestione del mercato di comunicare all'autorità di vigilanza l'avvenuta presentazione di tali istanze.

Sono state apportate al Regolamento Emittenti, infine, alcune modifiche volte a migliorare l'intelligibilità delle disposizioni regolamentari e l'accessibilità degli utenti al sistema delle informazioni regolamentate nel suo

complesso, nonché finalizzate a recepire alcune modifiche apportate alla Direttiva *Transparency* dalla già menzionata Direttiva 2010/73/UE.

Ulteriori modifiche al Regolamento Emittenti si sono rese necessarie anche a causa della pubblicazione, in data 25 luglio 2012, del documento dell'ESMA contenente le *Guidelines on exchange-traded funds (ETFs) and other UCITS issues*. Tali Orientamenti sono diretti a fornire chiarimenti interpretativi in merito all'applicazione di alcuni obblighi prescritti dalla Direttiva 2009/65/UE (cosiddetta UCITS IV), attraverso specifiche indicazioni applicative di portata generale della disciplina europea di riferimento e delle relative disposizioni nazionali di recepimento.

In linea con la dichiarazione di volere conformarsi ai citati Orientamenti, la Consob ha dapprima adottato la comunicazione 13015352 del 22 febbraio 2013, fornendo i chiarimenti necessari per consentire un'ordinata applicazione degli stessi. Nell'esigenza di guidare gli operatori nella conseguente attività di implementazione, sono quindi stati apportati minimi adeguamenti all'articolo del Regolamento Emittenti e allo Schema 1 dell'Allegato 1B (Schema-tipo di prospetto). Con l'occasione si è altresì proceduto a modificare ulteriori disposizioni del Regolamento Emittenti per allinearle al contenuto delle Q&A ESMA/2012/592 e, in particolare, alla Q&A n. 2d, con cui l'ESMA ha chiarito che l'obbligo di consegna del KIID deve assolversi nei confronti di tutti gli investitori, anche se qualificati.

È stata, quindi, condotta una procedura di consultazione, di tipo *notice and comment*, che si è resa necessaria dal momento che le indicazioni interpretative veicolate dalle Q&A ESMA, seppure non vincolanti, hanno imposto un *focare* nell'ordinamento nazionale consistente nell'adozione di previsioni *ex ante* recanti obblighi giuridici.

Con delibera 18671 dell'8 ottobre 2013, sono state quindi introdotte due nuove disposizioni nel Regolamento Emittenti, rispettivamente nella Sezione II, relativa agli 'Oicr italiani aperti', e nella Sezione III, relativa agli 'Oicr comunitari armonizzati'.

Nella Sezione II è stato esplicitato che le disposizioni, in tema di predisposizione, aggiornamento e consegna del KIID e del prospetto relativi agli Oicr armonizzati, trovano applicazione anche nelle circostanze in cui l'offerta ricada in uno dei casi di esenzione previsti nell'art. 34-ter del citato Regolamento. Nella Sezione III si è previsto soltanto l'obbligo di consegna del prospetto nei confronti degli investitori istituzionali in caso di offerta di fondi armonizzati e anche laddove l'offerta rientri in una delle possibilità di esenzione previste dal richiamato art. 34-ter. Difatti, per tale tipologia di fondi gli obblighi di predisposizione e aggiornamento della documentazione di offerta sono già disciplinati dalla normativa del paese di origine.

Nel mese di ottobre, Consob e Banca d'Italia hanno, infine, approvato le modifiche al provvedimento del 22 febbraio 2008 recante la disciplina dei servizi di gestione accentrativa, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione, dopo un lungo *iter*, che ha visto lo scambio di intese reciproche su varie parti dell'articolo e, soprattutto,

dopo l'attenta analisi e condivisione delle soluzioni messe a punto in materia di liquidazione delle insolvenze di mercato, resesi necessarie a seguito delle modifiche intervenute nell'art. 72 del Tuf.

Nel 2013 è proseguita l'attività interpretativa della Consob, attraverso la pubblicazione di comunicazioni aventi lo scopo di chiarire alcune parti della disciplina di competenza, ovvero fornire indicazioni concrete affinché i destinatari delle disposizioni possano corrispondervi in maniera corretta.

Nell'ambito dell'attività di vigilanza relativa alla trasparenza degli assetti proprietari delle quotate, sono emersi alcuni profili critici connessi all'operatività dei *trusts* nel mercato dei capitali di rischio, che hanno reso necessaria, dopo ampia consultazione del mercato, l'emanazione di una comunicazione generale ai sensi dell'art. 115, comma 2, del Tuf (comunicazione 0066209 del 2 agosto 2013).

Con tale comunicazione è stato chiesto ai *trustees*, che detengono una partecipazione rilevante nel capitale (ai sensi dell'art. 120 del Tuf) o che partecipano a un patto parasociale rilevante (ai sensi dell'art. 122 del Tuf), in emittenti aventi l'Italia come Stato membro d'origine, di inviare alla Consob, contestualmente alla comunicazione concernente la partecipazione ovvero il patto parasociale, le seguenti ulteriori informazioni: l'identità dei beneficiari, del *settlor*, del *protector* (laddove presente) o del legale rappresentante; gli eventuali poteri di intervento nella gestione della partecipazione assegnati dall'atto costitutivo a soggetti diversi dal *trustee*; la natura del *trust*; le eventuali sovrapposizioni tra i soggetti (persone fisiche e giuridiche) coinvolti nel *trust* in qualità di beneficiario, *settlor*, *trustee* o *protector* e i soggetti (persone fisiche e giuridiche) che fanno parte della catena partecipativa che fa capo al *trust*, ovvero del gruppo in cui il medesimo è inserito, nonché coloro che rivestono funzioni apicali, di qualsiasi tipo, in tali contesti.

La Consob si è riservata la facoltà di pubblicare nel proprio sito internet, secondo quanto previsto dall'articolo 114, comma 5, del Tuf, gli elementi informativi necessari per una corretta trasparenza degli assetti proprietari, al fine di tutelare gli investitori e garantire il regolare funzionamento del mercato.

A seguito della pubblicazione, in data 1° febbraio 2013, degli Orientamenti dell'ESMA in materia di esenzione da alcune delle disposizioni del Regolamento 236/2012/UE relativo alle vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei *credit default swap* con riguardo all'attività di supporto agli scambi (*market making*) e alle operazioni di mercato primario, tradotti e pubblicati in lingua italiana il 2 aprile 2013, la Consob e la Banca d'Italia hanno adottato una comunicazione congiunta, in data 5 giugno 2013.

Con questa comunicazione sono state impartite le istruzioni per effettuare la notifica alla Consob dell'intenzione di avvalersi dell'esenzione in qualità di *market maker* su titoli azionari, e alla Banca d'Italia dell'intenzione di usufruire delle esenzioni per le attività di *market maker* e *primary dealer* su titoli di Stato e *credit default swap* su emittenti sovrani.

Nel quadro dei lavori di recepimento della Direttiva 2011/61/UE in materia di fondi di investimento alternativi (AIFMD) e delle relative disposizioni comunitarie di attuazione, infine, la Consob ha fornito il proprio contributo al Ministero dell'Economia e delle Finanze per la stesura della bozza del decreto legislativo di recepimento delle disposizioni comunitarie.

Il termine per il recepimento della AIFMD è scaduto in data 22 luglio 2013 (è attualmente in corso di definitiva adozione il decreto legislativo di trasposizione della Direttiva, approvato dal Consiglio dei Ministri il 3 dicembre 2013); alla stessa data sono entrati in vigore i Regolamenti (UE) 345/2013 e 346/2013 (EuVECA ed EuSEF). Considerata l'efficacia diretta, nell'ordinamento nazionale, dei citati Regolamenti nonché di quelle disposizioni della AIFMD che devono ritenersi, per costante giurisprudenza, *self-executing*, la Consob e la Banca d'Italia hanno pubblicato (il 26 luglio 2013) una comunicazione congiunta volta a veicolare alcune indicazioni tese a chiarire le norme in vigore dal 22 luglio 2013, assicurando, così, la piena operatività delle disposizioni comunitarie direttamente applicabili sino all'adozione della disciplina nazionale, legislativa e regolamentare, di recepimento.

Inoltre, sono stati avviati, in collaborazione con la Banca d'Italia per i profili di competenza, i lavori di modifica alla disciplina della gestione collettiva del risparmio, contenuta nel Regolamento congiunto Consob-Banca d'Italia del 29 ottobre 2007, nel Regolamento Consob sugli intermediari e nel Regolamento della Banca d'Italia sulla gestione collettiva, nonché la disciplina sull'offerta al pubblico di Oicr, di cui al Regolamento Consob sugli emittenti.

### 3 Il Regolamento sul procedimento sanzionatorio

Con la delibera 8750 del 19 dicembre 2013 è stato approvato, facendo seguito a una preventiva analisi dei procedimenti sanzionatori condotti e delle relative tempistiche, nonché al consueto procedimento di consultazione pubblica, il nuovo 'Regolamento sul procedimento sanzionatorio della Consob', che si applica ai procedimenti sanzionatori avviati successivamente alla data in cui è entrato in vigore (10 marzo 2014).

Il Regolamento è stato adottato ai sensi dell'art. 24 della legge 28 dicembre 2005, n. 262 che, coerentemente a quanto peraltro sancito anche dagli artt. 187-*septies* e 195 del Tuf, impone, per i procedimenti sanzionatori delle Autorità di vigilanza del sistema finanziario, il *«rispetto dei principi della piena conoscenza degli atti istruttori, del contraddittorio, della verbalizzazione nonché della distinzione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie rispetto all'irrogazione della sanzione»*, prevedendo che le medesime Autorità disciplinano *«con propri regolamenti»* l'applicazione dei principi medesimi.

Ocorre premettere che il modello di procedimento sanzionatorio precedentemente delineato ha dato buona prova di sé (come emerso dalle pronunce giurisprudenziali intervenute in materia nel periodo 2006-2013), sia sotto il profilo

della garanzia del diritto di difesa e del rispetto del principio del contraddittorio sia per ciò che concerne il rispetto del principio della distinzione tra la fase istruttoria e la fase decisoria. Si è, tuttavia, ritenuto opportuno ridurne la durata, nella consapevolezza che tempi eccessivamente lunghi determinano una disfunzione sul piano dell'efficienza amministrativa e un potenziale danno in capo ai soggetti coinvolti e al loro diritto di vedere concluso il procedimento che li riguarda in tempi ragionevolmente contenuti. Inoltre, la riduzione dei tempi di durata del procedimento sanzionatorio sortisce effetti anche in ordine alla capacità deterrente propria dello strumento sanzionatorio, poiché l'efficacia di una misura sanzionatoria è tanto maggiore quanto più la sua irrogazione è temporalmente prossima, secondo un criterio di proporzionalità e di ragionevolezza, alla contestazione dei fatti illeciti ascritti.

Alla luce di tali esigenze, la Consob ha individuato, perfatto, un modello organizzativo che, fermo restando il pieno rispetto dei principi giuridici sopra enunciati, ha consentito di comprimere, fino a dimezzarla, la durata complessiva dei procedimenti sanzionatori, passata da 360 giorni (540 nel caso di soggetti residenti all'estero) al termine unico di conclusione del procedimento pari a 180 giorni.

La riferita compressione dei termini procedurali è stata realizzata abolendo la precedente configurazione 'bifasica' della fase istruttoria del procedimento sanzionatorio (fase che si svolgeva dapprima dinanzi alla Divisione competente per materia, per poi replicarsi anche dinanzi all'Ufficio Sanzioni Amministrative) e prevedendo, in suo luogo, un modulo istruttorio a fase 'unica'; in particolare, si è ritenuto opportuno attribuire la titolarità della competenza della fase istruttoria al solo Ufficio Sanzioni Amministrative, innanzi al quale è concentrato il contraddittorio con le parti interessate dal procedimento e nell'ambito del quale è assicurato alle stesse il pieno esercizio dei diritti di difesa quali previsti dall'ordinamento.

L'accentramento della fase istruttoria in capo all'Ufficio Sanzioni Amministrative consente, inoltre, una maggiore omogeneità e uniformità nella valutazione dei fatti oggetto dei procedimenti, realizzando in tal modo anche una più efficace attuazione del principio di parità di trattamento dei soggetti interessati.

L'attività preistruttoria preordinata all'accertamento dell'illecito e alla contestazione degli addebiti ai soggetti interessati, coerentemente con l'assunto secondo cui l'attività di accertamento degli illeciti costituisce un *proprium* dell'attività di vigilanza, continua a essere curata dalle diverse unità operative competenti per materia; per ciò che concerne la fase 'decisoria', la stessa continua a essere rimessa alla competenza della Commissione.

L'adozione del Regolamento, in cui sono confluite previsioni in precedenza contenute in una pluralità di provvedimenti, ha altresì consentito di realizzare una complessiva razionalizzazione della materia nonché di assicurare una maggiore trasparenza informativa relativamente alla disciplina sanzionatoria della Consob.

#### **4 La misurazione degli oneri amministrativi a carico dei soggetti vigilati**

La Consob, in attuazione delle disposizioni di legge in materia di misurazione degli oneri amministrativi (art. 6, comma 3, del d.l. 13 maggio 2011, n. 70, convertito con legge 12 luglio 2011, n. 106), ha effettuato una cognizione degli obblighi informativi a carico dei soggetti vigilati previsti dalle disposizioni regolamentari da essa emanate in virtù delle deleghe stabilite dal Tuf.

L'indagine ha rivelato un quadro regolamentare complesso, connesso a un impianto di fonti stratificate nel tempo in modo non armonizzato. Gli obblighi informativi ammonterebbero a 619, secondo una stima che tiene conto del numero complessivo di segnalazioni ricevute su base annua (pari a circa 452 mila).

In particolare, sono stati individuati 345 obblighi (per più di 61 mila segnalazioni) con riferimento al Regolamento Emissenti, 104 obblighi (poco più di 361 mila segnalazioni) per il Regolamento Mercati e 110 obblighi rispetto al Regolamento Intermediari (ai quali corrispondono circa 26 mila segnalazioni). Infine, sono più di 12 mila le segnalazioni ricevute dalla Consob in forma cartacea.

Ad esito di tale cognizione, sono state individuate alcune tipologie di interventi, secondo un programma di attività, avviato nel 2013 e da completare entro il 2014, articolato in modifiche di natura normativa, organizzativa e informatica, volte a conseguire una riduzione degli oneri per i soggetti vigilati e a incrementare i benefici per il mercato nel suo complesso.

Con riferimento al 2013, gli interventi tesi a ridurre gli oneri amministrativi hanno riguardato la realizzazione dei sistemi informativi per l'acquisizione e il deposito digitale della documentazione relativa ai prospetti di offerta e/o quotazione di strumenti finanziari comunitari. Ulteriori iniziative sono state rivolte alla semplificazione dei regolamenti, mediante l'eliminazione delle previsioni non più applicabili. Ad oggi sono in corso di svolgimento attività di potenziamento delle infrastrutture informatiche (progetto di revisione del sito internet dell'Istituto e 'Carta degli investitori') in grado di determinare una sostanziale riduzione nei costi di trasmissione dei dati e di accesso agli stessi da parte degli investitori.

## VII 1 controlli giurisdizionali sull'attività della Consob

### 1 Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza

Nel 2013 si sono consolidati gli effetti della sentenza della Corte Costituzionale n. 162 del 27 giugno 2012, con la quale è stata dichiarata l'illegittimità costituzionale delle norme del Codice del Processo amministrativo che avevano attribuito alla giurisdizione esclusiva del Tar le controversie in materia di sanzioni irrogate dalla Consob. Per effetto di questi sviluppi, nel corso dell'anno, si è registrata la predominanza di ricorsi presentati avanti al giudice ordinario.

In particolare il contenzioso 'istituzionale' è sensibilmente aumentato rispetto all'anno precedente sia per le sanzioni amministrative irrogate per violazione delle norme disciplinanti l'attività degli intermediari sia in materia di abusi di mercato. In parte l'incremento è dovuto alla riassunzione di giudizi instaurati innanzi al Tar nel vigore del Codice del Processo amministrativo e conclusisi, successivamente all'intervento della Consulta, con una pronuncia di inammissibilità per difetto di giurisdizione del giudice amministrativo (Tav. 49).

**Tav. 49 Ricorsi contro atti adottati o proposti dall'Istituto<sup>1</sup>**  
(esiti al 31 dicembre 2013)

	Giudice amministrativo <sup>2</sup>						Giudice ordinario <sup>3</sup>					
	accolti <sup>4</sup>	respinti <sup>5</sup>	in corso	di cui:		totale ricorsi	accolti <sup>4</sup>	respinti <sup>5</sup>	in corso	di cui:		totale ricorsi
				accolta sospensiva	respinta sospensiva					accolta sospensiva	respinta sospensiva	
2008	2	5	4	—	—	11	6	25	17	—	—	48
2009	—	2	3	—	2	5	10	24	20	—	—	54
2010	1	10	17	—	5	28	1	42	15	1	1	58
2011	—	29	19	—	8	48	—	3	2	—	—	5
2012	—	20	15	—	1	35	3	27	23	—	—	53
2013	3	1	10	1	1	14	6	14	68	—	13	88

Fonte: Consob. <sup>1</sup> I ricorsi sono riportati per anno di presentazione. <sup>2</sup> La voce comprende i ricorsi al Tar e al Consiglio di Stato, nonché i ricorsi straordinari al Capo dello Stato, Tribunali, Corti d'Appello e Corte di Cassazione. <sup>3</sup> La voce comprende anche i giudizi conclusi con un accoglimento parziale del ricorso o con una riduzione della sanzione comminata. <sup>4</sup> La voce comprende anche le impugnazioni rinunciate a iniziativa del ricorrente e quelle per le quali è stata dichiarata la cessazione della materia del contendere.