

L'attività regolamentare II

1 Il recepimento delle direttive europee

Nel 2014 la Consob è stata chiamata ad assumere un ruolo fondamentale nel processo di revisione complessiva della disciplina di competenza, per effetto dell'intenso flusso di produzione normativa realizzatosi a livello sia europeo sia nazionale.

Il recepimento delle Direttive europee comporta la partecipazione della Commissione in tre momenti attinenti, rispettivamente, all'elaborazione degli schemi di legge europea e di delegazione europea atti a conferire al Governo le necessarie deleghe per l'attuazione della normativa comunitaria; alla successiva predisposizione delle disposizioni primarie di attuazione; alla revisione dei propri regolamenti al fine di renderli conformi alle norme europee.

Il recepimento delle prescrizioni comunitarie implica altresì una serie di attività di più ampia portata, volte a preservare la sistematicità del quadro regolatorio nel suo complesso, coordinare la normativa interna con quella comunitaria ed evitare l'incoerente stratificazione di norme europee e nazionali.

In particolare, si rende necessaria una intensa collaborazione con le altre Autorità di settore, considerata la natura trasversale della maggior parte delle Direttive di competenza, nonché una complessa attività di riordino, semplificazione e razionalizzazione normativa, considerato che l'attuale processo di produzione normativa europeo solitamente abbina alle Direttive regolamenti correlati a efficacia diretta negli ordinamenti domestici.

1.1 Il recepimento della Direttiva CRD IV

Il 2014 ha visto la Consob impegnata nei lavori di recepimento della Direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento (cosiddetta CRD IV). A tal fine, dopo un lungo iter legislativo nel corso del quale la Commissione ha fornito il proprio contributo tecnico, è stata approvata la legge 7 ottobre 2014, n. 154 (cosiddetta 'Legge di delegazione europea 2013-bis'), volta, tra l'altro, al recepimento della CRD IV.

Tale Direttiva, di imminente recepimento, modificherà il Tuf in maniera significativa, con riferimento alla disciplina delle sanzioni amministrative e della vigilanza sugli intermediari.

Relativamente al profilo delle sanzioni amministrative, le principali novità riguardano l'introduzione di un nuovo regime di ripartizione della responsabilità amministrativa tra persone fisiche e persone giuridiche.

L'obiettivo perseguito è quello di sanzionare in prima battuta la società o l'ente nei cui confronti sono accertate le violazioni e, solo in presenza di determinati presupposti, anche le persone fisiche interne alla società o all'ente che abbiano avuto un ruolo nel compimento delle violazioni accertate.

Inoltre, sono stati previsti nuovi importanti strumenti aventi finalità deflative del contenzioso. È stata infine rivista la disciplina dei criteri di quantificazione delle sanzioni e delle modalità di pubblicazione delle stesse.

Dall'attuazione della CRD IV conseguirà l'introduzione nel Tuf dell'istituto della 'segnalazione di violazioni' (*whistleblowing*), importante strumento finalizzato ad agevolare la Consob nella tempestiva conoscenza di condotte violative della disciplina di attuazione della CRD IV e nella definizione di interventi adeguati, anche al fine di attenuarne o prevenirne gli esiti dannosi. Taluni specifici aspetti tecnico-applicativi dello strumento (quale, ad esempio, la parametrizzazione di eventuali diminuzioni delle sanzioni da irrogare ai segnalatori corresponsabili della violazione segnalata), saranno oggetto della regolamentazione secondaria attuativa della riforma, che vedrà la Consob impegnata nel corso del 2015, anche in collaborazione con Banca d'Italia.

1.2 Il recepimento della Direttiva AIFM

Nel corso del 2014 l'attività regolamentare dell'Istituto è stata orientata anche dal recepimento della Direttiva 2011/61/UE sui gestori dei fondi di investimento alternativi (AIFMD o Direttiva AIFM). Il decreto legislativo 4 marzo 2014, n. 44, reca le disposizioni di revisione del Tuf volte a consentire il recepimento nella normativa nazionale della AIFMD e l'inserimento delle disposizioni necessarie all'applicazione dei Regolamenti (UE) 345/2013 e 346/2013 che hanno disciplinato i gestori di fondi europei per il *venture capital* (EuVECA) e i gestori di fondi europei per l'imprenditoria sociale (EuSEF).

Nel corso del 2014, è stata avviata e conclusa, in collaborazione con la Banca d'Italia per i profili di competenza, la consultazione del mercato su un insieme di modifiche aventi ad oggetto i Regolamenti Consob 11971/1999 (Regolamento Emittenti) e 16190/2007 (Regolamento Intermediari), il Regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio del 29 ottobre 2007 (Regolamento

Congiunto) e il Regolamento della Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio.

La Commissione ha approvato, l'8 gennaio 2015, le modifiche ai Regolamenti Emittenti e Intermediari. Il 19 gennaio 2015, la Banca d'Italia e la Consob hanno approvato il provvedimento di modifica del Regolamento Congiunto e la Banca d'Italia ha approvato il nuovo Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio. Tali atti normativi sono divenuti efficaci in esito alla pubblicazione del Regolamento adottato dal Ministero dell'economia e delle finanze in attuazione dell'art. 39 del Tuf, in ordine al quale la Commissione ha prestato la consueta collaborazione tecnica.

La stesura finale dei testi regolamentari ha tenuto conto delle osservazioni formulate dai vari attori del mercato nel corso dei lavori di recepimento nonché nell'ambito della procedura di pubblica consultazione.

L'attività regolamentare posta in essere non ha tuttavia concluso il processo di recepimento della direttiva AIFM nell'ordinamento nazionale; al momento, infatti, non è stato codificato il regime regolamentare concernente l'operatività dei gestori di fondi di Paesi terzi (Gefia non UE) in linea con la disciplina transitoria contenuta nel decreto legislativo n. 44 del 2014, in base alla quale l'entrata in vigore delle norme riguardanti tali soggetti decorrerà dalla data che sarà prevista nell'atto delegato che dovrà essere adottato dalla Commissione europea ai sensi dell'art. 67, par. 6, della AIFMD.

1.3 Le Direttive di prossima attuazione

Nel corso del 2015 la Consob sarà impegnata nei lavori di recepimento di numerose Direttive.

In particolare, l'Istituto sarà impegnato nel completamento del recepimento della Direttiva 2013/11/UE, del 21 maggio 2013, sulla risoluzione alternativa delle controversie dei consumatori (Direttiva ADR per i consumatori) e della Direttiva 2013/34/UE, del 26 giugno 2013, relativa ai bilanci di esercizio e ai bilanci consolidati (Direttiva Contabile). Significativo rilievo assumerà l'attività finalizzata al recepimento della Direttiva 2013/50/UE, del 22 ottobre 2013, in materia di obblighi di trasparenza delle informazioni sugli emittenti quotati (nuova Direttiva *Transparency*); della Direttiva 2014/65/UE, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID2) e all'applicazione del correlato Regolamento (UE) 600/2014 (MiFIR); della Direttiva 2014/57/UE, del 16 aprile 2014, relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato (MAD2) e all'applicazione del correlato Regolamento (UE) 596/2014 (MAR). La Commissione sarà inoltre impegnata nei lavori di recepimento della Direttiva 2014/91/UE, del 23 luglio 2014 (che modifica la Direttiva 2009/65/CE), in materia di OICVM (UCITS5); della Direttiva 2014/56/UE, del 16 aprile 2014, in materia di revisione contabile (Direttiva Audit) e di applicazione del relativo Regolamento (UE) 537/2014 - Regolamento Audit) e anche nell'attività finalizzata alla corretta e integrale applicazione del Regolamento (UE) 909/2014, del

23 luglio 2013, relativo ai depositari centrali di titoli (CSDR), e del Regolamento (UE) 1286/2014, del 26 novembre 2014, relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (PRIIPS).

Il recepimento delle Direttive sarà l'occasione per definire alcuni profili delicati, che l'evoluzione del quadro normativo comunitario e l'esperienza applicativa della vigilanza domestica hanno reso evidenti.

Ai fini dell'attuazione della nuova disciplina *Transparency*, i temi più rilevanti riguardano la pubblicazione delle rendicontazioni trimestrali, non più obbligatoria, e le soglie di trasparenza delle partecipazioni azionarie, definite a partire dal 5 per cento. In entrambi i casi sono fatte salve disposizioni nazionali più severe di quelle comunitarie al ricorrere di determinate condizioni.

A proposito della pubblicazione della relazione trimestrale, si ritiene opportuno recepire la Direttiva *Transparency* attribuendo alla Consob il potere regolamentare di disciplinare gli obblighi di redazione della relazione suddetta secondo le reali esigenze informative del mercato. Nell'esercizio di tale potere la Consob valuterebbe la rilevanza per le decisioni di investimento delle informazioni trimestrali, in funzione delle diverse tipologie di emittenti (imprese di maggiori dimensioni, piccole e medie imprese e società finanziarie), tenuto conto del fatto che oneri eccessivamente gravosi potrebbero andare a detrimento della competitività e dell'attrattività del mercato italiano.

Il recepimento delle modifiche alla Direttiva *Transparency*, inoltre, può essere l'occasione per rivedere l'entità della soglia di *disclosure*, attualmente fissata nel nostro ordinamento al 2 per cento, salvo alcune rilevanti deroghe, e che rappresenta un'eccezione nell'ambito del panorama europeo (se si esclude il Portogallo), in cui tutti i gli altri principali Paesi hanno soglie minime comprese tra il 3 e il 5 per cento.

Con riferimento al recepimento della MiFID2, in tema di riparto delle competenze con la Banca d'Italia dei poteri di vigilanza e di indagine previsti dalla nuova disciplina, si ritiene che l'esercizio dei poteri di *product intervention* in relazione agli strumenti finanziari e ai depositi strutturati debba essere di esclusiva competenza Consob nel caso in cui l'intervento di vigilanza concerna la tutela dell'investitore e in quello in cui il medesimo intervento sia preordinato ad assicurare l'ordinato funzionamento e l'integrità dei mercati finanziari o dei mercati delle merci.

Altri temi di rilievo emergono anche con riferimento alla designazione dell'autorità competente nell'ambito dell'attuazione del Regolamento PRIIPS e del recepimento della Direttiva Solvency2.

Con particolare riguardo alla Solvency2, occorrerebbe mantenere l'attuale ripartizione dei poteri di vigilanza tra le Autorità nazionali, lasciando in capo alla Consob la competenza sui prodotti assicurativi vita dei rami III e V per ciò che

concerne gli aspetti relativi alla trasparenza e correttezza delle condotte nei confronti dei clienti.

L'attuazione della Direttiva Audit riguarderà diversi aspetti già trattati dalla legislazione nazionale con regole più stringenti di quanto non avvenga attualmente in altri Stati membri. In ogni caso, per quanto attiene alle scelte da operarsi comunque a livello nazionale, in occasione dell'esercizio delle numerose opzioni previste dalla Direttiva e dal Regolamento Audit, vi sono alcune questioni che meritano un'attenta riflessione, quali, in particolare, la definizione di enti di interesse pubblico, la rivisitazione della disciplina dell'*audit committee* e l'indipendenza dei revisori. Su tali aspetti è necessario operare scelte armonizzate con gli altri Paesi europei.

In materia di abusi di mercato, la previsione di un doppio regime sanzionatorio (amministrativo e penale) per gli stessi fatti dovrà comunque tenere in considerazione i principi dettati dalla Corte Europea dei Diritti dell'Uomo (EDU) in tema di *ne bis in idem*.

Infine, la Legge di delegazione europea 2013-*bis* ha conferito la delega al governo per il recepimento della Direttiva ADR entro il 9 luglio 2015. La Direttiva ADR si applica alle procedure di risoluzione extragiudiziale delle controversie, nazionali e transfrontaliere, concernenti obbligazioni contrattuali derivanti da contratti di vendita o di servizi tra professionisti stabiliti nell'UE e consumatori in essa residenti, attraverso l'intervento di un organismo ADR, che propone o impone una soluzione o riunisce le parti al fine di agevolare una soluzione amichevole. Il recepimento della Direttiva ADR potrebbe costituire l'occasione per migliorare l'attuale sistema di risoluzione stragiudiziale delle controversie nella materia dei contratti finanziari al fine di potenziare la tutela degli investitori *retail* (si veda il successivo Capitolo IV, 'Le linee di indirizzo per il 2015').

2 Altri interventi in attuazione del Tuf

Nel corso del 2014 la Consob ha provveduto ad adeguare il Regolamento Emittenti alla nuova disciplina in materia di azioni a voto maggiorato e azioni a voto plurimo.

L'articolo 20 del decreto legge 24 giugno 2014, n. 91, convertito con modificazioni dalla legge 11 agosto 2014, n. 116, ha introdotto nel Tuf il nuovo articolo 127-*quinquies* che consente alle società quotate di attribuire un diritto di voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, alle azioni appartenute a uno stesso azionista per almeno 24 mesi dalla data di iscrizione in un apposito elenco. Il medesimo articolo 20 del citato decreto ha, inoltre, apportato ulteriori innovazioni al nostro Tuf al fine di consentire alle società quotate l'emissione - in presenza di determinate condizioni - di azioni con diritto di voto plurimo e ha modificato i criteri

di calcolo delle partecipazioni rilevanti in relazione al numero dei diritti di voto, nonché la disciplina degli obblighi di offerta pubblica.

Le anzidette modifiche normative hanno pertanto determinato la necessità di una revisione delle disposizioni regolamentari in vigore al fine di adeguare le stesse alla nuova disciplina. Il medesimo nuovo art. 127-*quinquies* del Tuf ha conferito espressamente alla Consob il compito di emanare le disposizioni di attuazione in materia, al fine, in particolare, di assicurare la trasparenza degli assetti proprietari e l'osservanza delle regole in materia di obblighi di offerta pubblica di acquisto, fermi restando gli obblighi di comunicazione previsti in capo ai titolari di partecipazioni rilevanti.

Con la delibera del 19 dicembre 2014, n. 19084, la Commissione ha pertanto approvato le modifiche al Regolamento Emittenti, apportando *diversi correttivi alle norme regolamentari in ordine all'applicazione delle nuove disposizioni nell'ambito della disciplina degli assetti proprietari e delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, per ridurre le eventuali asimmetrie informative a scapito degli azionisti di minoranza e garantire l'effettività degli obblighi di offerta in caso di passaggio del controllo dell'emittente.

3 La misurazione degli oneri amministrativi

Tra le iniziative della Consob connesse alla regolamentazione si inseriscono le attività correlate alla Misurazione degli oneri amministrativi ("MOA") in adempimento a quanto stabilito dall'art. 6, comma 3, del D.L. 13 maggio 2011 n. 70, convertito con legge 12 luglio 2011 n. 106. Facendo seguito alla prima fase del progetto portata a termine nel 2013, sono stati individuati alcuni primi possibili interventi da attuare attraverso modifiche di natura normativa, organizzativa e informatica, volti a ridurre gli oneri per i soggetti vigilati e a incrementare i benefici per il mercato nel suo complesso. Tali interventi sono stati parzialmente posti in essere nel corso del 2014, in ossequio alle precipe finalità individuate dall'art. 6 del Tuf per il quale, nell'esercizio delle funzioni di vigilanza regolamentare, la Banca d'Italia e la Consob osservano determinati principi tra cui l'*'agevolazione dell'innovazione e della concorrenza'*.

In particolare hanno trovato piena attuazione i progetti di informatizzazione che consentono la riduzione del carico sui soggetti vigilati e la migliore gestione dei dati da parte dell'Istituto (vedasi l'introduzione di sistemi quali SIPROEM e DEPROEM). Sono stati posti in essere alcuni interventi di natura regolamentare per eliminare gli obblighi non più applicabili ovvero per chiarire determinati aspetti della regolamentazione stessa ed eliminare il mancato coordinamento con la normativa primaria (delibera 18523 del 10.4.2013 con la quale è stato abrogato il Capo I del Titolo VI del Regolamento Emittenti in materia di revisione legale). Il superamento della duplicazione degli invii di documentazione a Consob e Banca d'Italia è oggetto di discussione tra i due Istituti; inoltre, è in fase di

avanzata attuazione il potenziamento e la valorizzazione del sito internet della Consob al fine di aumentarne la funzione di raccolta delle informazioni rilevanti per il mercato e per i risparmiatori.

Sempre nel corso del 2014, è stata avviata la seconda fase del progetto volta alla misurazione dettagliata degli oneri informativi, con particolare attenzione a quelli relativi alla regolamentazione sugli intermediari. Al fine di individuare le possibili stime per i costi unitari, onde poter definire compiutamente tutti i costi e gli associati benefici di ciascun obbligo informativo, sono state avviate diverse interlocuzioni con i soggetti vigilati e, in particolare, con le principali associazioni di categoria. Al termine di tale attività di analisi sarà possibile procedere alla individuazione dei possibili interventi di semplificazione e razionalizzazione degli adempimenti a carico dei soggetti vigilati.

L'attività di mappatura e misurazione degli oneri informativi derivanti dai Regolamenti di competenza della Consob è oggetto di attenzione da parte di accademici ed esperti della materia che ne hanno riconosciuto e apprezzato l'innovatività e la robustezza metodologica, attribuendo all'Istituto una menzione quale *top reformer* per l'anno 2013 (si veda 'L'analisi di impatto e gli altri strumenti per la qualità della regolazione. Annuario 2013', a cura di Alessandro Natalini, Francesco Sarpi e Giulio Vesperini, dicembre 2014).

PAGINA BIANCA

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

1 I mercati

1.1 L'ordinato svolgimento delle negoziazioni

La MiFID, pur dettando una disciplina puntuale delle infrastrutture di negoziazione, non risolve taluni margini di 'incertezza' sul piano definitorio. Tale incertezza riguarda, in particolare, le sedi multilaterali che incrociano gli ordini di una pluralità di controparti in modo discrezionale, anziché secondo regole oggettive e predeterminate, alle quali sono riconducibili i sistemi elettronici interni di confronto (*broker crossing system*) utilizzati da imprese di investimento.

Fermi restando gli interventi normativi comunitari volti a risolvere tali ambiguità, nel 2014 la Consob ha avviato un'indagine conoscitiva per la corretta qualificazione delle *trading venues* italiane, con particolare riferimento ai sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) e agli internalizzatori sistematici (IS), poi pubblicata nel mese di giugno. La ricognizione ha consentito di acquisire elementi informativi utili per una prima valutazione dell'impatto delle nuove disposizioni derivanti dalla revisione della MiFID che, tra le altre cose, ha introdotto una nuova categoria di *trading venues* (*organised trading facilities*, OTF) e modificato la definizione di internalizzazione sistematica.

Sebbene sul piano normativo siano chiare le differenze tra sistemi di negoziazione e attività di mediazione, la ricognizione ha rilevato la presenza di fattispecie 'ibride' e di elementi di disomogeneità nell'implementazione concreta dei criteri previsti per la qualificazione degli MTF e degli IS. È altresì emersa una significativa omogeneità nell'approccio adottato dai gestori delle diverse piattaforme di negoziazione, pure in presenza di elementi specifici legati alla diversa microstruttura dei mercati. La natura della piattaforma (mercato regolamentato ovvero MTF) sembra non incidere sulla scelta dei controlli adottati; inoltre, i soggetti che gestiscono sia mercati regolamentati sia MTF si sono dotati di controlli sostanzialmente sovrapponibili. Tale circostanza è indubbiamente positiva, in quanto espressione di una particolare attenzione al tema dei controlli e nella misura in cui trasferisce agli MTF presidi ideati per i mercati regolamentati, che richiedono standard di vigilanza più intensi.

Nel corso del 2014 si sono concluse alcune verifiche, scaturite anche da accertamenti ispettivi, relative all'adozione da parte della società di

gestione del mercato dei presidi organizzativi e procedurali richiesti dagli Orientamenti ESMA in materia di 'Sistemi e controlli in un ambiente di negoziazione automatizzato per piattaforme di negoziazione, imprese di investimento e autorità competenti', del 22 dicembre 2011. Tutte le piattaforme di negoziazione hanno attivato procedure di *governance* per la definizione dei requisiti funzionali dei sistemi, la valutazione dei rischi nonché della *compliance* con il quadro regolamentare.

È stata rilevata, inoltre, una considerevole attenzione ai presidi per l'individuazione di anomalie tecniche, attraverso l'identificazione di apposite unità organizzative con diversi livelli di intervento e di responsabilità e l'implementazione di strumenti in grado di monitorare gli accessi degli operatori di ogni singolo aderente, le prestazioni dei sistemi e contrastare eventuali fenomeni di disturbo.

I *regulatory technical standard* che l'ESMA si appresta a emanare ai sensi della MiFID2, più dettagliati e prescrittivi degli orientamenti oggi vigenti, richiederanno significativi interventi di adeguamento da parte degli operatori di mercato. In materia, la Consob intende procedere a un approfondimento finalizzato a sensibilizzare intermediari e *trading venues* sugli specifici obblighi introdotti dalla MiFID2, in modo da creare i presupposti per una tempestiva *compliance* con i nuovi requisiti, nell'ottica dell'ordinato svolgimento delle negoziazioni e dell'integrità dei mercati (per maggiori dettagli si veda anche il Capitolo I 'La vigilanza sui mercati', Parte C).

1.2 L'integrità informativa del mercato

Nel corso del 2014 la Consob ha vigilato, come di consueto, sulle informazioni economico-finanziarie relative agli emittenti e rese al mercato in via diretta o indiretta (giudizi di rating, blog, studi di analisti), al fine di ripristinare condizioni di parità informativa, soprattutto in corrispondenza di vicende societarie particolarmente complesse o relative a situazioni di difficoltà finanziaria, e prevenire fenomeni di abuso. In tale direzione ha operato anche la vigilanza sul rispetto degli obblighi di comunicazione delle operazioni effettuate sui titoli di un emittente da soggetti rilevanti e da persone strettamente legate a essi (*internal dealing*).

Nel complesso la Consob ha effettuato 45 interventi, riguardanti 32 emittenti, ai sensi degli articoli 114, comma 5, e 115, commi 1 e 2, del Tuf.

In 10 casi, inoltre, sono stati avviati procedimenti sanzionatori per ritardo nell'invio di comunicazioni di *internal dealing*. Nel corso del 2015 si potrà intervenire sia per adeguare il Regolamento Emittenti Consob al nuovo Regolamento UE 596 del 2014 (*Market Abuse Regulation*) sia, eventualmente, per riconsiderare il termine previsto per l'inoltro delle comunicazioni di *internal dealing* alla luce della riduzione da tre a due giorni del periodo di liquidazione dei contratti negoziati sui mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana a partire dal 6 ottobre 2014.

È altresì continuata l'attenta attività di monitoraggio delle ricerche e delle raccomandazioni di investimento prodotte da intermediari italiani ed esteri. Tale attività è stata particolarmente intensa rispetto alle ricerche degli analisti e dei giudizi di rating relativi alle banche quotate italiane oggetto del *comprehensive assessment* della BCE, nel periodo precedente e immediatamente successivo alla pubblicazione dei risultati di tali verifiche.

Al fine di ripristinare la parità informativa sul mercato, la Consob è intervenuta, ai sensi dell'art. 69-*novies* del Regolamento Emittenti, richiedendo ai soggetti abilitati la pubblicazione di 28 raccomandazioni d'investimento per le quali si era verificata la diffusione di indiscrezioni significative in merito al contenuto, con contestuale sensibile variazione del prezzo degli strumenti finanziari oggetto delle raccomandazioni stesse.

La medesima attività di vigilanza ha riguardato anche la diffusione di giudizi di rating relativi agli emittenti quotati e allo Stato italiano. In questo ambito è stata effettuata una segnalazione all'ESMA riguardante una possibile violazione del Regolamento 1060/2009/CE in materia di agenzie di rating, con riferimento al giudizio espresso su un importante emittente assicurativo italiano.

È proseguito, inoltre, il monitoraggio rispetto a possibili fenomeni di abuso anche con riferimento a strumenti finanziari scambiati negli MTF con il consenso dell'emittente. In materia la Consob non ha attualmente poteri di intervento per il ripristino della parità informativa. Con l'applicazione del Regolamento UE 596, a partire dal 3 luglio 2016, la situazione è destinata tuttavia a mutare, perché l'ambito di operatività degli obblighi di comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate verrà esteso agli strumenti finanziari negoziati solo su un MTF o su un OTF, per i quali l'emittente abbia dato la relativa autorizzazione. In occasione dell'adeguamento dell'ordinamento domestico al Regolamento UE 596, la Consob provvederà a rivisitare le regole relative a modalità e termini degli obblighi di diffusione di informazioni *price-sensitive* già dettati con la MAD1, pur tenendo conto del fatto che il Regolamento, che implica un livello pieno di coerenza, reca modifiche minime sul tema.

Infine, per assicurare il necessario coordinamento con la nuova disciplina del *market abuse* e con le parziali modifiche apportate alla Direttiva 2004/109/CE (*Transparency*) dalla Direttiva 2013/50/UE (che entrerà in vigore nel novembre 2015) occorrerà aggiornare la comunicazione Consob DME/6027054 del 28 marzo 2006, in materia di informazione al pubblico su eventi e circostanze rilevanti e adempimenti per la prevenzione degli abusi di mercato. Potrà anche risultare opportuna una revisione delle disposizioni di autoregolamentazione di cui si è dotata Borsa Italiana in tema di comunicazioni al pubblico (si fa riferimento, ad esempio, agli schemi di comunicato *price sensitive*). Tali iniziative potranno essere utili per definire più puntualmente l'ambito delle informazioni richieste agli emittenti, tenendo conto della loro diversa natura e materialità, e per prevenire interventi dell'autorità.

2 Il governo societario

In linea con gli obiettivi del piano strategico 2013-2015, la vigilanza in materia di governo societario si è focalizzata sul rischio di fenomeni espropriativi che possono realizzarsi mediante operazioni con parti correlate. In particolare la vigilanza sull'applicazione del Regolamento 17221/2010 (Regolamento Opc) ha riguardato la conformità delle procedure adottate dalle società quotate per assicurare la trasparenza e la correttezza, sostanziale e procedurale, delle operazioni con parti correlate ai principi del suddetto Regolamento nonché la loro effettiva applicazione. Particolare rilevanza ha assunto la verifica dell'appropriata individuazione di alcuni aspetti definitivi (si veda il Capitolo II 'La vigilanza sugli emittenti e le società di revisione', Parte C).

In primo luogo, sono state svolte verifiche con riferimento alla mappatura delle parti correlate, secondo un approccio volto a privilegiare la sostanza del rapporto rispetto alla sua forma giuridica, nonché in merito alla valutazione, richiesta dal Regolamento, sull'eventuale individuazione di ulteriori soggetti a cui applicare, in tutto o in parte, analoghi presidi. In secondo luogo, sono stati effettuati approfondimenti istruttori su alcune operazioni classificate come di importo esiguo, e in quanto tali escluse dall'applicazione del Regolamento, volti a verificare l'adeguatezza della soglia di esiguità individuata dall'emittente in rapporto alla dimensione della società, alla tipologia di operazione e/o alla natura della controparte (ad esempio, consulenze/incarichi professionali conferiti ad amministratori).

Infine, è stata monitorata l'attività di revisione, su base almeno triennale, delle procedure interne in materia di operazioni con parti correlate volta ad adeguarle alle modifiche eventualmente intervenute negli assetti proprietari nonché alle indicazioni emerse dalla prassi applicativa.

Con particolare riferimento all'assegnazione di benefici per cessazione dalla carica, la Consob ha pubblicato nel giugno 2014 una comunicazione con la quale ha raccomandato alle società a medio-alta capitalizzazione (appartenenti agli indici Ftse Mib e Mid Cap) la pubblicazione di informazioni dettagliate sulla buonuscita di amministratori esecutivi e direttori generali.

L'intervento trae origine dall'esperienza di vigilanza maturata negli ultimi anni, che in diversi casi ha mostrato la necessità di assicurare al mercato una più tempestiva trasparenza sulle determinazioni effettivamente assunte per regolare la fine del rapporto con amministratori esecutivi o dirigenti apicali e sul relativo processo decisionale.

Le raccomandazioni formulate sono state in vigore fino alla fine del 2014; nel mese di luglio, le medesime raccomandazioni sono state recepite nel Codice di autodisciplina che ne ha esteso l'applicazione a tutte le società quotate. Le raccomandazioni informative formulate dalla Consob e riprese nel

Codice di autodisciplina hanno trovato applicazione in alcuni dei casi di cessazione dalla carica di amministratori esecutivi o direttori generali verificatisi nel secondo semestre del 2014. In tali casi, e in particolare laddove l'informativa resa spontaneamente dalle società non abbia riportato le informazioni raccomandate, la Consob ha svolto approfondimenti sui benefici effettivamente attribuiti al soggetto cessato e sulle ragioni di eventuali scostamenti rispetto alle raccomandazioni informative dell'Autorità e/o del Codice di autodisciplina.

La stagione assembleare del 2014 ha mostrato un'accresciuta partecipazione degli investitori istituzionali, soprattutto esteri. In occasione dell'assemblea di una società a elevata capitalizzazione in cui la quota di capitale complessivamente rappresentata dagli investitori istituzionali è risultata superiore a quella detenuta dall'azionista di maggioranza relativa, il sistema di nomina degli organi sociali tramite il voto di lista ha richiesto alcuni adattamenti.

In particolare, è risultata prima per numero di voti la lista presentata da investitori istituzionali, programmaticamente destinata all'espressione di una minoranza del *board*, mentre è risultata seconda quella presentata dall'azionista di maggioranza relativa, che tradizionalmente aveva espresso la maggioranza degli amministratori. Conseguentemente, il completamento dell'organo amministrativo è stato possibile mediante la votazione dei candidati in assemblea con le maggioranze previste dal codice civile.

Inoltre, la Consob ha fornito alcune precisazioni sulla disciplina normativa e regolamentare in materia di voto di lista, chiarendo in particolare che, nei casi in cui la quota di partecipazione determinata annualmente dall'Autorità sia superiore a quella prevista dallo statuto, debba trovare applicazione la minore tra le due quote in linea con la *ratio* della disciplina di favorire la rappresentanza della minoranza negli organi sociali.

Su tutte le tematiche di governo societario, anche nel 2014 la Consob ha mantenuto un dialogo costante con gli organi di controllo, sollecitando su base continuativa e sistematica la formulazione da parte degli stessi di proprie valutazioni sull'osservanza da parte degli amministratori di specifiche disposizioni legislative o regolamentari e di prassi raccomandate dall'autodisciplina. Tale approccio è volto a stimolare i sindaci nell'esercizio dei doveri di vigilanza a cui sono tenuti per legge e a rilevare con tempestività l'esistenza di eventuali profili di criticità o aree di miglioramento nel sistema di *governance* delle società quotate.

Nell'ambito di queste attività, la Consob ha richiamato l'attenzione degli organi di controllo al rispetto dei propri doveri di vigilanza, evidenziando in determinate situazioni la condotta dovuta dagli amministratori in base alla legge, all'autodisciplina e ai principi di corretta amministrazione.

L'attività di vigilanza ha inoltre portato ad avviare alcuni procedimenti sanzionatori nei confronti dei sindaci per violazione dei doveri

di vigilanza previsti dall'art. 149, comma 1, del Tuf e, in un numero più ristretto di casi, per l'omessa comunicazione senza indugio delle irregolarità riscontrate prevista dall'art. 149, comma 3, del Tuf.

3 Le società di revisione

Secondo il regime normativo vigente, la Consob esercita la propria attività di vigilanza sui revisori legali – iscritti nel Registro unico dei revisori legali tenuto dal Ministero dell'Economia e delle Finanze – che svolgono incarichi di revisione sui bilanci di enti di interesse pubblico (Eip – prevalentemente emittenti quotati, banche, intermediari, compagnie assicurative).

L'attività di controllo su tale categoria di soggetti è stata realizzata nel corso del 2014 attraverso le due forme tipiche della vigilanza: l'accertamento di eventuali irregolarità nell'operato del revisore su specifici incarichi (*enforcement*) e interventi di tipo preventivo (controlli di qualità).

Le principali carenze nel processo di audit rilevate nell'ambito della prima tipologia di controlli riguardano prevalentemente l'attività di revisione di poste fortemente valutative; sono state infatti mosse diffuse censure circa la corretta applicazione dei principi di revisione che dettano le regole di comportamento professionale per la revisione delle stime (principio 540) e del *fair value* (principio 545). Si è altresì riscontrato il permanere di carenze nel rispetto del principio che disciplina la documentazione dell'attività di revisione svolta (principio 230), con particolare riferimento agli importanti aspetti dell'integrità della documentazione e del rispetto della tempistica per la conclusione della fase di formalizzazione dei lavori svolti.

A tal riguardo, e nell'ottica di contribuire a un progressivo innalzamento della qualità dell'attività di revisione, l'Istituto ha collaborato, ai sensi degli articoli 11 e 12 del d.lgs. 39/2010, con il Ministero dell'Economia e delle Finanze (Mef), con le associazioni e gli ordini professionali all'emanazione dei principi di revisione internazionali "Isa Italia" (*International Standards on Auditing*). I Principi, emanati nel dicembre 2014, sono un importante tassello del processo di convergenza della vigilanza in materia di revisione legale, attualmente in corso a livello europeo, in un contesto fortemente integrato come quello dei network, a cui appartiene la quasi totalità delle società di revisione con incarichi sui bilanci di Eip.

In tale logica vanno inseriti anche gli importanti risultati di coordinamento conseguiti dai regolatori europei nell'ambito dell'European Audit Inspection Group (EAIG), a cui la Consob partecipa.

Ci si riferisce all'avvio dell'utilizzo del database contenente le principali risultanze dei controlli di qualità svolti nei paesi europei aderenti sulle società di revisione appartenenti ai dieci maggiori networks europei della revisione (PwC, KPMG, Deloitte, EY, BDO, Grant Thornton, Nexia, Baker Tilly, Mazars, Moore Stephens).

A ciò deve aggiungersi il completamento dell'importante progetto avviato nel 2013, sempre in sede EAIG, teso a sviluppare una metodologia comune tra i regolatori europei per lo svolgimento dei controlli della qualità.

Nel 2014 è stata infatti adottata dall'EAIG la prima 'Common Audit Inspection Methodology' (CAIM), contenente tecniche e strumenti per l'analisi delle aree procedurali chiave ai fini del miglioramento della qualità della revisione. Tale progetto proseguirà nel 2015 per sviluppare una metodologia comune anche per il controllo a campione degli incarichi di revisione (si veda il Capitolo II 'La vigilanza sugli emittenti e le società di revisione', Parte C).

4 L'informativa finanziaria

Nel 2014 la perdurante congiuntura economica sfavorevole ha continuato a incidere sulla redditività delle banche domestiche, per effetto del progressivo deterioramento della qualità del credito e del basso livello dei tassi di interesse di mercato. Per molte società non finanziarie italiane, inoltre, la debolezza dei consumi interni ha comportato un significativo calo della domanda nel mercato di riferimento, con conseguenti ripercussioni sulla sostenibilità del debito.

Tale contesto ha orientato l'attività di vigilanza della Consob, che, coerentemente con gli obiettivi individuati nel piano strategico 2013-2015, ha continuato a rafforzare i controlli sugli emittenti a maggior rischio sistemico (si veda il Capitolo III 'La vigilanza sull'informativa societaria', Parte C). In particolare nel campione di vigilanza *ex art. 89-quater* del Regolamento Emittenti sono state confermate le principali società quotate del settore bancario e sono state inserite quelle società industriali che hanno mostrato fattori di rischio rilevanti, ad esempio un elevato indebitamento e una redditività operativa in calo. In presenza di tensioni economico-finanziarie, infatti, la qualità delle informazioni rese al pubblico può subire un deterioramento, in particolare per talune poste di bilancio (principalmente le attività immateriali) la cui valutazione o recuperabilità si basa su valutazioni prospettiche.

È stata altresì significativa l'attività di verifica in tema di sostenibilità e ragionevolezza dei flussi previsionali a supporto degli *impairment* test delle attività, svolta anche su società non incluse nel campione di vigilanza quali, in particolare, le società di nuova quotazione.

Significativo è stato anche l'impatto sull'attività di vigilanza delle innovazioni ai Principi Contabili Internazionali, ad esempio in tema di *fair value* (già a partire dalle rendicontazioni contabili 2013), e in tema di controllo ai fini del consolidamento delle società partecipate e di partecipazioni in *joint arrangement* (relative alle rendicontazioni del 2014).

La vigilanza dell'Istituto ha altresì tenuto conto dell'evoluzione degli orientamenti internazionali volti a garantire la convergenza delle prassi di

vigilanza. Si iscrive in quest'ultimo ambito il Public Statement dell'ESMA *'European common enforcement priorities for 2013 financial statements'*, che identifica i temi prioritari nell'attività di vigilanza sull'informazione contabile. Tali priorità sono illustrate nella comunicazione Consob 3907 del 19 gennaio 2015 e formeranno oggetto della vigilanza sulle rendicontazioni che saranno pubblicate nel 2015.

Nel corso del 2014, inoltre, la vigilanza della Consob si è concentrata sugli emittenti bancari quotati e con azioni diffuse oggetto del *comprehensive assessment* coordinato dalla BCE. L'esercizio ha avuto un impatto significativo sulle banche interessate, sia per i profili organizzativi sia per effetto delle misure di rafforzamento patrimoniale e delle rettifiche ai valori degli attivi di bilancio richieste dalla BCE ad esito della valutazione.

La Consob ha pertanto svolto verifiche sulla trasparenza delle informazioni finanziarie e contabili rese dalle banche al mercato durante lo svolgimento dell'esame, in occasione della pubblicazione dei risultati finali (alla fine del mese di ottobre) e successivamente alla diffusione degli stessi, quando è stato richiesto di integrare l'informativa delle rendicontazioni contabili trimestrali al 30 settembre 2014 e annuali al 31 dicembre 2014 con un'adeguata *disclosure* degli impatti degli esiti dell'esame sui bilanci dell'esercizio e sulle prassi e procedure contabili applicate.

L'Istituto ha inoltre monitorato le rilevanti operazioni di ricapitalizzazione degli emittenti bancari quotati sottoposti all'SSM. Altre operazioni di ricapitalizzazione oggetto di monitoraggio sono state poste in essere da emittenti quotati in situazione di tensione finanziaria nell'ambito di più complessi progetti di risanamento aziendale, ovvero interessati da specifici progetti di investimento industriale, di semplificazione della struttura societaria o finanziaria dell'emittente e, infine, da peculiari operazioni di integrazione societaria.

Particolarmente intensa è stata, nel corso del 2014, l'attività di vigilanza informativa in occasione delle nuove quotazioni, in crescita rispetto agli anni precedenti a fronte dei segnali di ripresa del mercato dei capitali italiano.

Altre azioni di vigilanza hanno riguardato la richiesta in 36 casi di integrazione dei documenti contabili periodici e di quelli predisposti per l'assemblea ai sensi dell'art. 114 del Tuf.

In tre casi, inoltre, si è pervenuti alla dichiarazione di non conformità dei bilanci ai principi contabili di riferimento ex art. 154-ter del Tuf, mentre in un caso è stata avviata l'azione di impugnativa prevista dall'art. 157, comma 2, del Tuf.

5 La prestazione di servizi di investimento

Nel corso del 2014 è proseguita l'attività di vigilanza, anche di natura ispettiva, nei confronti delle imprese di investimento comunitarie autorizzate a operare in Italia mediante stabilimento di succursale, con