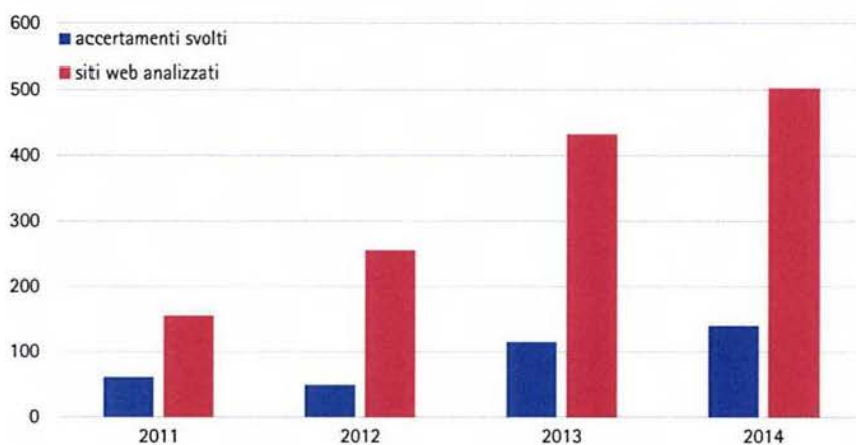


Con riferimento a fenomeni abusivi realizzati via internet e rientranti nelle competenze dell'Istituto, nel 2014 sono stati svolti 140 accertamenti che hanno comportato analisi e approfondimenti relativi a 503 siti web (Fig. 109).

Fig. 109 Attività ispettiva su siti internet



Fonte: Consob.

2 Gli accertamenti sulle ipotesi di abusivismo

Nel 2014 si è intensificata l'attività di vigilanza sulle ipotesi di abusivismo previste dalla disciplina degli intermediari e degli emittenti. Nel periodo in questione la Consob ha avviato 133 istruttorie e ha adottato 118 iniziative di contrasto (79 nel 2013; Tav. 51).

In linea con quanto registrato negli anni precedenti, la maggior parte delle ipotesi indagate (oltre due terzi) ha riguardato presunte violazioni della disciplina in materia di intermediari.

Tav. 51 Iniziative di *enforcement* per prestazione abusiva dei servizi di investimento e offerta/pubblicità abusiva relativa all'offerta di prodotti finanziari

	provvedimenti di sospensione cautelare	provvedimenti di divieto	comunicazioni a tutela dei risparmiatori	segnalazioni Autorità Giudiziaria
2009	6	4	--
2010	5	5	--
2011	3	6	1
2012	6	6	16	41
2013	2	2	25	50
2014	3 ¹	2	47	66

Fonte: Consob. ¹ Il dato include una iniziativa che ha successivamente generato un provvedimento di divieto nel corso del 2015.

In particolare, molti accertamenti hanno riguardato servizi e attività di investimento aventi ad oggetto opzioni binarie e *contract for difference* e prestati tramite piattaforme per il trading *on line*.

Nell'ambito delle istruttorie avviate e dei provvedimenti assunti per violazione delle disposizioni previste dalla disciplina degli emittenti, particolare attenzione è stata dedicata alle offerte (ovvero alla pubblicizzazione) di programmi di investimento ad alto rendimento (cosiddetti HYIP – *High Yield Investment Program*).

Sulla scia di quanto emerso nel secondo semestre del 2013, anche nel 2014 sono state segnalate alla Consob numerose piattaforme web che offrono all'investitore la possibilità di finanziare progetti imprenditoriali attraverso la sottoscrizione di strumenti finanziari. Tali piattaforme richiamano l'idea dell'*equity crowdfunding* senza, tuttavia, rispettare la disciplina prevista sul tema dal Regolamento Consob 18592 del 2013.

Gli elementi tipici dell'attività abusiva cui si fa riferimento sono costituiti dall'assenza di adeguati elementi informativi sul gestore della piattaforma stessa, sull'emittente gli strumenti finanziari proposti e sui beneficiari delle somme nonché dalla promessa di rendimenti elevati e dall'indeterminatezza della natura dello strumento finanziario offerto. In molti casi, ravvedendo la possibile rilevanza penale delle fattispecie oggetto di accertamento, la Consob ha trasmesso le opportune segnalazioni all'Autorità Giudiziaria.

Il web si conferma il canale maggiormente utilizzato per la realizzazione delle offerte abusive. Nel corso del 2014, tuttavia, si è registrato un aumento delle segnalazioni di risparmiatori contattati direttamente per telefono.

In questi casi, la tecnica messa in atto, nota come '*cold calling*' (letteralmente 'telefonata a freddo'), mira a indurre il risparmiatore ad aderire all'iniziativa presentata cogliendolo di sorpresa e quindi potenzialmente impreparato a reggere la pressione psicologica cui viene sottoposto.

3 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 (Fig. 110). 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).

Fig. 110 Sanzioni pecuniarie irrogate dalla Consob¹
(milioni di euro)



Fonte: Consob. ¹ I dati includono i pagamenti in misura ridotta e i provvedimenti cautelari nei confronti dei promotori finanziari.

3.1 I provvedimenti in materia di abusi di mercato

I provvedimenti sanzionatori assunti dalla Commissione per violazioni della normativa in materia di abusi di mercato sono stati in totale nove (14 nel 2013), di cui due hanno riguardato fattispecie di abuso di informazioni privilegiate (art. 187-*bis* del Tuf) e sette hanno integrato casi di accertata manipolazione del mercato (art. 187-*ter* del Tuf).

A fronte di ciò, sono state applicate sanzioni pecuniarie pari a circa 11,8 milioni di euro (21,6 milioni nel 2013) nei confronti di 24 soggetti, di cui 13 persone fisiche e 11 persone giuridiche (Tav. 52). Queste ultime in otto casi sono state sanzionate per violazione dell'art. 187-*quinqüies* del Tuf (Responsabilità dell'ente) per complessivi 6,8 milioni di euro.

Nei confronti delle persone fisiche responsabili delle suddette violazioni, è stata applicata anche la sanzione accessoria obbligatoria di cui all'art. 187-*quater* del Tuf (perdita temporanea dei requisiti di onorabilità e incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo nell'ambito di società quotate) per complessivi 156 mesi, per un periodo minimo di 6 mesi e fino a un massimo di 28 mesi pro-capite. Nei confronti dei medesimi soggetti, ove sussistenti i relativi presupposti normativi, è stata inoltre disposta la confisca di beni ai sensi dell'art. 187-*sexies* del Tuf, per un valore complessivo pari a circa 396 mila euro.

Nel 2014 è stata altresì accertata una violazione dell'art. 187-*quinqüiesdecies*, del Tuf (procurato ritardo all'esercizio delle funzioni di vigilanza della Consob) da parte di una persona fisica, con applicazione di una sanzione pecuniaria pari a 50 mila euro.

Tra i procedimenti di maggiore rilevanza, si segnala la sanzione per complessivi 1,3 milioni di euro applicata nei confronti di esponenti aziendali di Fondiaria-Sai (all'epoca dei fatti quotata sul MTA), per violazione dell'art. 187-*ter*,

comma 1, del Tuf, in relazione alla diffusione nei bilanci consolidati relativi al 2010 della stessa Fondiaria-Sai nonché della società controllata Milano Assicurazioni Spa, di informazioni false e suscettibili di fornire indicazioni false ovvero fuorvianti in ordine alle azioni dell'emittente, per non essere stato rappresentato in modo corretto l'ammontare della riserva sinistri RCA della generazione 2009 e di quelle precedenti. Nei confronti degli esponenti aziendali è stata applicata anche la sanzione accessoria ai sensi dell'art. 187 - *quater* del Tuf per complessivi 14 mesi.

Tav. 52 Provvedimenti sanzionatori per violazioni di norme in materia di abusi di mercato¹
(valori monetari in migliaia di euro)

		numero casi	numero soggetti interessati	importo sanzioni	importo confische	numero soggetti interessati da pene accessorie	pene accessorie (mesi)
2009	insider trading	11	16	7.490	20.893	14	130
	manipolazione	6	7	1.729	14,6	6	22
	<i>totale</i>	<i>17</i>	<i>23</i>	<i>9.219</i>	<i>20.908</i>	<i>20</i>	<i>152</i>
2010	insider trading	11	13	2.404	2.025	12	55
	manipolazione	4	7	1.810	--	7	28
	<i>totale</i>	<i>15</i>	<i>20</i>	<i>4.214</i>	<i>2.025</i>	<i>19</i>	<i>83</i>
2011	insider trading	2	4	1.720	1.139	4	16
	manipolazione	5	5	700	101	4	20
	<i>totale</i>	<i>7</i>	<i>9</i>	<i>2.420</i>	<i>1.240</i>	<i>8</i>	<i>36</i>
2012	insider trading	6	8	1.975	5.958	7	48
	manipolazione	6	11	1.900	6	9	78
	<i>totale</i>	<i>12</i>	<i>19</i>	<i>3.875</i>	<i>5.964</i>	<i>16</i>	<i>126</i>
2013	insider trading	5	7	1.120	1.844	7	54
	manipolazione	9	19	20.450	3	13	177
	<i>totale</i>	<i>14</i>	<i>26²</i>	<i>21.570</i>	<i>1.847</i>	<i>20</i>	<i>231</i>
2014	insider trading	2	2	350	343	2	22
	manipolazione	7	19	11.500	53	11	134
	<i>totale</i>	<i>9</i>	<i>21²</i>	<i>11.850</i>	<i>396</i>	<i>13</i>	<i>156</i>

Fonte: Consob. ¹ L'*insider trading* è sanzionato ai sensi degli art. 187-*bis*, *quater*, *quinquies* e *sexies* Tuf; la manipolazione è sanzionata ai sensi degli art. 187-*ter*, *quater*, *quinquies* e *sexies* Tuf. ² Il dato comprende i soggetti sanzionati ai sensi degli artt. 187-*bis*, 187-*ter* e 187-*quinquies*; non sono inclusi tre soggetti giuridici nei confronti dei quali la sanzione è stata applicata in qualità di responsabile in solido con gli autori delle violazioni.

3.2 I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari

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) e hanno riguardato quattro banche, quattro Sgr, tre Sim e cinque imprese di investimento comunitarie (di cui tre senza succursale in Italia). Le relative sanzioni pecuniarie, pari nel complesso a circa 3,7 milioni di euro, sono state comminate nei confronti di 101 esponenti aziendali (102 nel 2013; Tav. 53).

Tav. 53 Sanzioni pecuniarie irrogate nei confronti di intermediari mobiliari
(valori monetari in migliaia di euro)

	numero intermediari coinvolti				numero esponenti sanzionati					importo delle sanzioni ¹					totale
	banche	Sim	agenti di cambio	Sgr	totale	banche	Sim	agenti di cambio	Sgr	totale	banche	Sim	agenti di cambio	Sgr	
2009	1	4	2	2	9	16	6	2	20	44	156	380	415	945	1.896
2010	2	7	--	2	11	15	50	--	17	82	194	1.262	--	511	1.967
2011	2	7	--	2	11	4	37	--	2	43	460	800	--	140	1.400
2012	2	3	--	2	7	3	5	--	18	26	80	990	--	408	1.478
2013	5	3 ²	--	6	14	30	17	--	55	102	820	199	--	1.288	2.307
2014	4	8 ³	--	4	16	42	31	--	28	101	2.550	900	--	250	3.700

Fonte: Consob. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Il dato include una società d'investimento comunitaria senza succursale in Italia. ³ Il dato include cinque società di investimento comunitarie di cui tre senza succursale in Italia.

Tra i provvedimenti assunti si segnala, in particolare, la sanzione pecuniaria di complessivi 2,3 milioni di euro applicata nei confronti di esponenti aziendali di Banca MPS ad esito di una verifica ispettiva dalla quale sono emerse gravi carenze procedurali e comportamentali, riferibili al periodo 2010-2012, in relazione alla gestione e identificazione dei conflitti d'interessi nonché all'attività di valutazione di adeguatezza delle operazioni disposte dalla clientela.

Con riferimento ai promotori finanziari, nell'anno 2014 sono stati adottati complessivamente 68 provvedimenti sanzionatori (63 nel 2013), di cui 37 radiazioni dall'Albo, 22 sospensioni a tempo determinato (da minimo un mese a massimo quattro mesi) e 9 sanzioni pecuniarie per un importo complessivamente pari a circa 50 mila euro.

Sono state inoltre effettuate 67 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria per fatti penalmente rilevanti emersi nel corso delle istruttorie svolte (a fronte delle 27 del 2013; Tav. 54).

Tav. 54 Provvedimenti sanzionatori e cautelari nei confronti dei promotori finanziari

	sanzioni					percentuale sul numero di promotori iscritti all'Albo	provvedimenti cautelari	segnalazioni all'Autorità Giudiziaria
	richiamo	radiazione dall'Albo	sospensione dall'Albo a tempo determinato	sanzione amministrativa pecuniaria	totale			
2009	5	43	25	1	74	0,26	23	43
2010	6	78	61	1	146	0,51	40	57
2011	1	92	23	--	116	0,42	28	68
2012	--	70	14	1	85	0,35	32	38
2013	--	44	18	1	63	0,27	20	27
2014	--	37	22	9	68	0,11	39	67

Fonte: Consob.

Oltre ai citati procedimenti, sono stati assunti 6 provvedimenti sanzionatori in relazione alla prestazione non autorizzata di servizi di investimento nonché all'abusiva offerta fuori sede degli stessi servizi. Tali provvedimenti hanno comportato l'applicazione di sanzioni pecuniarie per complessivi 99 mila euro e hanno riguardato sia soggetti italiani sia soggetti esteri.

Nel corso dell'anno è stato, infine, adottato un provvedimento sanzionatorio per violazioni della vigente disciplina in materia di *transaction reporting* (art. 65, comma 1, lett. *b*) del Tuf e art. 23 del Regolamento Consob 16190/2007) a fronte del quale è stata comminata una sanzione pari a 2.500 euro (24 mila nel 2013 in relazione a due casi).

3.3 I provvedimenti relativi agli emittenti

I provvedimenti sanzionatori concernenti violazioni della disciplina in materia di emittenti e di informativa al pubblico e alla Consob, assunti nel 2014, sono stati in tutto 40 (38 nel 2013). Le relative sanzioni pecuniarie sono state pari, nel complesso, a circa 4,9 milioni di euro (8,2 milioni di euro nel 2013; Tav. 55).

Tav. 55 Sanzioni amministrative irrogate per violazioni della disciplina in materia di emittenti e di informativa societaria
(valori monetari in milioni di euro)

	numero casi						numero soggetti sanzionati						importo delle sanzioni								
	offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita	Opa	informativa societaria	partecipazioni rilevanti e patti parasociali	revisione legale	responsabilità collegio sindacale	offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita	Opa	informativa societaria	partecipazioni rilevanti e patti parasociali	revisione contabile	responsabilità collegio sindacale	offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita	Opa	informativa societaria	partecipazioni rilevanti e patti parasociali	revisione legale	responsabilità collegio sindacale	totale		
2009	3	1	17	17	--	--	38	11	8	17	18	--	--	54	1,3	2,7	0,3	5,8	--	--	10,1
2010	4	8	19	35	--	--	66	16	16	20	55	--	--	107	4,4	0,9	1,2	1,3	--	--	7,8
2011	11	3	13	33	3	--	63	15	1	6	12	3	--	37	1,1	0,3	0,7	1,2	0,4	--	3,7
2012	5	4	18	17	5	5	54	12	10	18	25	4	14	83	0,9	0,4	0,8	1,3	0,1	0,9	4,4
2013	10	4	11	8	1	4	38	18	4	11	26	1	18	78	1,8	0,6	1,1	0,6	..	4,1	8,2
2014	6	--	11	9 ¹	5	8	40	53	--	11	9 ¹	9	38	122	2,1	--	0,3	0,5 ¹	1,0	1,1	4,9 ²

Fonte: Consob. ¹ Il dato non include tre procedimenti sanzionatori estinti anticipatamente stante il ricorso dei tre soggetti interessati alla facoltà del pagamento in misura ridotta (ex art. 16 della legge 689/1981), per un controvalore complessivo corrisposto pari a 150 mila euro. ² La mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

In materia di offerta al pubblico e connesse attività pubblicitarie, sono stati adottati sei provvedimenti sanzionatori (quattro per violazioni dell'art. 94, commi 1 e 2, del Tuf e due per violazioni art. 95, commi 1 e 2) che hanno comportato l'applicazione di sanzioni pecuniarie per un importo pari a

circa 2,1 milioni di euro, in un caso unitamente alla sanzione accessoria dell'interdizione temporanea per quattro mesi.

In particolare, sono state comminate sanzioni pecuniarie per complessivi 1,9 milioni di euro nei confronti di Banca MPS, a seguito di violazioni degli artt. 94 e 113 del Tuf in relazione ai prospetti d'offerta relativi agli aumenti di capitale operati nel 2008 e nel 2011 nonché alla documentazione d'offerta relativa a emissioni obbligazionarie e *certificates* effettuate nel periodo 2008-2012. Con riferimento ai prospetti d'offerta, è stata tra l'altro accertata l'omessa indicazione di informazioni rilevanti per gli investitori in ordine alla sottoscrizione, con una controparte estera, da parte della fondazione controllante l'emittente, di contratti derivati *total return swap* (cosiddetti TROR) aventi come sottostante il 49 per cento di strumenti finanziari convertibili in azioni ordinarie della banca nonché l'erronea indicazione della contabilizzazione di talune operazioni nei bilanci 2008, 2009 e 2010.

Per quanto concerne le violazioni di disposizioni in materia di informativa al mercato e alla Consob, sono stati adottati, in totale, 11 provvedimenti sanzionatori e applicate sanzioni pecuniarie pari a 284 mila euro nei confronti di 10 enti e una persona fisica.

Nove provvedimenti sanzionatori derivano da violazioni degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti e hanno comportato l'applicazione di sanzioni pecuniarie per un importo complessivo di 450 mila euro.

In particolare, le sanzioni pecuniarie corrispondenti a violazioni degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti sono pari a 350 mila euro, mentre ulteriori 100 mila euro si riferiscono a due casi di inadempimento dei doveri informativi previsti dall'art. 122, comma 1, del Tuf in materia di patti parasociali.

Tre procedimenti sanzionatori, riferibili a violazioni degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, 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 150 mila euro.

Nel 2014 sono stati adottati anche 5 provvedimenti sanzionatori per violazioni della disciplina in materia di revisione contabile a fronte delle quali sono state applicate sanzioni pecuniarie per poco più di un milione di euro.

Otto provvedimenti sono stati adottati per violazione dei doveri di vigilanza gravanti sui membri del collegio sindacale ex art. 149 del Tuf e hanno riguardato 30 sindaci nonché otto enti responsabili in solido, nei confronti dei quali sono state applicate sanzioni pecuniarie per complessivi 1,08 milioni di euro.

Nella maggior parte dei casi, le contestazioni avviate hanno riguardato l'omessa vigilanza dei sindaci sul rispetto da parte della società degli obblighi informativi e/o procedurali previsti dal Regolamento sulle operazioni con parti correlate, in relazione a operazioni di maggiore e minore rilevanza ovvero operazioni

erroneamente valutate come rientranti in casi di esclusione. In altri casi, il procedimento sanzionatorio instaurato per omessa vigilanza ha avuto ad oggetto la violazione di norme inerenti alla trasparenza delle remunerazioni e dei meccanismi di *governance* effettivamente applicati dalla società, ai compiti e alle responsabilità degli amministratori (artt. 2381, 2391 e 2392 c.c.).

In particolare, nel corso del 2014 si è concluso un procedimento sanzionatorio con irrogazione di sanzioni amministrative pecuniarie per violazione dell'art. 149, comma 1, del Tuf integrata da una condotta posta in essere dai sindaci di Investimenti e Sviluppo Spa. L'organo di controllo, infatti, in contrasto con l'art. 2402 c.c., ha aumentato in corso di mandato il proprio compenso senza alcuna deliberazione assembleare, emettendo fatture per asserite maggiori prestazioni che sono state iscritte in bilancio e il cui importo è stato rappresentato nella relazione sulla remunerazione.

L'attività regolamentare VI

1 Il recepimento delle direttive europee e l'attuazione della disciplina primaria

Il 2014 ha visto la Consob impegnata nei lavori di recepimento della Direttiva 2013/36/UE del Parlamento e Consiglio europeo, del 26 giugno 2013, sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento (cosiddetta CRD4). 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 154 del 7 ottobre 2014, cosiddetta 'Legge di delegazione europea 2013-bis', volta, tra l'altro, al recepimento della CRD4.

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

Relativamente al profilo delle sanzioni amministrative, le principali novità derivanti dall'attuazione della CRD4 riguarderanno innanzitutto 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. A tale riguardo, si segnala l'estensione dell'ambito applicativo dell'istituto del 'Pagamento in misura ridotta della sanzione amministrativa pecuniaria' (oblazione, consentita, prima della riforma in questione, solo relativamente alle violazioni degli obblighi informativi prescritti dall'art. 120, commi 2, 3 e 4, del Tuf) e l'introduzione di un nuovo strumento, 'Ordine di porre termine alle violazioni', come possibile alternativa all'irrogazione della sanzione amministrativa pecuniaria per le violazioni della disciplina degli intermediari aventi principalmente natura organizzativa-procedimentale.

È stata infine rivista, in linea con le nuove indicazioni europee, la disciplina dei criteri di quantificazione delle sanzioni e quella relativa alle modalità di pubblicazione delle stesse.

In materia di vigilanza sugli intermediari, il recepimento della CRD IV determinerà la revisione dei requisiti degli esponenti aziendali e dei partecipanti al capitale degli intermediari in modo da rafforzare l'idoneità a garantire la sana e prudente gestione degli stessi.

Dall'attuazione della CRD4 conseguirà l'introduzione, per la prima volta, nel nostro Testo Unico, dell'istituto della 'segnalazione di violazioni' (*whistleblowing*), importante strumento finalizzato ad agevolare la Consob nella tempestiva conoscenza di condotte violative della disciplina derivante dall'attuazione del 'pacchetto CRD4' in modo da poter adeguatamente intervenire 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), costituiranno oggetto della regolamentazione secondaria attuativa della riforma che vedrà la Consob impegnata nel corso del 2015, anche con la Banca d'Italia.

La definizione delle concrete modalità attuative del *whistleblowing* costituirà un primo modello di regolamentazione di tale strumento che potrà essere adottato anche in relazione alla segnalazione di violazioni della disciplina relativa alla prestazione dei servizi di investimento e agli abusi di mercato.

Nel 2014 l'attività regolamentare dell'Istituto è stata orientata anche dalle modifiche al Tuf conseguenti al recepimento della Direttiva 2011/61/UE sui gestori dei fondi di investimento alternativi (AIFMD). Il decreto legislativo 4 marzo 2014, n. 44, reca le disposizioni di modifica al 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).

In attuazione delle deleghe regolamentari contenute in tale decreto e al fine di completare il processo di recepimento della Direttiva in questione e delle relative disposizioni di attuazione, 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.

Nel quadro dei lavori di recepimento, la Commissione ha, inoltre, fornito il proprio contributo al Ministero dell'Economia e delle Finanze per la definizione della disciplina di attuazione dell'art. 39 del Tuf (relativa alla determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli Oicr italiani), in ordine alla quale ha poi rilasciato il prescritto parere di competenza.

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, il 20 marzo 2015, del Regolamento adottato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze in attuazione dell'art. 39 del Tuf.

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 AIFMD nell'ordinamento nazionale; al momento, infatti, non è stato codificato il regime regolamentare concernente l'operatività di gestori di fondi di Paesi terzi in linea (Gefia non UE) con la disciplina transitoria contenuta nel d.lgs. 44/2014, in base alla quale l'entrata in vigore delle norme riguardanti tali soggetti decorrerà dalla data prevista dall'atto delegato che dovrà essere adottato dalla Commissione europea ai sensi dell'art. 67, par. 6, della AIFMD.

Per quanto riguarda il Regolamento Intermediari, sono stati apportati al Libro IV gli adattamenti idonei a consentire l'applicazione delle regole di condotta declinate per i gestori dei FIA dalla Direttiva AIFM e ulteriormente dettagliate dal Regolamento 231/2013UE (Regolamento delegato).

Considerato che la disciplina in tema di regole di condotta delineata dai due regimi normativi (UCITS e AIFMD) è risultata sostanzialmente sovrapponibile, fatte salve le debite differenze dovute alla tipologia di Oicr (che nel caso della AIFMD comprende anche gli Oicr in forma chiusa), nella redazione degli interventi di modifica è stato seguito l'approccio di individuare un *corpus* unico di norme applicabile ai due tipi di gestione UCITS e FIA. Tale approccio ha, in particolare, tenuto conto del fatto che le previsioni del Regolamento delegato, oltre che direttamente applicabili nell'ordinamento nazionale, sono risultate in molteplici casi ampiamente sovrapponibili alle vigenti disposizioni domestiche relative alla gestione collettiva del risparmio di derivazione UCITS e, in alcune fattispecie, considerato il loro maggior grado di dettaglio, hanno assunto una veste chiarificatrice delle disposizioni più generali contenute nella Direttiva UCITS. Ovviamente non sono state estese alla gestione UCITS le previsioni del Regolamento delegato con essa non compatibili mentre si è provveduto a salvaguardare le previgenti previsioni relative a

particolari profili del servizio di gestione collettiva contenute nella disciplina UCITS che non risultavano riprodotte nella normativa AIFMD.

Nel presupposto che le regole generali di condotta concernenti gli obblighi di correttezza da tenersi nel processo decisionale di investimento costituiscono i canoni comportamentali generali per qualunque gestore professionale, si è ritenuto di non prevedere deroghe normative nei confronti dei gestori "sotto-soglia" (soggetti per i quali il valore totale dei beni gestiti non supera i 100 milioni di euro ovvero i 500 milioni se gli Oicr da questi gestiti non fanno ricorso alla leva finanziaria e non consentono agli investitori di esercitare il diritto di rimborso per cinque anni dopo l'investimento iniziale) di matrice nazionale, la cui regolamentazione rientra negli spazi di discrezionalità concessi dalla Direttiva ai legislatori nazionali.

Con riferimento al Regolamento Emittenti, le modifiche apportate hanno consentito un pieno allineamento alla AIFMD, mantenendo tuttavia inalterata nel Regolamento la precedente collocazione delle disposizioni relative agli Oicr, al fine di assicurare una continuità di lettura e di orientamento.

Ciò ha implicato, innanzitutto, una revisione dei titoli delle rubriche di ciascuna sezione interessata dalle modifiche, al fine di meglio circoscrivere l'ambito di applicazione alla luce delle disposizioni sovranazionali. Nell'esercizio delle deleghe regolamentari contenute nel Tuf, sono state redatte le procedure di notifica e/o autorizzazione in tema di commercializzazione nazionale e transfrontaliera di FIA destinati sia a investitori professionali sia a investitori *retail* e sono stati declinati gli obblighi informativi nei confronti degli investitori.

Al riguardo, con riferimento agli investitori professionali, sono state individuate le informazioni da rendere agli stessi prima della conclusione dell'investimento in attuazione dell'art. 23 dell'AIFMD.

Per quanto concerne l'informativa da rendere agli investitori *retail*, in ipotesi di sottoscrizione di FIA aperti, si è ritenuto di confermare la disciplina vigente - di derivazione UCITS - che prevede l'obbligo di redigere il KIID e il prospetto per gli Oicr non armonizzati disciplinati dalla Direttiva UCITS IV. Diversamente, nel caso di commercializzazione di quote o azioni di FIA chiusi nei confronti degli investitori al dettaglio, agli stessi si è ritenuta applicabile la disciplina sul prospetto d'offerta prevista dalla Direttiva 2003/71/CE.

Ulteriori modifiche al Regolamento Emittenti sono state apportate al fine di implementare la nuova disciplina contenuta nel Tuf relativa agli obblighi informativi dei gestori di FIA in caso di acquisizione di partecipazioni rilevanti e del controllo in società non quotate o in emittenti quotati.

Per quanto riguarda le modifiche al Regolamento Congiunto, in termini di tecnica redazionale è stato seguito l'approccio sopra descritto per il Regolamento Intermediari, attraverso l'individuazione di un *corpus* unico di norme, fatte salve le dovute differenze che connotano le due tipologie di gestione di derivazione UCITS e FIA. Quanto sopra ha richiesto una

complessiva revisione del Regolamento in esame al fine di adeguarne i contenuti alla luce delle novità recate dalla normativa sovranazionale, apportando i necessari adeguamenti di coordinamento e di razionalizzazione.

Con riferimento ai gestori sotto-soglia, nel Regolamento Congiunto, in virtù del principio di proporzionalità che ne governa l'applicazione e della natura organizzativo-procedurale degli istituti disciplinati, è stata effettuata una opportuna graduazione dei regimi giuridici applicabili in ragione della dimensione dell'intermediario e dell'ampiezza della sua operatività gestoria, esercitando la delega contenuta nell'art. 35-*undecies* del Tuf concernente la facoltà di definire un regime normativo semplificato per i gestori sotto-soglia. In particolare, a tali gestori è stato consentito di accentrare in un'unica funzione di controllo, permanente e indipendente, le funzioni di gestione del rischio, di controllo della conformità e di *audit* interno. Analoghe scelte sono state effettuate in tema di strategie di voto, la cui disciplina (contenuta nel Regolamento delegato) non si applica ai gestori sotto-soglia; ulteriori interventi di semplificazione hanno riguardato la disciplina sui conflitti di interesse, sulla esternalizzazione delle funzioni operative essenziali e sulla delega della gestione del rischio.

Le modifiche apportate al Regolamento Congiunto sono state finalizzate a recepire anche la disciplina sulle remunerazioni contenuta nella Direttiva 2011/61/UE, attraverso la previsione di norme strettamente aderenti alle regole e agli indirizzi applicativi stabiliti a livello europeo dalla Direttiva medesima e dalle Linee-guida ESMA 2013/232 del 3 luglio 2013 in materia di sane politiche di remunerazione dei gestori di fondi di investimento alternativi. Le nuove disposizioni sono applicabili esclusivamente ai gestori di fondi FIA.

Si segnala infine che, nell'ambito del documento posto alla consultazione del mercato, sono stati pubblicati anche i contributi relativi all'Analisi di Impatto della Regolamentazione (AIR) sulle modifiche apportate ai Regolamenti citati. La Relazione AIR è stata elaborata al fine di rappresentare le modifiche regolamentari nel più ampio contesto normativo definito dalla AIFMD.

Il documento reca, pertanto, una prima parte in cui sono stati preliminarmente rappresentati gli aspetti salienti della riforma europea: la definizione del problema, gli obiettivi perseguiti, gli strumenti normativi effettivamente utilizzati e la relativa analisi costi-benefici. A seguire, sono stati raccolti ed elaborati i dati relativi all'ambito di attività su cui incide la Direttiva, con riferimento al mercato italiano. Sulla base del contesto normativo e dell'analisi di mercato è stato rappresentato il percorso di attuazione in Italia della disciplina relativa ai gestori di fondi di investimento alternativi e sono state evidenziate le scelte regolamentari effettuate. In conclusione, ai fini del meccanismo di riesame istituito dall'art. 69 dell'AIFMD, che dovrà essere avviato entro il 22 luglio 2017 dalla Commissione europea, la Relazione indica le aree prioritarie per la raccolta di dati utili alla costruzione di un sistema di indicatori per valutare l'efficacia dell'intervento normativo.

Nel corso del 2015 l'attività regolatoria dell'Istituto sarà orientata dal recepimento di numerose Direttive, che comporterà la realizzazione di quel processo di revisione integrata della disciplina degli intermediari e dei mercati cui si è fatto precedentemente riferimento.

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 (MiFID II) e all'applicazione del correlato Regolamento 600/2014UE (MiFIR); della Direttiva 2014/57/UE, del 16 aprile 2014, relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato (MAD II) e all'applicazione del correlato Regolamento 596/2014UE (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 (UCITS V); della Direttiva 2014/56/UE, del 16 aprile 2014, in materia di revisione contabile (Direttiva *Audit*) e di applicazione del relativo Regolamento 537/2014UE - Regolamento *Audit*) e nell'attività finalizzata alla corretta e integrale applicazione anche del Regolamento 909/2014UE, del 23 luglio 2013, relativo ai depositari centrali di titoli (CSDR), e del Regolamento 1286/2014UE, del 26 novembre 2014, relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (PRIIPs).

2 Altri interventi in attuazione del Testo unico della finanza

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. Il d.l. 91/2014, convertito con modificazioni nella legge 116/2014 (cosiddetto Decreto Competitività) ha abrogato il divieto di emissione di azioni con diritto di voto plurimo, in precedenza disciplinato dall'articolo 2351, comma 4, c.c.. Con riferimento alle società quotate, inoltre, il decreto ha introdotto l'art. 127-*quinquies* del Tuf, che consente 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.

Tale diritto viene meno nelle ipotesi previste dal comma 3 della citata disposizione, ovvero, tra gli altri, nei casi di cessione a titolo oneroso delle azioni con diritto di voto maggiorato (le azioni a voto maggiorato non sono una categoria speciale di azioni ai sensi dell'art. 2348 c.c.).

Con riferimento alle azioni con diritto di voto plurimo, il citato decreto ha introdotto nel Tuf l'art. 127-*sexies* che consente alle società che abbiano emesso azioni a voto plurimo anteriormente all'inizio delle negoziazioni in un mercato regolamentato, di mantenere inalterati i diritti e le caratteristiche di tali azioni, nonché, nei limiti ivi previsti, di emettere azioni a voto plurimo a seguito di aumento di capitale, fusione e scissione. In merito, invece, alle azioni con diritto di voto maggiorato, è previsto che i diritti di voto risultanti dalla maggiorazione si computano per la determinazione dei *quorum* costitutivi e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale, salvo che lo statuto non disponga diversamente (art. 127-*quinquies*, comma 8).

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 in materia di maggiorazione del diritto di voto e di emissione di azioni con diritto di voto plurimo. Il medesimo nuovo art. 127-*quinquies* del Tuf ha del resto 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 19084 del 19 dicembre 2014, la Commissione ha pertanto approvato le modifiche al Regolamento Emittenti al fine di dare attuazione alle deleghe anzidette. La novella legislativa ha posto l'esigenza, innanzitutto, di prevedere delle regole specifiche in ordine al contenuto dell'elenco degli azionisti della società che intendono avvalersi del voto maggiorato e alla trasparenza delle relative informazioni.

A tal fine è stato introdotto nel Regolamento Emittenti, l'articolo 143-*quater* che indica quali informazioni devono essere incluse nell'elenco, tra cui i dati identificativi e il numero delle azioni detenute. Il medesimo articolo prevede, inoltre, che tali informazioni devono essere aggiornate con cadenza almeno mensile e che devono essere messe a disposizione dei soci che ne facciano richiesta. La società è altresì tenuta a pubblicare le informazioni sul proprio sito internet ove esse si riferiscano ad azionisti rilevanti.

In ordine all'applicazione delle nuove disposizioni nell'ambito della disciplina degli assetti proprietari e delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie, sono stati apportati diversi correttivi alle norme regolamentari 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 (Riquadro 11).

Riquadro 11

Il decreto competitività e le modifiche alla disciplina degli assetti proprietari e delle offerte pubbliche di acquisto

Con riguardo alle modifiche di coordinamento riguardanti la disciplina degli assetti proprietari, l'articolo 120, comma 1 del Tuf, a seguito della novella legislativa, prevede una nuova definizione di capitale sociale con riferimento alle società i cui statuti consentono la maggiorazione del diritto di voto o hanno previsto l'emissione di azioni a voto plurimo, riferita al 'numero complessivo dei diritti di voto'. La definizione di capitale così fornita è rilevante ai fini del calcolo del denominatore su cui viene computata la partecipazione rilevante, quindi per le comunicazioni delle partecipazioni rilevanti e per la trasparenza dei patti parasociali, secondo le aliquote previste dagli articoli 117 e 120 del Regolamento Emittenti. Pertanto, in tali società, sia il numeratore che il denominatore andranno calcolati con riferimento al numero dei diritti di voto (anche se oggetto di sospensione o cessione a terzi), che chiaramente nelle società i cui statuti prevedano la maggiorazione del diritto di voto potrebbe non coincidere con la percentuale detenuta rapportata alle azioni che compongono il capitale. La possibilità che il numero complessivo dei diritti di voto subisca delle oscillazioni in aumento o in riduzione comporta due ordini di problemi: l'individuazione di un riferimento temporale per determinare il numero dei diritti di voto esistenti, sulla base del quale calcolare il denominatore delle partecipazioni rilevanti, e l'applicazione degli obblighi di comunicazione in presenza di oscillazioni di natura meramente passiva.

In caso di variazioni di natura passiva della partecipazione rispetto alla soglia del 2 per cento – conseguenti a mutamenti nella base di calcolo del capitale sociale o dei diritti di voto (il denominatore) – è stata introdotta una specifica esenzione dall'obbligo di comunicazione. Tale soluzione è apparsa maggiormente efficace al fine di contenere al minimo i costi di monitoraggio e di *compliance* a carico degli operatori del mercato, nel rispetto dei limiti imposti dalla normativa comunitaria applicabile in materia, e preservare, al contempo, un adeguato livello di trasparenza nei confronti degli investitori. Inoltre, al fine di individuare il riferimento temporale per determinare il numero dei diritti di voto esistenti, è stato introdotto l'obbligo in capo all'emittente di comunicare al pubblico l'ammontare complessivo dei diritti di voto e del capitale entro cinque giorni dalla fine di ciascun mese durante