

particolare riferimento a quelle che consentono agli investitori italiani, prevalentemente di natura *retail*, di effettuare, per il loro tramite, negoziazioni su *Contract For Difference* (CFD) e sul Forex (si veda il Capitolo IV 'La vigilanza sugli intermediari', Parte C).

Rispetto agli anni precedenti si è registrato, inoltre, un aumento del numero degli esposti presentati da risparmiatori italiani nei confronti di imprese di investimento comunitarie autorizzate a operare in Italia esclusivamente nella modalità della libera prestazione di servizi. La Consob ha provveduto a trasmettere tali esposti, per le valutazioni e determinazioni di competenza, alle rispettive Autorità dei paesi di origine, essendo queste ultime deputate – alla luce di quanto disposto dalla MiFID – allo svolgimento della vigilanza in via esclusiva nei confronti degli intermediari in parola, anche per l'operatività dagli stessi svolta sul territorio italiano.

In relazione al tema dell'adeguatezza, è proseguito il monitoraggio dei processi gestionali degli intermediari al fine di individuare, in una logica proattiva, potenziali rischi di non conformità. In particolare hanno formato oggetto di scrutinio i processi di pianificazione commerciale e i sistemi di remunerazione del personale, anche alla luce delle recenti linee guida ESMA in materia. Politiche finalizzate alla distribuzione massiva di prodotti, connotate dalla fissazione di obiettivi quantitativi e di correlati premi al personale (a prescindere dall'effettiva considerazione dei bisogni dei clienti serviti), possono infatti favorire condotte opportunistiche degli operatori, in contrasto con l'interesse della clientela.

Le iniziative di vigilanza della Consob, anche di tipo ispettivo, hanno altresì avuto ad oggetto le procedure adottate dagli operatori per lo svolgimento della valutazione di adeguatezza delle disposizioni dei clienti, attesa la centralità di tale regola per l'effettiva tutela dei risparmiatori. Sono stati quindi adottati provvedimenti nei confronti degli intermediari che non si sono dotati di procedure in grado di valorizzare compiutamente le caratteristiche della clientela e/o dei prodotti offerti.

In particolare sono state analizzate le modalità di profilatura della clientela per individuare criticità collegate all'eccessivo affidamento degli intermediari all'autovalutazione delle proprie caratteristiche da parte dei clienti nonché a verificare l'esistenza di sistemi in grado di assicurare l'affidabilità delle informazioni acquisite dalla clientela medesima. Sono state altresì oggetto di specifica attenzione le modalità adottate dagli operatori per valorizzare efficacemente nell'ambito delle valutazioni di adeguatezza il rischio di eccessiva concentrazione dei portafogli dei clienti. È stata verificata, inoltre, l'oggettività delle procedure, con particolare riferimento alla coerenza di trattamento dei diversi strumenti finanziari, sia di propria emissione sia di terzi.

L'azione di *enforcement* è stata affiancata da una parallela attività di ulteriore orientamento degli operatori mediante presa d'atto e validazione

di iniziative di autoregolamentazione avviate dall'industria anche sulla scorta degli orientamenti forniti dall'ESMA nel 2012.

Infine, il 22 dicembre 2014, la Consob ha pubblicato una Comunicazione avente ad oggetto la distribuzione di prodotti finanziari complessi alla clientela al dettaglio, volta a chiarire quali cautele devono essere osservate dagli intermediari al fine di assicurare la cura degli interessi della clientela, sin dalle fasi antecedenti a quelle di immissione sul mercato dei prodotti finanziari. La Comunicazione recepisce le indicazioni contenute nelle *Opinion* dell'ESMA in materia di prodotti complessi e strutturati.

La Consob ha rimarcato il dovere degli intermediari di condurre autonome valutazioni volte a definire il perimetro dell'offerta in linea con il profilo del proprio target di clientela. Ha poi raccomandato specifiche misure di attenzione per gli intermediari, proporzionate al crescere dei livelli di complessità dei prodotti oggetto di possibile commercializzazione.

In particolare, è stato individuato un elenco, esemplificativo e non esaustivo, di categorie di prodotti a complessità elevata, le cui peculiarità possono determinare particolari rischi di non conformità, in relazione ai quali è stata raccomandata l'adozione di presidi rafforzati con riguardo a valutazione di adeguatezza degli investimenti, misure di gestione dei conflitti di interesse e informativa alla clientela. Sulla scorta delle posizioni recentemente espresse in sede comunitaria (Statement dell'ESMA del 31 luglio 2014 recante 'Potential Risks Associated with Investing in Contingent Convertible'), è stata poi messa in evidenza la sostanziale inidoneità per la clientela *retail* di talune tipologie di prodotti incluse nel sopra richiamato elenco, in ragione della complessità della struttura finanziaria e della peculiare 'opacità' del rischio sottostante. Nell'ipotesi in cui gli intermediari intendessero comunque offrire tali prodotti a clienti *retail*, la Comunicazione precisa la necessità che tale decisione sia assunta, su base motivata, dallo stesso vertice aziendale. L'intermediario dovrà quindi adottare presidi in grado di contenere in maniera sostanziale l'innalzato rischio di non conformità delle condotte, informando il cliente circa il fatto che la Consob ritiene quel prodotto inadatto alla clientela al dettaglio.

Le decisioni e gli indirizzi che i soggetti vigilati intenderanno assumere contribuiranno a orientare, in una logica *risk-based*, l'attività di supervisione dell'Istituto.

6 I prodotti *non equity*

La vigilanza sull'informativa degli strumenti finanziari non rappresentativi di capitale continua a caratterizzarsi, in ambito europeo, per divergenze significative tra ordinamenti nelle prassi applicative della normativa comunitaria. La Consob ha avuto modo di apprezzare tali divergenze rispetto alla declinazione degli elementi informativi richiesti o consentiti dal Regolamento Prospetto, così come modificato dal Regolamento

Delegato (UE) 486/2012, a seguito di una ricognizione effettuata su un campione di prospetti esteri relativi a prodotti *non equity*, notificati all'Istituto nell'ambito del regime di validità transfrontaliera dell'approvazione di un prospetto (cosiddetta 'passaportabilità' della documentazione d'offerta approvata dall'autorità del paese d'origine). La revisione della Direttiva Prospetto, *in itinere*, potrebbe rappresentare l'occasione per colmare le divergenze nelle prassi applicative domestiche (si veda il Capitolo III 'La vigilanza sull'informativa societaria', Parte C).

Le verifiche *inter pares* (*peer review*) delle prassi di vigilanza adottate costituiscono uno strumento volto a favorire una maggiore convergenza sulla base di metodi di valutazione e confronto oggettivo tra le Autorità. Nel corso del 2014 la Consob è stata interessata da una *peer review* condotta dall'ESMA e avente ad oggetto le attività di vigilanza espletate in ordine al rispetto delle regole di condotta dettate dalla MiFID, con particolare riferimento al rispetto dei principi e regole previste nell'ambito della pubblicità. Tale attività si è conclusa nel dicembre 2014 con esito favorevole per l'Istituto (si veda *Peer review report ESMA/2014/1485*, 11 dicembre 2014).

Nel corso del 2014, con specifico riferimento a strumenti finanziari *non equity* emessi da banche, è proseguito il potenziamento della vigilanza sull'informativa resa nel prospetto in occasione dell'offerta al pubblico e/o dell'ammissione alla negoziazione su mercati regolamentati. Al riguardo, è stata rafforzata la vigilanza sull'attività pubblicitaria, in particolar modo sulla diffusione di messaggi pubblicitari relativi all'offerta al pubblico e/o all'ammissione alla negoziazione su mercati regolamentati di prodotti connotati da profili di complessità e/o rischiosità talvolta oggetto di diretto classamento in Borsa.

È stata altresì monitorata la necessità di adeguare e aggiornare la *disclosure* resa nei prospetti alla luce delle incertezze derivanti dal *comprehensive assessment* condotto dalla BCE e delle numerose operazioni di ricapitalizzazioni bancarie effettuate nel corso dell'anno ai fini di rafforzamento patrimoniale.

In considerazione dell'entrata in vigore dal 1° gennaio 2015 della Direttiva sulla risoluzione delle crisi bancarie (Direttiva 2014/59/UE), infine, è stata aggiornata l'informativa resa nei prospetti informativi, al fine di rappresentare le maggiori rischiosità derivanti dalla sottoscrizione degli strumenti finanziari soggetti al regime di *bail-in*. Il completamento del recepimento a livello nazionale della Direttiva potrebbe tuttavia richiedere ulteriori interventi tesi a chiarirne il perimetro applicativo.

7 La gestione collettiva del risparmio

Nel corso del 2014 l'attività di vigilanza sui comportamenti degli intermediari gestori di fondi aperti si è prevalentemente focalizzata sulle politiche commerciali. In particolare hanno formato oggetto di analisi i

processi decisionali sottesi alla definizione della gamma di prodotti, al fine di verificarne l'effettivo orientamento al soddisfacimento dei bisogni della clientela *target* anziché alle esigenze delle reti di vendita, anche in termini di schemi di remunerazione (si veda il Capitolo IV 'La vigilanza sugli intermediari', Parte C).

Con particolare riferimento alla trasparenza informativa nell'offerta al pubblico, le attività di vigilanza hanno riguardato principalmente la documentazione di offerta degli Oicr aperti armonizzati. In tal senso, seguendo un approccio *risk based*, sono state esaminate le 'informazioni chiave' per gli investitori recate dai *Key Investor Information Document* (KIID) e la loro coerenza con quelle, maggiormente dettagliate, riportate nel prospetto informativo degli Oicr. Al riguardo, sono emersi ambiti di miglioramento con particolare riferimento alla descrizione degli obiettivi e della politica di investimento degli Oicr: le informazioni rese al proposito non sono sempre risultate rappresentative delle principali caratteristiche del prodotto (si veda la comunicazione 45188 del 29 maggio 2014).

Con riferimento alla vigilanza sui gestori di fondi immobiliari riservati a investitori qualificati le analisi relative ai rapporti tra i gestori e gli esperti indipendenti incaricati della valutazione degli attivi hanno fatto emergere profili di attenzione soprattutto con riguardo alla gestione dei conflitti di interesse.

Relativamente ai fondi immobiliari destinati al pubblico indistinto, anche in ragione delle intervenute modifiche del quadro normativo che hanno consentito di dilazionare (a determinate condizioni) la naturale scadenza dei fondi di ulteriori due anni, si è ritenuto di proseguire l'attività di verifica dei comportamenti tenuti in prossimità della scadenza di tali prodotti.

8 L'abusivismo e la gestione degli esposti

Nel 2014 la Consob ha continuato a intensificare la vigilanza in ordine alle ipotesi di abusivismo previste dalla disciplina degli intermediari e degli emittenti, avviando 133 istruttorie (+10 e +40 per cento rispetto all'omologo dato del 2013 e del 2012). Parallelamente sono aumentate, in modo significativo e più che proporzionale, le iniziative di *enforcement* (si veda il Capitolo VII 'La tutela dell'investitore', Parte C).

In linea con quanto registrato negli anni precedenti, le ipotesi di abusivismo indagate hanno riguardato soprattutto presunte violazioni della disciplina in materia di intermediari. Le vicende portate all'attenzione della Consob si riferivano in larga parte alla prestazione di servizi e attività di investimento tramite l'utilizzo di piattaforme per il *trading on line* e in pressoché tutte le ipotesi tale operatività ha avuto ad oggetto gli strumenti finanziari delle opzioni binarie e dei CFD.

Avuto riguardo alle ipotesi di abusivismo per violazione delle disposizioni previste dalla disciplina degli emittenti (offerta al pubblico di prodotti finanziari/pubblicità relativa all'offerta al pubblico di prodotti finanziari in assenza di pubblicazione del prospetto), il numero di istruttorie avviate e provvedimenti assunti dalla Consob nel 2014 è sostanzialmente in linea con il dato dell'anno precedente. In tale ambito hanno maggiormente formato oggetto di indagine le iniziative volte a offrire ovvero pubblicizzare programmi di investimento ad alto rendimento (cosiddetti *High Yield Investment Program*) e iniziative relative a progetti imprenditoriali nel campo delle energie rinnovabili.

In continuità con quanto emerso nel secondo semestre del 2013, anche nel 2014 sono state segnalate alla Consob alcune iniziative concernenti sedicenti piattaforme di *crowdfunding*, ossia piattaforme web per mezzo delle quali sarebbe possibile per l'investitore finanziario i progetti imprenditoriali sulle stesse pubblicati attraverso la sottoscrizione di non meglio precisati strumenti finanziari (in molti casi si parla di *share*, benché all'investitore venga prospettato un rendimento percentuale predefinito).

Tale fenomeno non va confuso con le piattaforme di *equity crowdfunding*, disciplinate dal legislatore nazionale, che consentono alle imprese qualificabili alla stregua di *start-up* innovative di raccogliere capitale di rischio per il tramite di portali *on line* gestiti da soggetti che, se non rientranti nella categoria dei soggetti di diritto, devono essere in possesso dei requisiti stabiliti dalla Consob con il Regolamento 18592, entrato in vigore il 27 luglio 2014. Tale Regolamento individua diversi presidi a tutela degli investitori, relativamente a una serie di doveri informativi, impossibilità per il gestore del sito di detenere le somme di pertinenza dei clienti e impossibilità a procedere direttamente al perfezionamento dell'operazione.

L'operatività delle sedicenti piattaforme di *crowdfunding* si connota per l'assenza di elementi informativi sul gestore della piattaforma, sovente residente in Stati esteri con legislazione di favore ovvero in grado di celare la propria identità tramite società fornitrici il servizio di protezione dei dati personali, anch'esse costituite in Stati esteri classificabili come Paesi off-shore, l'assenza di elementi informativi sull'emittente e sui beneficiari delle somme, la prospettazione di rendimenti oltremodo elevati, l'indeterminatezza della natura dello strumento finanziario.

Più in generale tali elementi di criticità sono rinvenibili in gran parte delle vicende nelle quali il soggetto che offre/pubblicizza prodotti finanziari ovvero presta servizi e attività di investimento nei confronti del pubblico residente in Italia opera tramite il canale internet. Tali modalità sono particolarmente insidiose per i risparmiatori in quanto sostanzialmente tese a carpirne la buona fede e a indurli a compiere atti di disposizione patrimoniale potenzialmente pregiudizievoli per gli stessi.

Tali vicende, costituendo fatti potenzialmente rilevanti sotto il profilo penale, sono state portate all'attenzione dell'Autorità Giudiziaria. In 66 casi (50 nel 2013).

Nel corso del 2014 si è registrato un aumento del numero delle segnalazioni nelle quali i risparmiatori italiani hanno rappresentato di essere stati contattati direttamente per telefono. Tale tecnica di contatto, che si aggiunge a quella più pervasiva tramite web, è nota con il termine *cold calling* (letteralmente 'telefonata a freddo'). Essa mira a indurre il risparmiatore, colto di sorpresa, impreparato e talvolta incapace di reggere alla pressione psicologica cui è sottoposto, ad aderire all'iniziativa presentata.

Nel 2014, come di consueto, la Consob ha dedicato particolare attenzione agli esposti pervenuti. A partire dalla fine del 2013, l'Istituto si è dotato di una nuova procedura interna per la gestione degli stessi e ha affinato le funzioni del Sistema Integrato Esposti (SIES) che consente, grazie all'ausilio di supporti informatici, la catalogazione di tutti gli esposti ricevuti, l'individuazione dei dati utili per la vigilanza e la relativa condivisione con le altre strutture istituzionali.

Complessivamente gli esposti ricevuti nel 2014 dalla Consob sono stati 1.505 di cui solo 936 sono stati considerati utili ai fini di vigilanza, poiché relativi ad aree rientranti nella competenza istituzionale. Il settore maggiormente interessato da esposti è stato quello dell'intermediazione finanziaria, con il 40 per cento circa delle segnalazioni riguardanti anomalie nella prestazione dei servizi d'investimento da parte sia di soggetti abilitati sia di soggetti che svolgevano abusivamente tale attività.

9 L'attività ispettiva

Nel 2014 la Consob ha avviato 41 verifiche ispettive e ne ha concluse 30 (di cui 6 avviate nel 2013); le ispezioni in corso alla fine dell'anno risultano pari a 17. La Banca d'Italia ha chiesto, in base ai vigenti protocolli di intesa, l'esecuzione di sei ispezioni. In 24 casi ci si è avvalsi, nella fase di accesso, della collaborazione del Nucleo Speciale di Polizia Valutaria della Guardia di Finanza (si veda il Capitolo V 'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori', Parte C).

Le aree più frequentemente indagate hanno riguardato: gli abusi di mercato (16 casi), le regole di comportamento e trasparenza degli intermediari (11 casi), la gestione di fondi immobiliari destinati alla clientela *retail* (3 casi), i presidi anticiclaggio (6 casi, di cui 3 per conto della Banca d'Italia).

Gli accertamenti hanno coinvolto 26 intermediari, 4 emittenti quotati (ovvero partecipanti al capitale), 4 società di revisione e 7 soggetti non ordinariamente sottoposti alla vigilanza della Consob.

Con riferimento a fenomeni abusivi realizzati via internet e rientranti nelle competenze dell'Istituto, nel 2014 sono stati svolti 140 accertamenti che hanno comportato analisi e approfondimenti relativi a 503 siti web.

Sotto il profilo della vigilanza informativa, sono state indirizzate 23 richieste di dati e notizie nei confronti delle società di revisione con incarichi su enti di interesse pubblico (Eip). In due casi sono stati effettuati incontri con esponenti aziendali apicali e in tre casi sono stati attivati i poteri ispettivi.

Con riferimento ai promotori finanziari l'attività istruttoria ha condotto all'avvio di cinque procedimenti sanzionatori per violazioni delle norme che prevedono limitazioni all'uso del contante e dei titoli al portatore e delle disposizioni sull'adeguata verifica della clientela.

10 Gli interventi sanzionatori

10.1 La sentenza della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo

La Corte Europea dei Diritti dell'Uomo, nella cosiddetta 'sentenza Grande Stevens' (depositata il 4 marzo 2014), ha esaminato il tema della conformità della regolamentazione sanzionatoria Consob (delibera 15086/2005) ai principi dell'equo processo sanciti dall'art. 6 della Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo, con riguardo alle sanzioni amministrative per abusi di mercato. La Corte, nel presupposto della natura «*sostanzialmente penale*» di dette sanzioni, ha constatato profili di «*manca di imparzialità oggettiva della CONSOB*» e di «*manca conformità del procedimento dinanzi ad essa con il principio del processo equo*», ma ha affermato - sulla scorta della propria costante giurisprudenza - che tali constatazioni «*non sono comunque sufficienti per poter concludere che nel caso di specie vi è stata violazione dell'articolo 6*» della Convenzione, posto che i provvedimenti sanzionatori sono sottoposti al successivo vaglio giurisdizionale di un organo di piena giurisdizione. La Corte EDU ha ravvisato una violazione dell'art. 6 della CEDU solo nel caso specifico ed esclusivamente in quanto - nel giudizio promosso innanzi alla Corte d'Appello di Torino dal sig. Grande Stevens e dagli altri ricorrenti - non vi è stata una udienza pubblica.

Successivamente alla sentenza Grande Stevens, le Corti d'Appello adite da destinatari di provvedimenti sanzionatori Consob, in tutte le materie di competenza, hanno escluso la sussistenza di profili di illegittimità derivanti dalla particolare «*conformazione regolamentare*» del procedimento sanzionatorio. Anche il TAR del Lazio, innanzi al quale sono state proposte domande di annullamento del Regolamento Consob 15086 del 2005, ha

«escluso la necessità di un intervento normativo strutturale sulla disciplina del procedimento» a seguito della sentenza Grande Stevens. Nell'ambito di quei giudizi, il Consiglio di Stato (in sede cautelare) aveva invece ritenuto sussistere un obbligo di adeguamento della regolamentazione sanzionatoria Consob alla sentenza della Corte EDU.

Nella medesima sentenza - e sempre con riguardo alle sanzioni per abusi di mercato, improntate nell'ordinamento italiano al principio del 'doppio binario sanzionatorio', amministrativo e penale - la Corte EDU ha ritenuto applicabile il 'divieto di un secondo giudizio' (cosiddetto *ne bis in idem*, art. 4 del Protocollo n. 7 alla Convenzione), ritenendo precluso, a fronte di una medesima condotta, l'avvio di un procedimento penale successivamente all'applicazione in via definitiva di sanzioni amministrative (stante la loro natura «sostanzialmente penale»). Conseguentemente, la Corte ha ordinato la conclusione nel più breve tempo possibile dei procedimenti penali pendenti nei confronti dei ricorrenti.

Sulla vicenda il Consiglio di Stato si è espresso in via definitiva con sentenze depositate il 26 marzo 2015. I Giudici hanno statuito che il Regolamento Consob in materia di sanzioni «non presenta motivi di contrasto con l'art. 6, par. 1, della CEDU» e hanno riconosciuto che «Rispetto ai precetti costituzionali non emergono profili di illegittimità». Il Consiglio di Stato ha, peraltro, ravvisato un profilo di incompatibilità della regolamentazione Consob con le previsioni contenute negli artt. 187-*septies* e 195 del Tuf. con riguardo alla mancata possibilità, per i soggetti nei confronti dei quali è stato avviato un procedimento sanzionatorio, di controdedurre rispetto alla Relazione dell'Ufficio Sanzioni Amministrative. Il Consiglio di Stato ha, comunque, ritenuto inammissibili gli originari ricorsi al TAR per difetto di interesse ad agire, posto che l'impugnativa della regolamentazione sanzionatoria Consob era stata proposta da soggetti non ancora sanzionati. La Consob sta comunque valutando la possibilità di apportare modifiche al testo regolamentare volte a rafforzare il contraddittorio.

10.2 I provvedimenti sanzionatori

Nel 2014 sono stati portati a compimento 160 procedimenti sanzionatori (142 nel 2013), dei quali 140 si sono conclusi con l'applicazione di sanzioni (135 nel 2013). L'importo complessivo delle sanzioni pecuniarie applicate è stato pari a circa 20,6 milioni di euro, rispetto ai 32,5 milioni del 2013. Nel corso dell'anno sono state, inoltre, comminate sanzioni accessorie interdittive per complessivi 156 mesi (231 mesi nel 2013) e, ad esito di procedimenti per violazioni in materia di abusi di mercato, sono stati confiscati beni per un valore corrispondente a circa 396 mila euro (1,8 milioni di euro nel 2013).

I provvedimenti sanzionatori adottati nei confronti di intermediari finanziari, per violazione delle regole generali di diligenza, correttezza e trasparenza nella prestazione dei servizi e delle attività d'investimento e nella gestione dei

conflitti d'interessi, sono stati in totale 16 (14 nel 2013), mentre quelli assunti in relazione alla prestazione non autorizzata dei servizi di investimento nonché all'abusiva offerta fuori sede degli stessi, sono stati in totale 6.

Inoltre, a conclusione di procedimenti avviati per violazioni della disciplina degli emittenti e dell'informativa al pubblico sono stati assunti 40 provvedimenti sanzionatori. Tra questi, si segnalano quelli concernenti violazioni dei doveri gravanti sugli organi di controllo degli emittenti (art. 149, comma 1 e comma 3, del TUF) che sono stati in totale 8 e hanno riguardato 30 componenti di collegi sindacali di società quotate.

Con riguardo ad accertate violazioni della disciplina in materia di abuso di informazioni privilegiate (art. 187-bis, del Tuf) e manipolazione del mercato (art. 187-ter, del Tuf) sono stati in totale 9 i provvedimenti sanzionatori assunti nel corso dell'anno (14 nel 2013), di cui 2 hanno riguardato fattispecie di abuso di informazioni privilegiate e 7 integranti casi di accertata manipolazione del mercato.

Nel 2014 è stata altresì accertata una violazione dell'art. 187-*quinquiesdecies*, del Tuf da parte di una persona fisica, con applicazione di una sanzione pecuniaria pari a 50 mila euro.

Con riferimento ai promotori finanziari, nell'anno 2014 sono stati adottati complessivamente 68 provvedimenti sanzionatori (63 nel 2013). Sono state inoltre effettuate 24 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria per fatti penalmente rilevanti emersi nel corso delle istruttorie svolte (a fronte delle 27 del 2013).

Nel 2014 è stato adottato un provvedimento sanzionatorio per violazioni della vigente disciplina in materia di *transaction reporting* previsti dall'art. 65, comma 1, *lett. b)* del Tuf e dall'art. 23 del Regolamento Consob 16190/2007 (per maggiori dettagli si veda il Capitolo V 'L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori', Parte C).

11 Seminari e convegni

Per celebrare i 40 anni dalla sua istituzione, nel 2014 la Consob ha organizzato un ciclo di quattro seminari, con l'obiettivo di stimolare il dibattito sui profili evolutivi della regolazione e della vigilanza dei mercati finanziari.

In particolare, il primo seminario ha avuto ad oggetto le prospettive di riforma dell'Amministrazione e controllo nelle società quotate; il secondo ha riguardato i profili evolutivi nell'attività di vigilanza e di *enforcement* dell'Istituto; il terzo è stato dedicato alle nuove regole per favorire lo sviluppo dei mercati; il quarto e ultimo seminario ha esaminato le nuove tendenze in materia di informazione finanziaria e tutela degli investitori.

Inoltre, sono stati organizzati numerosi eventi nel corso dei quali sono state presentate le pubblicazioni curate dall'Istituto in materia di analisi della congiuntura e assetti proprietari delle società quotate italiane. Si è altresì tenuto un seminario sulla Relazione annuale per il 2013 e *workshop* dedicati all'approfondimento delle misure attuative della disciplina EMIR e MiFID2.

Le linee di indirizzo per il 2015 IV

1 Le aree di rischio e gli obiettivi operativi

Nel seguito sono illustrati gli obiettivi operativi dell'Istituto per l'anno 2015, suddivisi rispetto alle aree di vigilanza relative, rispettivamente, a mercati, emittenti e intermediari. Sono altresì dettagliate le iniziative programmate al fine di migliorare i processi organizzati e le infrastrutture informatiche a supporto della vigilanza.

1.1 La vigilanza sui mercati

Il proliferare di più sedi di negoziazione in concorrenza tra loro può generare vantaggi in termini di innovazione, aumento del volume complessivo degli scambi e riduzione dei costi di negoziazione. In assenza di un efficace meccanismo di consolidamento delle informazioni e di una concreta attuazione del principio di *best execution*, tuttavia, la presenza di più *trading venues* può compromettere il buon funzionamento dei mercati finanziari, conducendo alla frammentazione della liquidità e minando l'efficienza del processo di formazione dei prezzi.

In questo contesto, è cruciale garantire l'efficacia dei presidi introdotti dalla MiFID in termini di trasparenza delle negoziazioni e *best execution* attraverso la vigilanza in materia di obblighi informativi implementati dalle *trading venues*, costi di accesso alle informazioni sostenuti dagli utenti e deroghe alla trasparenza *pre-trade* richieste dalle *trading venues* europee (fermo restando il controllo sugli obblighi di trasparenza *post-negoziazione* a carico degli intermediari per l'operatività Otc e sui canali utilizzati a tal fine).

In questa ottica, la Consob proseguirà nel rafforzamento dell'attività di vigilanza sui flussi informativi a sua disposizione, migliorandone l'organizzazione sul piano informatico e verificando il rispetto della disciplina sulla *best execution* da parte degli intermediari, con particolare riguardo ai meccanismi automatici di selezione delle piattaforme di negoziazione (*smart order routing*). L'Istituto continuerà, inoltre, a potenziare i controlli sull'adempimento degli obblighi di *transaction reporting* e trasparenza *post-negoziazione*, anche attraverso apposite funzionalità informatiche.

Nel 2015, l'Istituto continuerà a monitorare la diffusione di tecniche di negoziazione algoritmica ad alta frequenza (*high frequency trading* o HFT).

A livello comunitario, i temi del trading algoritmico, dell'HFT e dei presidi e controlli funzionali a minimizzarne il potenziale impatto negativo sull'ordinato svolgimento delle negoziazioni e sull'integrità dei mercati hanno ricevuto significativo riconoscimento con gli orientamenti ESMA sul trading automatizzato, successivamente ripresi nella MiFID2 e oggetto di ulteriore dettaglio nelle misure di livello 2 dell'ESMA di prossima emanazione.

L'azione di vigilanza in tale ambito sarà orientata al puntuale monitoraggio della qualità dei requisiti organizzativi e di controllo delle *trading venues* (mercati regolamentati, Mtf e IS) e delle imprese di investimento. In tal senso, la già menzionata Mappatura delle infrastrutture di negoziazione in Italia (si veda il paragrafo 1.1 del precedente Capitolo III) ha fornito importanti elementi informativi. Particolare attenzione verrà dedicata, inoltre, all'adeguamento ai *regulatory technical standard* dell'ESMA, emanati ai sensi della MiFID2, da parte delle piattaforme di negoziazione.

La Consob intende rafforzare, nel corso del 2015, i presidi alla trasparenza e integrità dei mercati e il contrasto a fenomeni di manipolazione informativa attraverso il potenziamento dell'efficacia degli interventi ex artt. 114 e 115 del Tuf. A tal fine, è stata avviata l'elaborazione di linee di indirizzo sull'utilizzo dei poteri in materia di informazione societaria.

La riflessione trae spunto da un'analisi delle concrete modalità di utilizzo di tali poteri nonché dall'evoluzione normativa in atto (con particolare riferimento alla Direttiva MAD2 e Regolamento MAR, applicabili a partire dal 3 luglio 2016, e alle modifiche alla Direttiva *Transparency* 2004/109/CE, introdotte dalla Direttiva 2013/50/UE, che troveranno piena applicazione entro il mese di novembre 2015). Saranno inoltre elaborati specifici criteri relativi all'utilizzo di tali poteri, che contempleranno la valutazione della diversa natura e materialità delle informazioni.

La Consob proseguirà, contestualmente, ad adeguare gli indirizzi per la corretta informazione del mercato già forniti attraverso Comunicazioni e Raccomandazioni ai già menzionati mutamenti del contesto normativo nazionale e comunitario. In collaborazione con Borsa Italiana valuterà la necessità di aggiornamento o integrazione degli Schemi di comunicati *price sensitive* da quest'ultima predisposti. Sarà altresì verificata la possibilità di migliorare il processo di diffusione di notizie economico-finanziarie tramite i media, anche congiuntamente all'Ordine dei giornalisti, e tramite le raccomandazioni di investimento diffuse dagli analisti.

Un'area rispetto alla quale la Consob sarà in grado di esercitare una vigilanza più incisiva, per effetto dell'evoluzione del quadro normativo di riferimento, è quella dei mercati dei derivati. L'entrata in vigore nel febbraio 2014 degli obblighi di *reporting* imposti dalla normativa EMIR e l'avvio delle segnalazioni dei contratti derivati conclusi, sul mercato e fuori mercato, in tutta l'Unione hanno reso disponibili informazioni di dettaglio sull'operatività

in derivati. Tali informazioni sono custodite dai sei *trade repository* registrati presso l'ESMA e sono accessibili alle Autorità per gli scopi e nei limiti dei rispettivi mandati di vigilanza.

Nel corso del 2015, l'Istituto si propone di monitorare il grado di *compliance* degli operatori agli obblighi previsti dalla nuova normativa sia attraverso richieste di informazioni ai soggetti vigilati, sia attraverso la vigilanza sui dati dei *trade repositories*. Proseguirà inoltre la partecipazione ai gruppi di lavoro ESMA dedicati al regime di *reporting* ai sensi di EMIR, per promuovere ogni iniziativa utile al miglioramento della qualità dei dati custoditi dai *trade repositories*. Infine, si darà seguito all'attività di *industry education*, al fine di rendere i soggetti vigilati pienamente consapevoli dei nuovi adempimenti cui è sottoposta l'operatività in derivati, con particolare riferimento alla qualità dei dati trasmessi per l'adempimento dell'obbligo di *reporting*.

1.2 La vigilanza sugli emittenti

Con riguardo alla vigilanza sull'informazione economico-finanziaria relativa a emittenti di strumenti finanziari negoziati nei mercati italiani o diffusi al pubblico, la Consob continuerà a presidiare il rischio, alimentato dall'attuale contesto macroeconomico, di disallineamenti fra andamento di mercato dei titoli e informativa disponibile agli investitori, in termini di contenuto e di tempistica. Proseguiranno, pertanto, gli sforzi mirati ad assicurare la correttezza e la completezza delle informazioni fornite al pubblico sulle società quotate, anche attraverso l'utilizzo più strutturato e organico delle informazioni di tipo 'derivato' (raccomandazioni degli analisti e giudizi di rating). In quest'ottica, si intendono affinare i criteri di vigilanza ai fini delle richieste di pubblicazione delle raccomandazioni di investimento, anche con l'obiettivo di favorire una riduzione dei *rumours* relativi alle raccomandazioni stesse.

Con particolare riferimento alle informazioni diffuse tramite i media, la Commissione valuterà i rischi legati a una non corretta rappresentazione della situazione economico-finanziaria degli emittenti anche alla luce dell'art. 114, comma 7, del Tuf, il quale dispone che «*per i giornalisti che operano nello svolgimento della loro attività professionale la diffusione delle informazioni va valutata tenendo conto delle norme di autoregolamentazione proprie di detta professione, salvo che tali soggetti traggano, direttamente o indirettamente, un vantaggio o un profitto dalla diffusione delle informazioni*».

A fronte di un quadro macroeconomico dalle prospettive incerte, si manterrà elevata l'attenzione sugli emittenti in crisi. Al fine di rendere più tempestiva ed efficace la vigilanza, si procederà alla standardizzazione dell'informativa che gli emittenti dovranno fornire in occasione di operazioni di finanza straordinaria e di processi di rafforzamento patrimoniale. Saranno altresì posti in atto interventi di razionalizzazione e miglioramento della

disciplina e delle procedure per la revoca dei titoli di società in crisi dalla quotazione e dall'elenco degli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico.

La Commissione continuerà a impegnarsi nella individuazione di strumenti operativi e interventi normativi in grado di semplificare il processo di quotazione delle imprese, nel rispetto della tutela degli investitori. Nel corso del 2014 sono peraltro intervenute modifiche alla normativa vigente che orientano l'attenzione dell'Istituto su alcune tematiche specifiche.

In particolare, il già menzionato d.l. 91/2014, in vigore da giugno, oltre ad apportare rilevanti cambiamenti alla disciplina del diritto di voto nelle società per azioni, contiene misure volte a favorire la quotazione delle piccole e medie imprese, che modificano il Tuf e semplificano il regime applicabile alle altre società.

Nel corso del 2015 la Consob intende individuare gli emittenti che hanno modificato lo statuto in applicazione delle disposizioni del Decreto, al fine di verificare la corretta applicazione della nuova disciplina.

L'Istituto continuerà a prestare particolare attenzione ai possibili conflitti di interessi tra azionisti di controllo e di minoranza, che la bassa redditività delle società quotate potrebbe esacerbare. In particolare, la Commissione affiancherà all'azione di valutazione sistematica di tutte le società del Ftse Mib, in merito al rischio di operazioni con parti correlate di natura espropriativa, l'attività di vigilanza sulla qualità degli assetti di *governance* per le società di minori dimensioni, individuate secondo uno specifico modello di analisi *risk based*.

Inoltre, saranno analizzati nel dettaglio tutti gli ostacoli che di fatto limitano la partecipazione dei piccoli azionisti alle assemblee e si provvederà a dettagliare in una apposita comunicazione gli indirizzi e gli adempimenti previsti per la partecipazione dei piccoli azionisti alle assemblee nonché l'applicazione della disciplina in materia di identificazione dei soci.

Date le peculiarità delle norme che regolano l'assemblea e la distinzione tra soci e azionisti delle società cooperative quotate, particolare attenzione sarà riservata alle modalità di tenuta e gestione del libro soci nell'ambito di queste società.

Infine, nel corso del 2015 continueranno i controlli volti all'individuazione di patti occulti in società nelle quali siano emerse particolari modificazioni della compagine azionaria per migliorare la trasparenza dei processi decisionali in ambito societario.

1.3 La vigilanza sugli intermediari

La perdurante congiuntura economica sfavorevole, le ripercussioni sulla redditività e le maggiori esigenze di *funding* degli istituti di credito continuano ad alimentare i rischi, già evidenziati nel 2014, di conflitti di

interessi e abbassamento degli standard di trasparenza nell'ambito della distribuzione dei prodotti *non equity* emessi da intermediari bancari.

Per far fronte a tali rischi, l'Istituto intende rimodulare, semplificare e rendere omogenea l'attività istruttoria relativa ai documenti di offerta dei prodotti *non equity* degli emittenti bancari, alla luce della recente evoluzione normativa comunitaria, avvalendosi delle evidenze relative all'analisi di un campione di prospetti passaportati nonché avviando la predisposizione di format, sentite l'industria e le associazioni dei consumatori. Sarà inoltre svolto un monitoraggio delle macro-caratteristiche strutturali dei prodotti finanziari emessi a valere su prospetti, anche al fine di attivare azioni di vigilanza in termini di trasparenza informativa e di correttezza dei comportamenti degli intermediari.

Con particolare riferimento ai prodotti assicurativi, la Consob attiverà la vigilanza informativa nei confronti di intermediari che (in collaborazione con l'impresa di assicurazione emittente) hanno svolto un ruolo significativo nella ideazione nonché nella distribuzione di prodotti assicurativi a contenuto finanziario e condurrà un'analisi dei prodotti multi-ramo sulla base della documentazione reperita sui siti internet. Inoltre, l'Istituto effettuerà un'analisi campionaria dei prospetti informativi depositati dalle imprese di assicurazione, anche allo scopo di cogliere innovazioni di prodotto nonché eventuali criticità rilevanti per valutazioni in ordine alle modalità di distribuzione (e, in prospettiva, l'eventuale adozione delle misure di *product intervention* che entreranno in vigore con l'attuazione della MiFID2).

La Commissione intende intensificare il monitoraggio e la vigilanza relativa agli intermediari bancari anche tramite accertamenti ispettivi, alla luce delle rilevanti novità apportate dalla MiFID2. Tali accertamenti si focalizzeranno sulle attività di consulenza e sulle verifiche di adeguatezza (profilatura clientela e rischio di concentrazione); inoltre, con riguardo a specifici prodotti, si esaminerà il processo di *governance* all'interno dell'intermediario rispetto alla definizione dei *target market*, dei bisogni serviti, del *pricing*, delle politiche commerciali e di incentivazione.

Continuerà, inoltre, l'attività di affinamento dei modelli di vigilanza *risk based*, con particolare attenzione alla fase di individuazione delle criticità (*detection*). A tal proposito, si proseguirà l'attività di monitoraggio e revisione dei sistemi di *early warning* e di rating relativi a intermediari, Sim e intermediari-rete, al fine di intercettare fenomeni maggiormente critici che potrebbero segnalare il rischio di non conformità delle condotte. Verrà anche sviluppato un modello di vigilanza dei gestori di portali *online* di raccolta di capitali di rischio delle imprese start up innovative (*equity crowdfunding*).

Verrà altresì aggiornato il complesso delle informazioni raccolte dai soggetti vigilati con la modifica del Manuale degli obblighi informativi dei soggetti vigilati e sarà migliorata l'integrazione dei dati con le informazioni

disponibili presso la Banca d'Italia. A tal fine, verranno approfondite eventuali necessità di revisione del protocollo d'intesa a seguito dell'innovato assetto di competenze introdotto dal Meccanismo di vigilanza unico.

Per quanto concerne i fondi immobiliari, anche nel 2015 permane la necessità di gestire il rischio di liquidabilità degli *asset* detenuti in portafoglio in presenza di una congiuntura sfavorevole. Per prevenire il rischio di possibili penalizzazioni per gli investitori e l'applicazione di procedure non conformi a canoni di correttezza, la vigilanza sulle Sgr sarà focalizzata sulle iniziative tese alla dismissione del patrimonio dei fondi immobiliari, con particolare riguardo alla coerenza con il *business plan* dei comportamenti dei gestori delle Sgr immobiliari in prossimità della scadenza dei fondi destinati agli investitori al dettaglio.

1.4 Il miglioramento dei processi organizzativi e delle infrastrutture informatiche

Oltre agli obiettivi istituzionali sopra esposti, si rappresentano nel seguito anche alcune delle principali iniziative progettuali volte a migliorare le infrastrutture di natura organizzativa e informatica dell'Istituto.

L'Istituto sta svolgendo una dettagliata analisi dei processi interni nell'ambito della strategia di prevenzione del fenomeno corruttivo delineata dalla legge 190 del 6 novembre 2012. Tale legge prevede diversi strumenti di lotta alla corruzione e all'illegalità nella pubblica amministrazione, non solo di tipo repressivo ma anche di tipo preventivo.

Tra questi ultimi rientrano l'individuazione, l'analisi e la ponderazione del rischio di evento corruttivo nell'ambito di ciascun processo, al fine di decidere quali rischi trattare prioritariamente rispetto agli altri, nonché valutare le misure che devono essere predisposte per neutralizzare o ridurre gli stessi.

La ricostruzione del sistema dei processi organizzativi rappresenta, quindi, il presupposto per l'individuazione del rischio di emersione del fenomeno corruttivo sui singoli processi svolti dall'Istituto e costituisce anche un elemento di rilievo per il *management*, in quanto consente di definire nuove *policy* o modalità di vigilanza e di realizzare gli interventi correttivi/adattativi ritenuti più opportuni. Si precederà inoltre all'individuazione di un primo set di *Key Performance Indicators* (KPI) per un monitoraggio puntuale dei processi maggiormente significativi.

2 Le attività in materia di educazione finanziaria

I progetti avviati dalla Consob nell'ambito della Carta degli Investitori nel 2014 (tra i quali la realizzazione di un portale di educazione finanziaria) identificano l'educazione finanziaria quale uno degli strumenti