

# Relazione per l'anno 2025

Roma, 31 marzo 2026



---

**CONSOB**

---

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA



# Relazione per l'anno 2025

Roma, 31 marzo 2026

*Presidente*

**Paolo Savona**

*(fino all'8 marzo 2026)*

*Presidente vicario*

**Chiara Mosca**

*(dal 9 marzo 2026)*

*Componenti*

**Carlo Comporti**

**Gabriella Alemanno**

**Federico Cornelli**

*Direttore Generale*

**Luca Giuseppe Filippa**

*Segretario Generale*

**Nadia Linciano**

*Vice Direttore Generale*

**Giampiero Longobardi**



# CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

## **CONSOB**

00198 Roma - Via G.B. Martini, 3

**t** +39.06.84771 centralino

**f** +39.06.8477612

20121 Milano - Via Broletto, 7

**t** +39.02.724201 centralino

**f** +39.02.89010696

**h** [www.consob.it](http://www.consob.it)

**e** [studi\\_analisi@consob.it](mailto:studi_analisi@consob.it)

Tutti i diritti riservati.

È consentita la riproduzione

a fini didattici e non commerciali,

a condizione che venga citata la fonte.

ISSN 2282-1392 (online)

ISSN 2281-9452 (stampa)

# Relazione per l'anno 2025

|      |                                                                           |     |
|------|---------------------------------------------------------------------------|-----|
| A    | Le linee programmatiche                                                   | 3   |
| B    | L'attività                                                                | 29  |
| I    | La vigilanza sui mercati                                                  | 31  |
| II   | La vigilanza sugli emittenti                                              | 46  |
| III  | La vigilanza sugli intermediari                                           | 63  |
| IV   | La vigilanza sulle società di revisione                                   | 74  |
| V    | L'attività ispettiva e il contrasto all'abusivismo                        | 80  |
| VI   | L'attività di comunicazione e le altre attività a tutela dell'investitore | 87  |
| VII  | L'attività sanzionatoria                                                  | 95  |
| VIII | Le attività di studio e regolamentazione                                  | 101 |
| IX   | L'attività internazionale                                                 | 115 |
| X    | I sistemi informativi                                                     | 127 |
| XI   | La gestione delle risorse umane                                           | 131 |
| XII  | La gestione economico-finanziaria e le procedure acquisitive              | 134 |
| XIII | I controlli giurisdizionali sull'attività della CONSOB                    | 138 |
| C    | Appendice statistica                                                      | 149 |
|      | Indice generale                                                           | 187 |



# Relazione al Ministro dell'Economia e delle Finanze

La relazione che segue, riferita all'anno 2025, è stata predisposta dalla Commissione ai sensi dell'art. 1/1, comma 13, della legge 7 giugno 1974, n. 216, che prevede la trasmissione al Ministro dell'Economia e delle Finanze, entro il 31 marzo di ciascun anno, di una relazione sull'attività svolta dall'Istituto, sulle questioni in corso e sugli indirizzi e le linee programmatiche che intende seguire



Le linee programmatiche **A**



# Le linee programmatiche

## 1 L'evoluzione del quadro di riferimento

Nel 2025, il contesto economico-finanziario di riferimento ha continuato a caratterizzarsi per un clima di elevata incertezza, connessa al perdurare di tensioni geopolitiche e a crescenti pressioni protezionistiche. Lo scenario si è ulteriormente deteriorato nei primi mesi del 2026 in conseguenza dell'avvio del conflitto in Medio Oriente, con possibili effetti rilevanti sull'economia reale e sui mercati finanziari.

In questo quadro, diversi paesi hanno annunciato o ampliato piani pluriennali di incremento della spesa per la difesa, un obiettivo particolarmente impegnativo per quelli caratterizzati da finanze pubbliche già sotto pressione. Nell'Unione europea, nel 2025 il rapporto tra il debito pubblico e il PIL è tornato ad aumentare in media (attestandosi all'82,8% dall'82% a fine 2024), dopo la riduzione osservata nel periodo successivo alla pandemia, pur collocandosi su livelli inferiori ai massimi raggiunti durante l'emergenza sanitaria (91,5%). Permangono significative eterogeneità tra i paesi membri, con diversi Stati che continuano a registrare rapporti debito/PIL ampiamente superiori alla media dell'Unione attesa all'83,8% nel 2026. In Italia, in base alle ultime stime della Commissione europea il rapporto debito/PIL si attesterebbe al 137,9% e il rapporto deficit/PIL al 2,8%. Al di fuori dell'UE, i maggiori squilibri di finanza pubblica tra le economie avanzate riguardano gli Stati Uniti – dove le ultime stime del Fondo Monetario Internazionale indicano per il 2026 un disavanzo pubblico pari a circa il 7,9% del PIL e un debito pubblico al 128,7% del PIL – e il Giappone – per il quale i rapporti debito/PIL e deficit/PIL sono attesi rispettivamente al 226,8% e al 2% nel 2026.

Inoltre, il sistema finanziario è sempre più interessato dalle profonde trasformazioni connesse al progresso tecnologico. Le tendenze in atto indicano una rapida accelerazione nell'adozione dell'intelligenza artificiale (IA) generativa e un aumento degli investimenti nel settore del calcolo quantistico, con impatti potenzialmente rilevanti per il sistema finanziario. In particolare, l'impiego di tecnologie IA nei mercati finanziari e, nello specifico, nei processi di negoziazione, intermediazione e investimento può ampliare la capacità informativa degli operatori, ma al contempo accrescerne la dipendenza da infrastrutture e

dataset critici, esponendo il sistema finanziario a rischi connessi all'opacità dei modelli, alla crescente concentrazione tecnologica nonché a vulnerabilità operative e *cyber*.

L'espansione del comparto IA evidenzia, inoltre, dinamiche di elevata selettività, con flussi di investimento significativi verso grandi società a elevata intensità di asset intangibili (dati, proprietà intellettuale, capacità di calcolo) oppure operanti nell'ecosistema dei semiconduttori e del *cloud*. Al contempo, il settore si caratterizza per dinamiche di maggiore volatilità rispetto a comparti più tradizionali, alla luce di valutazioni di mercato che sembrano essere più sensibili a cambiamenti nelle aspettative su crescita, regolamentazione e accesso a risorse scarse (quali chip avanzati, fonti energetiche, talenti), con il conseguente rischio di osservare più di frequente rapidi cicli di espansione e correzione dei prezzi.

La crescita del settore dell'IA e, più in generale, l'aumento degli investimenti destinati alle tecnologie maggiormente innovative si inseriscono in un contesto globale segnato da un progressivo riallineamento degli equilibri economici e multilaterali che vede le principali economie competere per la leadership tecnologica e il controllo delle infrastrutture digitali, divenute un asset strategico. Le stime sulla distribuzione geografica delle capacità computazionali avanzate mostrano come, già nel 2024, circa il 44% della potenza di calcolo globale fosse riferibile agli Stati Uniti e il 26% circa alla Cina, a fronte di un valore che per l'Unione europea risultava prossimo ad appena il 10%.

Anche sul piano degli investimenti in IA l'Unione europea risulta in ritardo rispetto agli Stati Uniti che, a livello globale, rappresentano l'economia con la quota maggiore di investimenti in start-up a elevato potenziale di sviluppo. Tuttavia, gli investimenti in IA riferibili ai maggiori paesi UE si collocano, nel complesso, a un livello superiore rispetto alla Cina che costituisce il secondo paese per investimenti in start-up operanti nel settore dell'IA.

Le descritte dinamiche hanno rilevanti implicazioni in termini di capacità di attrarre capitale di rischio, trattenere competenze e presidiare i segmenti strategici delle nuove catene del valore ed evidenziano la necessità di rafforzare in modo coerente l'autonomia strategica della UE, riducendo dipendenze da infrastrutture extra-UE.

Tra le tendenze di lungo periodo, destinate a incidere sulla crescita del prodotto, sulla sostenibilità dei conti pubblici, sulla stabilità finanziaria e sugli equilibri geopolitici, assumono particolare rilievo anche le dinamiche demografiche. Le economie avanzate stanno infatti attraversando una fase di trasformazione profonda, che vede un progressivo invecchiamento della popolazione, una riduzione della natalità e, di conseguenza, un rallentamento (o contrazione) della

popolazione in età lavorativa. In Italia, la quota di popolazione con più di 65 anni rispetto al totale è prossima al 25%, a fronte di una media pari al 22% nell'Unione europea. Negli Stati Uniti il dato risulta più basso (18%) pur se superiore a quello registrato nei principali paesi asiatici (15% e 7% rispettivamente in Cina e India). Anche la quota di popolazione in età lavorativa è nettamente superiore nei paesi asiatici rispetto alle economie avanzate, con la Cina e l'India che mostrano valori, rispettivamente, del 69% e 68%, a fronte di un dato che per gli Stati Uniti è prossimo al 65% e per l'Italia è inferiore al 64%, in linea con la media europea.

Dinamiche demografiche sfavorevoli possono, nel lungo periodo, accentuare gli squilibri del sistema pensionistico pubblico, determinando un'ulteriore tensione sulla spesa previdenziale e, più in generale, sui saldi di finanza pubblica. In tale contesto, assume rilievo strategico il rafforzamento della previdenza complementare in alcuni paesi europei – tra i quali, oltre all'Italia, rientrano Francia e Germania – come strumento di diversificazione delle fonti di reddito nella fase di quiescenza e di mitigazione delle pressioni sul primo pilastro.

Lo sviluppo della previdenza complementare può, inoltre, contribuire positivamente alla profondità e all'efficienza dei mercati dei capitali, favorendo l'accumulazione di risparmio di lungo periodo e la sua canalizzazione verso investimenti produttivi.

## 1.1 I mercati finanziari

In questo quadro, il 2025 è stato un anno molto positivo in termini di performance dei mercati azionari, con gli indici di riferimento che hanno raggiunto nuovi massimi storici nelle principali economie avanzate.

In particolare, negli Stati Uniti l'S&P500 è salito del 16%, in Giappone il Nikkei225 ha esibito un incremento del 26,2% e nel Regno Unito il Ftse100 ha visto un rialzo del 21,5%. In Europa, l'EuroStoxx50 è cresciuto del 18,3% e, tra i principali paesi europei, l'Italia ha mostrato un incremento particolarmente significativo con un rialzo del Ftse Mib del 31,5%, il più elevato degli ultimi vent'anni, pur rimanendo al di sotto dei massimi storici raggiunti nel 2000. Negli ultimi dieci anni, il Ftse Mib ha registrato una crescita complessiva del 110%, evidenziando una performance superiore a quella della maggior parte degli indici di riferimento dei principali paesi europei, con la sola eccezione del Dax (+128%).

In Italia, anche gli indici rappresentativi delle società a minore capitalizzazione hanno registrato buoni risultati: il Ftse Italy Small Cap e il Ftse Italy Mid Cap sono aumentati rispettivamente del 30,2% e del

23,2%, mentre il Ftse Italy STAR e il Ftse Italy Growth hanno registrato incrementi più contenuti (pari al 10,2% e al 9%, rispettivamente).

Tuttavia, il mercato azionario italiano continua a presentare una dimensione non pienamente coerente con le potenzialità dell'economia nazionale: nel 2025 il PIL italiano rappresentava oltre il 2% del PIL globale (12% del PIL della UE), mentre la capitalizzazione del mercato azionario risultava pari ad appena lo 0,8% della capitalizzazione globale (8% della capitalizzazione UE). Tale caratteristica accomuna i principali paesi dell'Unione, sebbene con intensità differenti. Ad esempio, in Germania l'incidenza del PIL a livello globale è superiore al 4% mentre quella della capitalizzazione azionaria è prossima al 2%. Al contrario, in Svezia il peso del PIL è pari allo 0,6% del PIL globale a fronte di un'incidenza della capitalizzazione del mercato azionario su quella mondiale dello 0,9%. Tra le maggiori economie avanzate, solo negli Stati Uniti il contributo del mercato azionario alla capitalizzazione globale (44%) supera nettamente il contributo del PIL a quello globale (26%).

Inoltre, a fine 2025, la capitalizzazione del mercato azionario italiano si attestava al 48% del PIL, valore significativamente inferiore a quello registrato per l'insieme dei paesi UE (71% in media, con un'ampia eterogeneità, passando dal 55% della Germania a circa il 200% della Svezia) e ancor più distante da quello rilevato per altre economie, come ad esempio gli Stati Uniti (222%).

Alle ridotte dimensioni del mercato azionario italiano, si associano anche dinamiche sfavorevoli che interessano il mercato primario, condivise tuttavia con altre grandi economie avanzate. Nell'ultimo decennio, ad esempio, il numero di società quotate sul mercato regolamentato italiano Euronext Milan (EXM) si è ridotto del 20% circa (passando da 246 a 198), un dato analogo a quello registrato nel Regno Unito (-20%) ma nettamente inferiore a quello osservato in Francia (-46%). Considerando anche i mercati di crescita dedicati alle PMI si rileva, invece, una crescita del numero di società quotate o negoziate in Italia pari al 30%, a fronte di un calo del 37% nel Regno Unito e del 29% in Francia. Tale risultato è ascrivibile alla grande dinamicità che ha storicamente caratterizzato il mercato di crescita italiano Euronext Growth Milan (EGM).

Tuttavia, negli ultimi due anni, anche l'EGM ha cominciato a mostrare alcuni segnali di debolezza registrando un calo delle ammissioni nette. In aggiunta, il fenomeno del *translisting* dall'EGM all'EXM, che aveva raggiunto un picco nel periodo 2018-2023, si è nettamente ridimensionato (solo un caso nell'ultimo biennio).

Un più ampio sviluppo del mercato domestico richiede il rafforzamento dell'intero ecosistema dei mercati dei capitali in Italia, a

partire da un incremento della concorrenzialità e della specializzazione degli advisor incaricati di accompagnare le imprese nel percorso di quotazione.

Un'analisi condotta sulle ammissioni a negoziazione su EGM nel periodo 2022-2024 mostra un'elevata concentrazione degli intermediari che svolgono il ruolo di Euronext Growth Advisor, con circa il 60% delle operazioni realizzate nel periodo assistite da soli tre intermediari. Tale concentrazione di mercato può incidere sul costo dei servizi prestati. L'analisi analizza i costi connessi all'ammissione sul mercato – incluse le spese di *advisory* e *compliance* nonché gli oneri di mantenimento – stimando spese complessive sostenute per l'ammissione alle negoziazioni su EGM nel periodo considerato pari a circa 95,6 milioni di euro, con un'incidenza sul capitale raccolto del 7,5% in media, ma decrescente all'aumentare della raccolta.

Tutti gli elementi citati contribuiscono a delineare il contesto entro cui si è sviluppata l'evoluzione recente del mercato. Nel complesso, la capitalizzazione dei mercati azionari italiani ha raggiunto il massimo storico di 1.077 miliardi di euro a fine 2025; in una prospettiva di lungo periodo tale risultato è riconducibile principalmente alla prolungata performance positiva dei mercati secondari. Dalla fine del 2010, infatti, il flusso di ammissioni e revoche sul mercato ha esibito un saldo negativo, con una capitalizzazione derivante dalle nuove quotazioni/ammissioni (91 miliardi di euro) pari a circa la metà di quella persa in seguito alle revoche (187 miliardi di euro). In particolare, il saldo negativo di 96 miliardi è attribuibile alla dinamica osservata su EXM, che ha visto una perdita della capitalizzazione pari a 99 miliardi, mentre sul mercato di crescita EGM la capitalizzazione è salita di oltre tre miliardi. Nel 2025, la tendenza è risultata negativa in entrambi i mercati con una perdita netta di capitalizzazione di due miliardi su EXM (a seguito di 11 revoche e nessuna IPO) e 290 milioni su EGM (con 19 revoche e 21 ammissioni alla negoziazione). L'EGM mantiene dimensioni ridotte rispetto al mercato regolamentato, rappresentando a fine 2025 meno dell'1% della capitalizzazione complessiva del mercato azionario italiano.

La tendenza negativa del mercato primario degli ultimi anni risulta rilevante anche perché contestuale a una fase di performance positiva degli indici azionari. Tale evidenza appare in controtendenza rispetto alla tradizionale lettura secondo cui l'attività sul primario tende a rafforzarsi nei periodi in cui l'andamento dei prezzi è positivo e a contrarsi nelle fasi sfavorevoli (*hot and cold markets theory*). In passato, infatti, le ondate di revoche e il rallentamento delle operazioni di ammissione a quotazione/negoziazione tendevano a essere associate a periodi di calo generalizzato dei corsi azionari (dinamica coerente con quella osservata, ad esempio, durante la crisi finanziaria del 2008). La

debolezza del primario, registrata negli ultimi anni nonostante le buone performance del secondario, sembra pertanto segnalare uno scostamento dai consueti meccanismi di trasmissione delle condizioni di mercato all'andamento delle ammissioni nette. Inoltre, tale dinamica si manifesta malgrado gli interventi regolamentari volti a favorire l'accesso al mercato quali, ad esempio, le iniziative di semplificazione in tema di prospetto e, più in generale, delle procedure di accesso ai mercati dei capitali.

Nell'ultimo decennio, a fronte delle descritte tendenze dei mercati pubblici dei capitali, il ruolo dei mercati privati è progressivamente cresciuto, affiancando i mercati pubblici attraverso l'apporto di risorse di lungo periodo e, per quanto concerne il *private equity*, il coinvolgimento attivo nella governance e il supporto strategico alle imprese. L'attività di investimento globale ha continuato a crescere nel 2025 per il secondo anno consecutivo, sia per importi sia per numero di operazioni. Nondimeno, nel 2025 l'attività di raccolta di fondi di *private equity* a livello globale, europeo e nazionale ha rilevato un rallentamento, sia in termini di capitali raccolti sia di numero di fondi, dopo l'espansione del decennio 2015-2024.

Il *private equity* rappresenta, anche in Italia, una componente non secondaria delle fonti di finanziamento delle imprese. Da un confronto tra mercati pubblici e privati emerge che, negli ultimi dieci anni, le imprese italiane hanno ricevuto da fondi di *private equity* risorse pari a quasi tre volte i proventi complessivi di tutte le ammissioni realizzate su EXM ed EGM. Considerando anche le operazioni successive all'ingresso sul mercato (tra le quali gli aumenti di capitale), le risorse apportate nel decennio dal *private equity* e dal mercato azionario risultano nel complesso equivalenti.

I mercati privati rappresentano un'alternativa rilevante per il finanziamento dell'economia reale, poiché mettono a disposizione capitale paziente capace di accompagnare con visione di lungo periodo la crescita, l'innovazione e la solidità del sistema produttivo. Tuttavia, analizzare i mercati privati e pubblici dalla sola prospettiva del finanziamento alle imprese consente di cogliere solo una parte del quadro. I mercati pubblici, infatti, rappresentano un pilastro portante del sistema di tutela degli investitori poiché forniscono alle famiglie opportunità di investimento liquide, trasparenti e facilmente accessibili rispetto alle opzioni private. Queste ultime, infatti, si caratterizzano per un persistente gap normativo rispetto agli strumenti finanziari negoziati sui mercati pubblici soggetti, invece, a requisiti più stringenti in termini di *disclosure*, governance e vigilanza. Tale circostanza può generare asimmetrie informative e minori tutele per gli investitori non professionali.

Queste considerazioni confermano che l'obiettivo di favorire un maggiore sviluppo del mercato dei capitali domestico abbia un'estrema importanza poiché suscettibile di apportare benefici sia alle imprese sia agli investitori.

L'Italia dispone, inoltre, di ampie risorse finanziarie, non ancora pienamente valorizzate, idonee a sostenere in modo strutturale un maggiore sviluppo dei mercati pubblici dei capitali. A metà del 2025, la ricchezza finanziaria delle famiglie italiane ammontava a 6.148 miliardi di euro, un valore pari a quasi tre volte il PIL del Paese. Tuttavia, osservando la composizione di tale ricchezza, il 26% delle attività finanziarie delle famiglie è detenuto in forma di liquidità, per un ammontare complessivo di 1.543 miliardi di euro, a fronte di una quota del 32% nell'area dell'euro e dell'11% negli Stati Uniti. I titoli di debito rappresentano l'8% delle attività finanziarie complessive delle famiglie italiane, una percentuale superiore sia alla media europea (3%) sia a quella statunitense (4%).

Per contro, l'incidenza delle azioni quotate sul totale delle attività finanziarie si attesta al 3% in Italia, rispetto al 5% nell'area euro e al 31% negli Stati Uniti. Analogamente, la quota dei prodotti assicurativi e previdenziali raggiunge il 19%, al di sotto di quanto registrato nell'area dell'euro (27%) e negli Stati Uniti (28%). Tale ultima evidenza mostra come in Italia la base di ricchezza gestita professionalmente con obiettivi di lungo periodo sia più contenuta, specie rispetto a economie in cui il sistema della previdenza complementare è più sviluppato.

Inoltre, nonostante l'investimento indiretto in strumenti finanziari da parte delle famiglie italiane sia significativo – con un'incidenza delle quote di fondi comuni sul totale del portafoglio al 14% in Italia a fronte dell'11% per l'area euro – l'industria italiana del risparmio gestito appare sottodimensionata rispetto alla ricchezza privata e alle dimensioni dell'economia. Infatti, le attività gestite da operatori nazionali (sia sotto forma di gestioni collettive sia sotto forma di gestioni individuali) ammontano a circa il 70% del PIL, valore nettamente inferiore a quello osservato in altri principali paesi UE, come Olanda e Francia che registrano, rispettivamente, valori prossimi al 187% e al 181% del PIL, ed economie extra-UE come Svizzera e Regno Unito, prossimi rispettivamente al 424% e al 349%.

## 1.2 Il quadro normativo europeo

Nel 2025, in un contesto globale caratterizzato, come detto, dal perdurare delle tensioni geopolitiche, dall'emergere di politiche protezionistiche e da un incremento generalizzato dell'incertezza, l'Unione

europea, ad esito delle riflessioni sui Rapporti Letta e Draghi, ha avviato una profonda revisione del quadro normativo e, più in generale, delle priorità strategiche e degli assetti istituzionali. Tale processo risponde alla necessità di potenziare la capacità del sistema economico-finanziario di sostenere le transizioni digitale e climatica, nonché il comparto della difesa anche attraverso un rafforzamento della competitività e un'accresciuta integrazione dei mercati dei capitali.

In questo scenario, la frammentazione – ossia la persistente disomogeneità regolatoria e operativa tra mercati nazionali – è considerata non solo un ostacolo all'efficienza degli stessi, ma un fattore in grado di incidere direttamente sulla capacità dell'Unione di agire come attore unitario nel contesto delle grandi transizioni globali. Tale consapevolezza si riflette nelle analisi contenute nei Rapporti Letta e Draghi che individuano due direttrici fondamentali: la rimozione delle barriere che ostacolano il completamento del mercato unico e la necessità di raggiungere una scala operativa adeguata a competere efficacemente a livello globale.

Il processo di revisione delle norme che regolano i mercati finanziari avviato nel 2025 si fonda sui principi di semplificazione, riduzione degli oneri amministrativi, rapidità d'azione e rafforzamento della competitività, spostando il baricentro dalla mera gestione dei rischi verso politiche orientate alla crescita, pur mantenendo adeguati presidi a tutela degli investitori e della stabilità complessiva. In tale direzione si colloca il ricorso crescente ai pacchetti omnibus, richiamato anche nella strategia per la Savings and Investments Union (SIU) e nel Competitiveness Compass.

Il passaggio di maggior rilievo intervenuto nell'anno è rappresentato dall'adozione, il 4 dicembre 2025, della proposta Market Integration and Supervision Package (MISP) da parte della Commissione europea. L'intervento mira a rivedere l'intero quadro di riferimento per il funzionamento dei mercati dei capitali nella UE, con l'obiettivo di superare la frammentazione regolamentare e operativa che nel tempo ha ostacolato l'effettiva realizzazione di un mercato unico europeo dei servizi finanziari. Il MISP attribuisce un ruolo più incisivo all'ESMA, prevedendo forme di supervisione diretta su alcune categorie di infrastrutture e operatori considerati sistemicamente rilevanti, tra cui taluni mercati regolamentati, controparti centrali, depositari centrali e prestatori di servizi per le crypto-attività.

Un ulteriore elemento centrale del MISP riguarda gli interventi in tema di innovazione tecnologica. In questo ambito si collocano le modifiche proposte al Pilot Regime, volte ad ampliare la flessibilità operativa delle infrastrutture DLT basate su tecnologie a registro distribuito e a offrire maggiore certezza giuridica agli operatori.

L'obiettivo è quello di favorire lo sviluppo di soluzioni innovative che possano incrementare l'efficienza delle negoziazioni e dei processi di post-negoziazione, contribuendo a ridurre costi, tempi e rischi operativi.

Il pacchetto si distingue anche per l'ampiezza della revisione normativa proposta, attuata attraverso tre atti legislativi. Con la proposta di regolamento denominata Master Regulation e la proposta di direttiva denominata Master Directive, la Commissione interviene infatti su un numero rilevante di impianti normativi, tra i quali, oltre al già citato Pilot Regime, rientrano i Regolamenti EMIR, MiFIR, CSDR e MiCA e le Direttive UCITS e AIFMD nonché la disciplina sulla distribuzione transfrontaliera dei fondi e quella relativa ai passaporti per le infrastrutture di mercato. Anche la proposta di Settlement Finality Regulation, destinata a sostituire l'attuale direttiva in materia, si inserisce nello stesso disegno, con l'obiettivo di rendere più moderno ed efficiente il quadro applicabile ai sistemi di regolamento e alle garanzie finanziarie, meglio adattandolo a un mercato sempre più integrato e tecnologicamente avanzato.

Resta elevata l'attenzione della Commissione europea verso il miglioramento dell'attuazione delle norme esistenti, promuovendo un più stretto coordinamento tra gli Stati membri e con le autorità europee, nonché un dialogo costante con gli operatori dell'industria finanziaria. Parallelamente, il rafforzamento della cooperazione internazionale – in particolare con l'International Organization of Securities Commissions (IOSCO), l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) e il Financial Stability Board (FSB) – continua a rappresentare un elemento essenziale per promuovere una maggiore convergenza regolamentare oltre i confini dell'Unione.

## **2 La competitività del mercato dei capitali: innovazione, sostenibilità e tutela del risparmio**

Nel contesto descritto di profonda evoluzione dell'impianto normativo avviato nell'Unione europea con il MISP e, più in generale, con la strategia della SIU, la CONSOB è chiamata a svolgere un ruolo di crescente rilievo, sia nella dimensione nazionale sia nel più ampio sistema di vigilanza europeo.

L'Istituto continuerà a partecipare al negoziato sul MISP in sede europea, con richieste atte a ricalibrare alcuni aspetti della proposta. Più in generale, nell'ambito di un'evoluzione normativa che prevede una sempre maggiore centralizzazione di talune funzioni di supervisione, dovrà intensificarsi la partecipazione dell'Autorità ai tavoli tecnici, ai comitati e ai gruppi di lavoro europei, al fine di contribuire alla defini-

zione di standard di vigilanza e garantire che le specificità del mercato italiano siano adeguatamente rappresentate nei processi decisionali.

In aggiunta, nel 2026 proseguiranno le attività volte al perseguimento degli obiettivi delineati dal Piano strategico per il triennio 2025-27 in un'ottica di complementarità tra il processo di cambiamento della CONSOB e lo sviluppo dei mercati dei capitali nell'ambito delle proprie aree di competenza.

La transizione digitale e la transizione sostenibile continueranno a costituire parte integrante della pianificazione strategica e della declinazione, a livello operativo, delle azioni e delle attività strumentali al conseguimento degli obiettivi strategici della CONSOB.

### *Sviluppo del mercato e tutela del risparmio*

Con riferimento alle iniziative volte a favorire l'accesso al mercato dei capitali delle imprese italiane in un'ottica di rilancio della piazza finanziaria domestica anche in ambito europeo, la CONSOB continuerà a fornire il proprio contributo per il recepimento nell'ordinamento nazionale delle disposizioni contenute nel pacchetto normativo europeo Listing Act la cui piena attuazione, prevista entro il 2026, costituisce un cardine fondamentale nel processo di sviluppo dei mercati dei capitali in ambito europeo, incentivando l'afflusso di risorse finanziarie alle PMI e sostenendo la creazione di un ambiente favorevole per gli investimenti.

Sempre in una prospettiva di sviluppo e maggiore integrazione del mercato dei capitali in un contesto europeo, nel 2026 la CONSOB proseguirà le attività propedeutiche alla predisposizione dei flussi informativi da inviare allo European Single Access Point (ESAP) la cui messa a regime, secondo un percorso in tre fasi, si completerà entro il 2030 permettendo così una ricezione centralizzata di informazioni finanziarie e non finanziarie relative alle imprese (PMI incluse) nell'ottica di ampliarne la visibilità e la platea degli investitori.

In ambito domestico, la riforma del Testo unico della finanza (TUF) e delle connesse disposizioni del Codice civile rappresenta un passaggio rilevante per il mercato finanziario italiano, mirando a semplificare il quadro di riferimento per le imprese e a stimolare la partecipazione degli investitori. Il primo impianto di norme è confluito nel decreto legislativo del 27 marzo 2026, n. 47.

In particolare, gli interventi in tema di intermediari e mercati mirano a intercettare le esigenze di finanziamento delle imprese lungo tutto il loro ciclo di sviluppo. Si segnalano al riguardo le novità sui gestori sotto-soglia e le società di partenariato per agevolare la costituzione di veicoli di investimento che favoriscano l'afflusso di risorse finanziarie non bancarie alle PMI (attraverso la forma del *venture*

*capital* e del *private equity*); la modifica concernente la qualificazione delle Casse di previdenza come investitori professionali; la semplificazione del processo di approvazione delle modifiche ai regolamenti dei mercati regolamentati e delle infrastrutture di post-trading.

In tema di emittenti, si evidenziano la disciplina delle società di nuova quotazione a cui si riservano ampi margini di discrezionalità statutaria, estendibile anche alle società già quotate rientranti nella categoria delle PMI attraverso apposite delibere di modificazione dello statuto, da assumersi con il meccanismo del *whitewash*; le nuove disposizioni sullo svolgimento delle assemblee e la previsione di una soglia minima individuale di partecipazione al capitale sociale quale requisito per intervenire nell'ambito della discussione assembleare per garantire un ordinato svolgimento dei lavori e arginare il fenomeno dei cosiddetti 'disturbatori di assemblee'; le norme che consentono alle assemblee delle società quotate di deliberare, in presenza di talune condizioni, il cosiddetto *down-listing* delle proprie azioni dal mercato regolamentato a un sistema multilaterale di negoziazione (MTF) per favorire comunque la permanenza delle imprese nel circuito del mercato dei capitali, in luogo di un *delisting*; la nuova disciplina sull'acquisto totalitario su autorizzazione dei soci; una riscrittura trasversale delle norme concernenti i modelli di governance dualistico e monistico; le novità in tema di OPA (con particolare riferimento alla soglia rilevante per l'OPA obbligatoria e all'istituto del cosiddetto '*put up or shut up*').

Soprattutto con riguardo alla disciplina degli emittenti la CONSOB – nel corso dei lavori parlamentari – ha segnalato aspetti meritevoli di ripensamento, ritenendo necessario garantire un equilibrio tra le istanze di semplificazione delle regole provenienti dalle imprese e quelle di investitori istituzionali e *retail*, interessati alla valorizzazione della propria posizione, di modo che risultino congiuntamente presidiate la competitività del sistema finanziario e la tutela degli investitori per conseguire l'obiettivo di sostenere la crescita del Paese.

I nuovi istituti e le modifiche normative descritte impegneranno la CONSOB in un'intensa attività di revisione della regolamentazione secondaria di propria competenza.

Per quel che concerne il sistema sanzionatorio amministrativo, gli interventi di riforma del TUF contenuti nel secondo schema di decreto perseguono l'obiettivo di rafforzare l'efficacia e la proporzionalità del sistema di *enforcement* delle autorità di vigilanza, nonché le garanzie per i soggetti destinatari dell'esercizio del potere sanzionatorio delle stesse. A ciò si aggiunge, altresì, la finalità deflattiva del contenzioso di alcuni istituti.

In particolare, appaiono ispirate all'esigenza di accrescere l'efficacia e la proporzionalità del sistema sanzionatorio l'introduzione

del principio di rilevanza delle violazioni; l'estensione dell'applicabilità dell'istituto della continuazione alle sanzioni pecuniarie (che consente l'applicazione di un trattamento sanzionatorio di favore costituito dal cumulo giuridico); l'introduzione del principio del *favor rei*; la modifica dell'ambito di applicazione delle sanzioni dell'ordine di porre termine alla violazione e della dichiarazione pubblica, riconoscendo alle autorità di vigilanza il potere di disporre di diversi strumenti sanzionatori, coerentemente con la stessa impostazione seguita dal legislatore europeo; l'eliminazione degli automatismi sanzionatori per le sanzioni accessorie interdittive (previsti in alcuni casi dal TUF, come in materia di abusi di mercato).

Si pone, invece, in un'ottica deflattiva del contenzioso l'introduzione dell'istituto dell'applicazione concordata delle sanzioni (cosiddetto *settlement*), che si va ad aggiungere all'istituto degli impegni, introdotto dalla Legge Capitali ed esteso con la riforma anche alle violazioni sanzionabili dalla Banca d'Italia ai sensi del TUF.

Si rammenta che, a seguito dell'introduzione dell'istituto degli impegni, la CONSOB ha modificato il proprio Regolamento generale sui procedimenti sanzionatori a giugno dello scorso anno. Con l'istituto degli impegni, il legislatore ha incrementato la gamma degli strumenti di *enforcement* a disposizione dell'Autorità, consentendo un allineamento alle migliori prassi vigenti nel resto d'Europa e segnando il passaggio da un sistema sanzionatorio di tipo esclusivamente repressivo, finalizzato a punire comportamenti in violazione delle norme, a un sistema in cui alla dimensione repressiva si affianca una dimensione più collaborativa, finalizzata a prevenire e correggere tali comportamenti.

I primi segnali di applicazione del nuovo istituto mostrano come lo stesso abbia riscosso notevole interesse e un largo utilizzo da parte degli operatori. Nel 2025, ossia in poco più di sei mesi dall'entrata in vigore delle modifiche al Regolamento generale sui procedimenti sanzionatori, le istanze volte alla definizione del procedimento mediante il ricorso al nuovo istituto degli impegni sono state 21 e in 16 casi l'istanza è stata accolta. La CONSOB continuerà a svolgere un'attività di attento monitoraggio al fine di verificare l'adempimento corretto e tempestivo degli impegni assunti dai soggetti a cui sono state contestate violazioni della disciplina.

Da ultimo, la riforma del TUF interviene sulla giurisdizione in materia sanzionatoria. Secondo il nuovo assetto, i ricorsi avverso le sanzioni adottate dalla CONSOB per le violazioni del TUF vengono devoluti alla giurisdizione esclusiva del Giudice amministrativo e alla competenza funzionale del TAR della Lombardia (sede di Milano), secondo il rito di cui all'art. 119 del Codice del processo amministrativo di cui al decreto legislativo 2 luglio 2010, n. 104. Rimangono, invece, attribuite alla giurisdizione del Giudice ordinario le controversie in

materia di provvedimenti sanzionatori adottati dall'Autorità per violazioni di disposizioni diverse da quelle previste dal TUF.

Sempre nell'ottica di favorire la competitività del mercato finanziario italiano, l'Istituto continuerà inoltre ad adoperarsi per la rimozione dei casi di cosiddetto *goldplating*, ossia dei casi in cui a livello domestico sussistano obblighi aggiuntivi o requisiti più stringenti di quelli minimi previsti dalle norme comunitarie.

Inoltre, sulla scia delle rilevanti iniziative di semplificazione in materia di prospetto attuate negli ultimi tre anni, la CONSOB sta proseguendo anche nella semplificazione di ulteriori disposizioni regolamentari concernenti, in particolare, la fase finale del processo di approvazione dei prospetti, con l'obiettivo di ridurre gli oneri per gli emittenti senza ledere i presidi posti a tutela degli investitori. In tale contesto si colloca il pacchetto di modifiche regolamentari posto in consultazione a marzo, aventi ad oggetto, tra l'altro, l'innalzamento della soglia prevista per le comunicazioni di *internal dealing* (esercitando la facoltà prevista dal Regolamento MAR in tema di abusi di mercato così come modificato dal Listing Act) e la disciplina delle offerte pubbliche, con l'obiettivo di eliminare oneri non necessari per operatori ed emittenti, preservando la tutela dei risparmiatori e l'integrità del mercato.

La CONSOB continuerà altresì a monitorare l'efficacia delle iniziative intraprese negli ultimi anni, in termini di riduzione di tempi e costi per gli emittenti, anche per valutare eventuali altre modifiche ai propri regolamenti e/o a procedure e prassi di vigilanza.

Parallelamente la CONSOB continuerà a mantenere un dialogo costante con gli operatori di mercato e con il gestore del mercato regolamentato italiano al fine di individuare nuove misure di incentivazione delle società alla quotazione sul mercato dei capitali italiano, anche favorendo nuove modalità di accesso (ad esempio, il cosiddetto '*direct listing*').

Ai fini di un'efficace tutela dei risparmiatori, la CONSOB intende rafforzare ulteriormente l'attività di contrasto all'abusivismo finanziario che, anche grazie alle tecnologie digitali, ha raggiunto dimensioni imponenti, appare in costante crescita e sta progressivamente assumendo natura transnazionale.

Tra i fattori che contribuiscono alla diffusione dei casi di abusivismo finanziario si rilevano gli annunci pubblicitari online di presunti investimenti con soggetti non autorizzati. Pertanto, assume sempre maggiore rilievo il coinvolgimento delle principali società del settore digitale che gestiscono i principali motori di ricerca online e i *social network* per favorire l'adozione e l'aggiornamento delle migliori policy per l'individuazione, anche in ottica preventiva, la segnalazione e la rimozione di contenuti illegali online relativi al settore finanziario.

Altrettanto importante è innalzare il livello di cultura finanziaria della popolazione. Creare le condizioni affinché i cittadini possano conseguire adeguate conoscenze e competenze finanziarie è, infatti, alla base della tutela del risparmio. Tale obiettivo assume inoltre particolare rilevanza nell'ottica della creazione di un mercato unico dei capitali nella UE che ha come prerequisito essenziale il superamento dell'eterogeneità rilevata in questo ambito tra i diversi Stati membri. In Italia, la Legge Capitali ha riconosciuto l'importanza dell'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale, introducendone l'insegnamento nelle scuole nell'ambito dei programmi di educazione civica. La CONSOB, anche in collaborazione con le altre istituzioni coinvolte, è fortemente impegnata nelle iniziative di *investor education* finalizzate ad accrescere conoscenze e competenze in ambito finanziario, nonché a sensibilizzare i risparmiatori sul fatto che un investimento non deve essere inteso come una scommessa ma richiede ponderazione, informazioni accurate e verificabili e una chiara consapevolezza dei rischi.

### *Innovazione tecnologica*

In un'ottica prospettica, l'evoluzione delle tecnologie e l'adozione di soluzioni basate sull'intelligenza artificiale rappresentano fattori abilitanti per il rafforzamento delle capacità di vigilanza sui mercati finanziari. Si renderà pertanto necessario completare il processo di integrazione, revisione e ampliamento delle basi dati attualmente disponibili, al fine di assicurare analisi sempre più tempestive e accurate. A tal fine, sarà centrale lo sviluppo di adeguati strumenti e pratiche di governo dei dati.

Infatti, la crescente complessità dei mercati finanziari rende la qualità, l'integrità e la disponibilità dei dati elementi essenziali per l'efficace esercizio delle funzioni istituzionali della CONSOB. Una solida data governance consente di assicurare coerenza e affidabilità dei flussi informativi, favorendo l'adozione di approcci di vigilanza proattivi sempre più basati su modelli *data driven*, facilitando l'individuazione tempestiva di anomalie nei comportamenti degli operatori, supportando l'efficacia delle attività di monitoraggio nonché consentendo il potenziamento di sistemi di supervisione moderni in grado di sfruttare anche tecniche avanzate di analisi. In aggiunta, l'evoluzione verso un quadro regolamentare maggiormente integrato a livello europeo, caratterizzato da flussi informativi più estesi e standardizzati, rende ancora più centrale l'adozione di modelli robusti di gestione, protezione e valorizzazione dei dati.

L'aggiornamento delle fonti informative sarà perseguito anche attraverso la definizione di protocolli di scambio di dati con altre autorità competenti, in un'ottica di cooperazione interistituzionale e

armonizzazione dei flussi informativi, senza comportare oneri ridondanti per i soggetti vigilati.

In tema di IA, la legge 132/2025, contenente disposizioni e deleghe al governo per l'adeguamento dell'ordinamento nazionale al Regolamento (UE) 2024/1689 (AI Act) ha designato l'Agenzia per l'Italia Digitale (AgID) e l'Agenzia per la Cybersicurezza Nazionale (ACN) quali autorità nazionali per l'intelligenza artificiale e ha confermato l'attribuzione alla Banca d'Italia, alla CONSOB e all'IVASS del ruolo di autorità di vigilanza del mercato, limitatamente ai sistemi di IA ad alto rischio immessi sul mercato, messi in servizio o utilizzati da istituti finanziari disciplinati dal diritto UE in materia di servizi finanziari. In tale ambito l'Istituto, oltre a proseguire nell'adattamento dei processi interni di supervisione e un rafforzamento delle competenze tecniche per assicurare un controllo efficace dei nuovi rischi tecnologici, continuerà a partecipare ai lavori connessi all'adeguamento del quadro nazionale alla normativa europea.

L'evoluzione tecnologica continuerà inoltre a indurre cambiamenti nell'industria dell'intermediazione finanziaria. Nell'ambito dei servizi di investimento, ne è un esempio la diffusione del fenomeno dei *neo-broker*, ossia piattaforme digitali di intermediazione con operatività transnazionale. Tali evoluzioni pongono nuove sfide per la vigilanza poiché richiedono l'adozione di un approccio di supervisione coordinato e flessibile, idoneo a garantire un adeguato livello di tutela alla clientela. Al riguardo, nel corso del 2025, la CONSOB ha svolto un esame del fenomeno dei *neo-broker*, avvalendosi anche delle evidenze emerse nell'ambito del periodico esercizio di *'Data collection on cross-border investment activity'* promosso dall'ESMA, con l'obiettivo di individuare possibili rischi per la protezione degli investitori domestici connessi all'attività svolta da tali soggetti. Per il futuro, l'Istituto intende proseguire nel monitoraggio dell'evoluzione del settore dell'intermediazione finanziaria al fine di intercettare dinamiche emergenti per approfondirne le potenziali implicazioni in termini di tutela degli investitori.

Particolare attenzione sarà altresì riservata ai prestatori di servizi per le crypto-attività (*crypto-assets service providers* – CASPs), specie alla luce del termine del periodo transitorio previsto dal Regolamento MiCA alla fine del 2025 nonché degli attesi sviluppi della normativa europea. In questo contesto, la CONSOB opererà, come di consueto, anche in coordinamento con le altre autorità europee competenti, nell'ambito dei meccanismi di cooperazione e di scambio informativo sviluppati a livello dell'Unione, in linea con gli esiti dei lavori internazionali e con le iniziative di convergenza di vigilanza promosse in sede europea. Nel 2026, proseguiranno altresì le interlocuzioni con gli intermediari bancari interessati a prestare servizi per le crypto-attività

e si consolideranno gli indirizzi della vigilanza *on-going* su tali servizi, nel quadro di una visione complessiva dei controlli sull'operatività.

Più in generale, lo sviluppo dei mercati delle cripto-attività sta assumendo un rilievo crescente per le autorità di vigilanza. Tali attività presentano frequentemente un'elevata volatilità e un profilo di rischio significativo, risultando esposte a dinamiche cicliche di rapida espansione e correzione. L'andamento osservato nei prezzi del Bitcoin nel 2025 ne è una prova, con il forte rialzo registrato nell'anno e il repentino crollo esibito a partire da ottobre che ha determinato una riduzione del prezzo di oltre il 50% in soli due mesi.

Un ulteriore elemento di rilievo è costituito dalla crescente integrazione di questa tipologia di attività con il sistema finanziario tradizionale. Tale fenomeno si andrà progressivamente accentuando con la crescente diffusione degli ETP collegati a cripto-attività, oggi negoziati anche su sedi di negoziazione tradizionali (come, ad esempio, il segmento professionale di ETFPlus avviato da Borsa Italiana a inizio 2026), andando così ad ampliare il rischio che shock di mercato originati nel settore cripto si trasferiscano alla finanza tradizionale. In questo quadro, l'integrazione tra mercati tradizionali e cripto-attività richiede un incremento della qualità dell'informativa al pubblico, un approccio proattivo alla vigilanza e un rafforzamento della cooperazione tra autorità nazionali ed europee.

Sotto il profilo della qualità dell'informativa al pubblico, la CONSOB e la Banca d'Italia sono intervenute da ultimo nel 2025 con una comunicazione congiunta che ha sottolineato l'esigenza che gli emittenti forniscano nelle rendicontazioni finanziarie una rappresentazione completa e prudente delle esposizioni in cripto-attività, incluse quelle detenute tramite prodotti finanziari strutturati, evidenziando i profili di volatilità, complessità e rischio operativo propri di questa tipologia di *assets*. Con riferimento anche agli aspetti connessi all'attività di vigilanza e alla cooperazione, la CONSOB ha pubblicato un paper congiunto con le omologhe Autorità di Francia (AMF) e Austria (FMA) che propone un rafforzamento della supervisione e un maggiore coordinamento regolamentare transfrontaliero per evitare fenomeni di arbitraggio e garantire uniformità nell'applicazione del MiCAR.

Anche la crescita del valore delle *stablecoin* (+55% nel 2025 rappresentando quasi il 10% del valore complessivo del mercato delle criptovalute) e l'incremento della loro diffusione, sostenuti da un orientamento regolamentare favorevole assunto negli Stati Uniti con l'adozione del cosiddetto GENIUS Act, meritano particolare attenzione alla luce di possibili profili di rischio per la stabilità finanziaria connessi all'integrazione di tali attività nel sistema finanziario tradizionale.

A livello europeo, particolare rilevanza assume il cosiddetto modello *multi-issuance*, in cui un *eMoney token* (EMT) – basato su una valuta non UE – viene emesso sia da un emittente conforme al MICAR sia da un'entità situata in una giurisdizione extra-UE e non regolata dal diritto dell'Unione. Tale modello, infatti, può accrescere il rischio di contagio, agendo come canale attraverso il quale shock originati dall'emittente extra-UE (quali perdita di fiducia o problemi sulle riserve) si trasferiscono nell'ecosistema dell'Unione europea. Sul tema è intervenuto lo European Systemic Risk Board con la Raccomandazione *On third-country multi-issuer stablecoin schemes* del 25 settembre 2025.

In tema di innovazione, assume particolare rilievo anche la diffusione di *distributed ledger technologies* (DLT) sui mercati finanziari. La tokenizzazione degli strumenti finanziari, sebbene al momento abbia dimensioni ancora contenute, può rappresentare un'evoluzione di grande rilevanza che offre opportunità significative per l'efficienza e la competitività del mercato ma impone alle autorità di vigilanza un adeguamento continuo degli strumenti di regolazione e supervisione. Al riguardo, l'attività della CONSOB proseguirà nel solco degli obiettivi delineati nel Piano strategico e delle attività già intraprese negli anni scorsi, al fine di favorire un'innovazione che si sviluppi in modo ordinato e coerente con gli obiettivi di integrità del mercato, trasparenza e tutela degli investitori.

Le tematiche dell'innovazione risultano inoltre strettamente interconnesse con quelle della *cybersecurity*, la quale si configura ormai come un presidio strategico imprescindibile per la stabilità del settore finanziario, nonché per la tutela dell'integrità e dell'efficiente funzionamento dei mercati. In tale prospettiva, la resilienza delle infrastrutture di mercato e degli operatori è destinata ad assumere un rilievo sempre più centrale, anche nell'ambito delle attività di vigilanza. Al riguardo, l'azione della CONSOB continuerà a svilupparsi nel solco della disciplina europea che, con il Regolamento DORA, ha rafforzato il quadro europeo in materia di resilienza operativa digitale degli operatori.

A livello nazionale, in recepimento della normativa europea, il decreto legislativo 10 marzo 2025, n. 23 ha individuato la Banca d'Italia, la CONSOB, l'IVASS e la COVIP quali autorità nazionali competenti per il rispetto degli obblighi a carico dei soggetti vigilati posti dal Regolamento e ha stabilito la partecipazione al *forum* di sorveglianza (Oversight Forum) incaricato di coadiuvare il comitato congiunto delle European Supervisory Authority (ESAs Joint Committee) nella preparazione di atti e progetti comuni per la sorveglianza dei rischi informatici derivanti da fornitori terzi di servizi ICT critici. La Banca d'Italia è l'autorità nazionale individuata per la partecipazione all'Oversight Forum, mentre la CONSOB vi partecipa in qualità di osservatore.

In tale quadro, l'Istituto continuerà a vigilare sulla resilienza digitale delle entità finanziarie, al fine di garantire stabilità del sistema, tutela degli investitori e corretto funzionamento dei mercati, tramite controlli, richieste informative e misure correttive, garantendo l'applicazione degli obblighi posti dal Regolamento DORA in materia di gestione dei rischi ICT, test, segnalazione di incidenti e gestione dei rischi derivanti da fornitori ICT terzi. L'azione di vigilanza sarà condotta in coordinamento con altre autorità europee e nazionali. In particolare, l'impegno dell'Istituto proseguirà nell'ambito della strategia congiunta delineata nel 2020 assieme alla Banca d'Italia che prevede l'utilizzo di appositi strumenti per la valutazione del rischio *cyber*, nonché lo svolgimento di test mirati ad accertare la capacità operativa e la robustezza dei soggetti vigilati.

### *Sostenibilità*

Nel quadro di azione europeo di razionalizzazione e di semplificazione della disciplina sulla finanza sostenibile, avviato alla luce dell'esigenza di contemperare gli obiettivi di sostenibilità con quelli di competitività e crescita, la CONSOB seguirà il processo legislativo volto alla semplificazione delle norme in tema di finanza sostenibile. In tale contesto, si inserisce la proposta di revisione del Regolamento (UE) 2019/2088 (SFDR), pubblicata dalla Commissione europea a novembre 2025, che mira a migliorare la trasparenza e l'efficacia delle informazioni sulla sostenibilità dei prodotti finanziari semplificando le norme in tema di *disclosure*. Inoltre, la Direttiva (UE) 2026/470 (cosiddetta Direttiva Omnibus I), pubblicata a febbraio, modifica sostanzialmente il perimetro dell'obbligo di rendicontazione di sostenibilità, riducendolo in modo significativo rispetto alla Direttiva (UE) 2022/2464 (CSRD), che include tutte le imprese di grandi dimensioni quotate e non quotate e le PMI quotate, escludendo le microimprese. Con le modifiche introdotte dalla Direttiva Omnibus I, solo le imprese con più di mille dipendenti e più di 450 milioni di fatturato saranno soggette all'obbligo di rendicontazione a partire dall'esercizio finanziario 2027. In base ai dati riferiti al 2025, il perimetro di vigilanza della CONSOB, attualmente limitato alle società che hanno emesso strumenti finanziari quotati su mercati regolamentati, vedrebbe un ridimensionamento, passando da 142 emittenti (dato riferito al numero di società quotate che erano tenute a pubblicare nel 2025 la rendicontazione di sostenibilità relativa all'anno precedente) a 87 (dato stimato applicando i nuovi criteri).

La Direttiva Omnibus I prevede, inoltre, che gli Stati membri potranno, in sede di recepimento a livello nazionale, esentare alcune imprese dall'obbligo di pubblicare le rendicontazioni di sostenibilità relative agli esercizi 2025 e 2026. In particolare, l'esenzione riguarderebbe le imprese che ricadono nell'ambito di applicazione della CSRD per gli esercizi 2025 e 2026 ma non ricadrebbero nel nuovo ambito di

applicazione della Omnibus I dall'esercizio 2027. Al riguardo, nel 2025 la CONSOB ha modificato il Regolamento Emittenti introducendo un'apposita norma transitoria che potrà consentire di tener conto anche di questi profili di diritto intertemporale nella sua attività di vigilanza.

Ulteriori sfide per le società tenute alla rendicontazione di sostenibilità e per le autorità di vigilanza deriveranno dal recepimento a livello di atto delegato del *Technical Advice* dell'EFRAG con gli standard ESRS semplificati, che pure interverrà nel 2026. Le modifiche introdotte, pur semplificando i contenuti degli standard europei e riducendone la numerosità, richiederanno un significativo sforzo di implementazione, in particolare con riferimento all'analisi di doppia materialità, che costituisce il fulcro della rendicontazione di sostenibilità.

Sempre con riferimento all'attività di vigilanza in tema di sostenibilità, proseguirà l'impegno dell'Istituto nella partecipazione a progetti internazionali coordinati dalla Commissione europea di Technical Support Instrument (TSI) volti alla realizzazione di strumenti di vigilanza sui profili ESG.

#### *Ulteriori elementi rilevanti*

Nel 2026 continuerà l'impegno della CONSOB nella collaborazione istituzionale con altre autorità nazionali e internazionali e altre amministrazioni pubbliche sia attraverso l'attuazione dei protocolli di intesa in essere, sottoscritti nell'ambito di comitati di coordinamento strategico e tecnico istituiti nel corso degli anni, sia tramite lo sviluppo di nuovi accordi di cooperazione.

Al riguardo, con l'avvio dell'operatività dell'Autorità europea per l'Antiriciclaggio e il Contrasto al Finanziamento del Terrorismo (AMLA), istituita dal Regolamento (UE) 2024/1620, la CONSOB ha rafforzato ulteriormente il coordinamento continuativo con le altre autorità di vigilanza antiriciclaggio italiane (Banca d'Italia, Guardia di Finanza, IVASS e MEF), funzionale alla partecipazione dell'Italia alle riunioni del General Board dell'AMLA. In tale ambito, per la categoria dei revisori e delle società di revisione, l'Istituto ha contribuito ai lavori di redazione delle prime disposizioni di attuazione oggetto dei mandati affidati all'AMLA, anche mediante la partecipazione alla rete degli esperti creata per supportare l'Autorità nelle analisi di impatto e di adattamento delle disposizioni normative alle caratteristiche specifiche delle diverse categorie di soggetti obbligati agli adempimenti antiriciclaggio.

In prospettiva, tale attività proseguirà, estendendosi anche a ulteriori standard regolamentari e linee guida che coinvolgono il settore non finanziario, sempre attraverso un dialogo costante e la collaborazione con le Autorità italiane che contribuiscono ai lavori di completamento della normativa unica europea in materia di antiriciclaggio.

### 3 La riorganizzazione della CONSOB

Con riferimento al processo di cambiamento della CONSOB, nell'ottica di dare piena attuazione alla riorganizzazione interna, nel 2026 proseguiranno le attività necessarie per promuoverne il rinnovamento e consentire alla stessa di interpretare in maniera sempre più proattiva ed efficace il proprio ruolo al servizio della tutela degli investitori e dello sviluppo del mercato finanziario domestico.

#### 3.1 Le funzioni di indirizzo, pianificazione e controllo

Si evidenzia, in particolare, l'avvio del percorso di rafforzamento delle funzioni centrali di indirizzo e di governo delle attività volto a migliorare l'efficacia e l'efficienza dell'azione istituzionale. A tal fine, sono diventate operative, a livello di Direzione Generale, tre nuove funzioni, ciascuna dedicata a una specifica area: lo sviluppo di policy e metodologie di vigilanza fondate sull'analisi strutturata dei dati, la gestione dei rischi, il controllo di gestione e la pianificazione. Le nuove funzioni assicurano un supporto analitico e strategico ai processi decisionali dell'alta Direzione e rafforzano la capacità dell'Istituto di operare in un contesto caratterizzato da crescente complessità dei mercati, dall'emergere di nuovi rischi e dall'avvio di profonde riforme del quadro normativo europeo.

##### *Policy, metodologie e indirizzi per la vigilanza*

In particolare, con lo sviluppo di policy e metodologie si è inteso consolidare e sistematizzare l'utilizzo dei dati e l'analisi dei rischi a supporto delle decisioni, rendendo più coerente e strutturato l'impianto complessivo della vigilanza.

Nell'anno, sono state sviluppate policy interne e metodologie di vigilanza basate sul rischio con l'obiettivo di supportare le attività istituzionali attraverso la definizione di indirizzi comuni e criteri condivisi, contribuendo così a rendere più trasparenti e tracciabili i processi e a determinare le priorità di intervento. Nello specifico, le policy definite nell'anno hanno riguardato i principali ambiti della vigilanza, includendo la vigilanza sugli emittenti e sui mercati, sugli abusivismi finanziari, sui revisori e in materia di prevenzione del riciclaggio.

L'approccio seguito si fonda su alcuni principi di riferimento: l'adozione di criteri di indirizzo di carattere generale (*principle-based*) volti a promuovere un'impostazione della vigilanza più resiliente, capace di adattarsi alle evoluzioni del contesto di mercato e organizzativo; l'attenzione ai profili di rischio (*risk-based*) collegati alle attività e alla missione della CONSOB; la valorizzazione dei dati e delle

informazioni disponibili (*data driven*) per rafforzare la capacità di analisi e rendere la vigilanza più oggettiva e più proattiva; la coerenza con gli orientamenti europei in materia di convergenza di vigilanza.

In tale quadro, è stata altresì avviata la sistematizzazione degli atti di indirizzo e normativi interni mediante la definizione di una tassonomia che ne chiarisce natura, finalità e modalità di adozione. Le policy rappresentano lo strumento attraverso il quale la CONSOB indirizza le proprie attività secondo criteri di efficienza, razionalità ed efficacia, tenendo conto delle risorse disponibili. Le metodologie di vigilanza traducono gli indirizzi in modelli di analisi e regole applicative.

### *Presidio dei rischi*

Nell'anno, sono state avviate anche le attività finalizzate alla gestione del rischio, nell'ambito di un framework per l'identificazione, la valutazione e la mitigazione dei rischi, ispirato a standard internazionali e calibrato sulle specificità della CONSOB, con l'obiettivo di assicurare un approccio coerente e omogeneo alla gestione dei rischi dell'Istituto attraverso la definizione del perimetro d'intervento, di una specifica tassonomia, nonché di ruoli e responsabilità coinvolti nel processo.

In tale ambito si inseriscono le iniziative di formazione avviate sui temi dell'*enterprise risk management*, finalizzate a diffondere un linguaggio comune tra i funzionari e a favorire una maggiore integrazione della dimensione del rischio nei processi organizzativi e operativi.

### *Controllo di gestione e pianificazione*

È stata inoltre potenziata l'attività di pianificazione e controllo di gestione anche attraverso la definizione di modelli e indicatori comuni per il coordinamento dei piani operativi predisposti dalle diverse unità organizzative della CONSOB, la verifica della coerenza con gli obiettivi strategici, il monitoraggio periodico dello stato di avanzamento delle attività e la valutazione dell'efficienza dei processi, favorendo così un innalzamento qualitativo delle informazioni e dei dati raccolti nell'ambito delle attività di monitoraggio periodico.

Nell'anno, l'adozione del nuovo modello di pianificazione operativa ha consentito di orientare in modo coerente, sostenibile e trasparente gli investimenti informatici verso le iniziative ritenute prioritarie per l'Istituto, in quanto inderogabili per il rispetto degli obblighi normativi ovvero a maggior valore aggiunto per l'azione di vigilanza, riducendo i rischi operativi e rafforzando l'azione istituzionale. In particolare, il monitoraggio dello stato di avanzamento delle attività è stato effettuato tre volte nel 2025.

Si prevede di realizzare una completa automazione del processo di pianificazione operativa nel corso del 2026 mediante l'introduzione di una soluzione informatica che consenta un efficientamento in fase sia di raccolta delle esigenze e prioritizzazione delle iniziative, sia di monitoraggio e *reporting*.

Più in generale, il presidio centrale e il coordinamento delle attività saranno ulteriormente potenziati nel 2026 e progressivamente integrati nei processi di vigilanza, al fine di accrescere l'efficacia e la tempestività dell'azione dell'Istituto, che continuerà a investire nella diffusione di una cultura del governo dei rischi e nel rafforzamento dell'efficienza dei processi.

### 3.2 Il potenziamento delle altre funzioni istituzionali

Nell'ambito del processo di riorganizzazione interna, nel 2026 proseguiranno le iniziative trasversali orientate al consolidamento dell'efficienza dei processi.

In particolare, la progressiva adozione dell'approccio *data driven*, promossa dall'attuazione della riforma organizzativa e dallo sviluppo di applicazioni basate sull'intelligenza artificiale consentirà, nel medio termine, di ottimizzare l'uso delle risorse e razionalizzare i costi connessi al perseguimento delle finalità istituzionali. Ciò avrà ricadute positive anche sulla programmazione finanziaria della CONSOB e ai fini della rimodulazione del regime contributivo, che dovrà tenere conto dell'ampliamento delle competenze e del perimetro dei soggetti vigilati e che, grazie all'affinamento dei sistemi di controllo di gestione e rilevazione dei costi per processo, potrà portare a una allocazione più calibrata degli oneri a carico del mercato.

Promosso dalla riforma organizzativa, un altro importante snodo strategico è rappresentato dal potenziamento della comunicazione con l'esterno; in tale ambito, sarà fondamentale l'uso dei canali digitali. A tal fine, è in corso un completo *restyling* del sito istituzionale e della sua architettura informativa e l'attivazione di nuovi canali di comunicazione con il pubblico tramite *social media* (profili LinkedIn, Instagram e Facebook).

## 4 Il Collegio: composizione e attività

Nel 2025 la composizione del Collegio è rimasta invariata. La Commissione si è riunita 63 volte nell'arco di 46 settimane (il dato si attestava a 69 riunioni nel 2024), nel corso delle quali sono state esaminate 933 pratiche (997 nel 2024) ed emanate 426 delibere (429

nel 2024; Tav. a.1). Il mandato del Presidente Paolo Savona è terminato l'8 marzo 2026.

Tra le delibere adottate nell'anno, 230 si riferiscono a provvedimenti con cui si è ordinata la cessazione della violazione rappresentata dalla prestazione abusiva di servizi di investimento tramite internet che hanno condotto all'oscuramento di 322 siti internet (1.522 complessivamente tra il 1° luglio 2019 e il 31 dicembre 2025). Nel 2025 sono stati conclusi 56 procedimenti sanzionatori (57 nel 2024), con l'adozione di delibere sanzionatorie nei confronti di 80 soggetti (83 nel 2024), per un ammontare complessivo delle sanzioni amministrative pecuniarie applicate pari a 5,8 milioni di euro (11,6 milioni nel 2024). Al riguardo, si rammenta che le somme connesse al versamento di dette sanzioni alimentano il bilancio dello Stato e, in parte, confluiscono nel Fondo per la tutela stragiudiziale dei risparmiatori e degli investitori istituito dall'art. 32-ter.1 del TUF.

Nell'ambito della collaborazione istituzionale con altre amministrazioni (nazionali ed estere) la CONSOB è firmataria di 107 accordi di cui 50 Memorandum of Understanding (MoU/MMoU) stipulati con autorità estere e 41 protocolli di intesa/accordi quadro (i rimanenti 16 accordi si riferiscono a sei documenti tecnico-operativi attuativi di protocolli d'intesa e dieci documenti relativi ad altre forme di collaborazione). In particolare, nel corso del 2025 e del primo trimestre del 2026, sono stati sottoscritti/rinnovati 12 protocolli di intesa.

Nel 2025, la collaborazione con le autorità di vigilanza prudenziale sul settore bancario è stata particolarmente intensa alla luce del processo di consolidamento del settore bancario e finanziario italiano che ha condotto alla promozione di sette offerte pubbliche di scambio (o acquisto e scambio) da parte di alcune tra le più importanti società bancarie aventi ad oggetto azioni di altrettante società bancarie o di gestione del risparmio. Tali operazioni hanno dato luogo a un'intensa attività di vigilanza da parte della CONSOB e hanno richiesto il rilascio delle necessarie autorizzazioni da parte della Banca Centrale Europea e/o della Banca d'Italia (o dell'IVASS nel caso di coinvolgimento di imprese di assicurazione) o ancora di altre autorità europee ed extraeuropee in ordine all'acquisizione diretta/indiretta di una partecipazione di controllo e/o qualificata nelle società oggetto dell'offerta o dalle stesse controllate.

Nel 2025 sono stati sottoscritti quattro protocolli con la Banca d'Italia: uno per definire ambiti e modalità di collaborazione tra le due Autorità in materia MiCAR; due protocolli sulla cooperazione in materia di controparti centrali e depositari centrali; un protocollo per lo scambio di dati e informazioni rilevanti per l'esercizio del potere di intervento previsto dal Regolamento MiFIR.

Inoltre, nell'anno la CONSOB ha partecipato alle riunioni del Comitato per le politiche macroprudenziali, istituito ai sensi del decreto legislativo 7 dicembre 2023, n. 207 e composto dal Governatore della Banca d'Italia, che lo presiede, dal Presidente della CONSOB, dal Presidente dell'IVASS e dal Presidente della COVIP.

Tra gli altri protocolli sottoscritti nel 2025 si segnala quello con l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato che intende promuovere una cooperazione volta, tra l'altro, al coordinamento dei rispettivi interventi istituzionali e alla predisposizione di iniziative congiunte in materia di tutela della concorrenza, del consumatore e degli investitori. Nel solco della tutela degli investitori e degli obiettivi fissati nel Piano strategico dell'Istituto e in un'ottica di collaborazione sinergica con istituzioni pubbliche e private, sono stati siglati due protocolli con associazioni private attive nella promozione della cultura finanziaria dei cittadini, nell'ambito dei quali particolare attenzione sarà dedicata alle iniziative volte a colmare divari di genere.

Si segnalano, inoltre: i) il protocollo recentemente sottoscritto con la Camera dei Deputati che permetterà forme di collaborazione che prevedono lo svolgimento, in settori di interesse comune, di iniziative di confronto e di approfondimento di carattere seminariale, nonché di periodi di scambio di personale finalizzati alla realizzazione di specifici progetti o missioni di studio; ii) il protocollo con l'Arma dei Carabinieri volto promuovere una collaborazione per potenziare le attività di accertamento degli illeciti di rispettiva competenza e, in particolare, per l'Arma in materia di terrorismo ed eversione; iii) il protocollo con l'Autorità Nazionale Anticorruzione (ANAC) su temi di interesse comune riguardanti, tra l'altro, gli obblighi informativi cui sono tenute le società pubbliche quotate ai sensi del TUF e delle discipline di competenza dell'ANAC.

Resta intensa la collaborazione con il mondo accademico nell'ambito di circa 40 convenzioni e protocolli d'intesa sottoscritti dall'Istituto con i principali atenei italiani.

A gennaio 2026, la CONSOB ha rinnovato il Comitato degli Operatori di Mercato e degli Investitori (COMI) per il biennio 2026-2028 con la delibera n. 23824 del 14 gennaio 2026. Il mandato dei componenti ha durata biennale, può essere rinnovato una sola volta e decorre dalla prima riunione del COMI.

L'attività B



## 1 I principali elementi di novità

### *La sicurezza cibernetica delle infrastrutture di mercato*

La resilienza delle infrastrutture di mercato ha assunto anche nel 2025 un'importanza centrale, al fine di garantire la *cybersecurity* che rappresenta ormai uno dei pilastri per la stabilità, l'integrità e l'efficiente funzionamento dei mercati finanziari. Nel 2025 è proseguita la valutazione delle *Cyber Resilience Oversight Expectations for Financial Market Infrastructures* (CROE) delle sedi di negoziazione e delle infrastrutture di post-trading italiane, nonché la collaborazione con la Banca d'Italia e l'IVASS nell'ambito del gruppo di coordinamento del *Threat Intelligence-Based Ethical Red-Teaming - Italy* (TIBER-IT).

In tale contesto, è stata aggiornata la Guida TIBER-IT, che rappresenta il quadro di riferimento e di supporto sia per i test di tipo obbligatorio ai sensi del Digital Operational Resilience Act (DORA), sia per i test volontari, il cui svolgimento è comunque auspicato. I test si basano su simulazioni di attacchi informatici mirati volte a individuare vulnerabilità e verificare le capacità di reazione alle minacce nonché l'adeguatezza del processo di gestione degli incidenti. La Guida nazionale è ora allineata sia al framework europeo TIBER-EU 2.0 proposto dalla Banca Centrale Europea (BCE), sia alle previsioni del Regolamento (UE) 2022/2554 (DORA) e del Regolamento Delegato (UE) 2025/1190 che integra il DORA con norme tecniche relative a struttura, metodologia e processo di svolgimento dei test.

Da giugno 2025, inoltre, la CONSOB è coinvolta nel *Financial Sector Assessment Program* (FSAP) del Fondo Monetario Internazionale, focalizzato sulla stabilità finanziaria del sistema italiano. Al programma partecipano, tra gli altri, anche il Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF), la Banca d'Italia e l'IVASS. La CONSOB contribuisce a tale esercizio sia per gli aspetti inerenti alla sicurezza e alla gestione dei rischi delle infrastrutture di post-trading, sia per la valutazione della regolamentazione e delle attività di vigilanza ed *enforcement* relative al rischio *cyber* nel settore finanziario.

Nel 2025 l'attività di vigilanza della CONSOB si è altresì concentrata sull'effettiva implementazione dei requisiti previsti dal Regolamento DORA da parte delle sedi di negoziazione e delle infrastrutture di post-trading italiane, anche a seguito del recepimento della normativa a livello nazionale, avvenuto con l'adozione del decreto legislativo 10 marzo 2025, n. 23.

In tale quadro, l'Istituto vigila sulla resilienza digitale delle entità finanziarie in coordinamento con altre autorità europee e nazionali. A supporto di tali attività è stata sviluppata dalla CONSOB una piattaforma informatica per la segnalazione da parte dei soggetti vigilati degli incidenti ICT e delle informazioni sugli accordi contrattuali con i loro fornitori terzi di servizi ICT (*Register of Information - RoI*).

È proseguita, infine, la verifica dell'adempimento, da parte delle entità finanziarie obbligate al rispetto delle misure previste dal Regolamento DORA, degli impegni inerenti alla gestione del RoI e al monitoraggio, alla registrazione e alla classificazione degli incidenti ICT secondo criteri e soglie specifiche.

#### *Le attività connesse all'assetto delle infrastrutture di mercato*

Nel 2025 la CONSOB ha proseguito le attività di monitoraggio e vigilanza sulle infrastrutture di negoziazione italiane.

Con riguardo alle infrastrutture di negoziazione gestite da Borsa Italiana Spa, anche a seguito della conclusione, nel 2024, del processo di integrazione nell'ambito del Gruppo Euronext, l'attività di vigilanza si è focalizzata sul nuovo assetto organizzativo e microstrutturale di Borsa Italiana nel contesto del Gruppo, sulle iniziative di sviluppo dei mercati italiani e sul mantenimento di una adeguata autonomia decisionale.

L'attività della CONSOB ha inoltre riguardato l'analisi e la verifica di modifiche microstrutturali ai modelli di negoziazione esistenti, per migliorare le condizioni di liquidità e la qualità dell'esecuzione degli ordini, con particolare riferimento alla componente *retail*, nei mercati *equity* ed *equity-like* gestiti da Borsa Italiana (ossia, EXM, EGM, MIV e ETFPlus).

Sono state altresì oggetto di specifica attenzione le evoluzioni inerenti all'impatto sul mercato italiano ETFPlus del progetto di sviluppo, da parte del Gruppo Euronext, di un *single order book* per gli *exchange-traded products/funds* (ETP/ETF).

Tali attività sono state svolte in stretta sinergia con le altre sei autorità nazionali competenti per la vigilanza sulle sedi di negoziazione appartenenti al Gruppo Euronext, nell'ambito del College of Regulators, costituito dalle autorità di vigilanza nazionali dei paesi in cui il Gruppo gestisce mercati regolamentati (Italia, Francia, Olanda, Belgio, Porto-

gallo, Irlanda e Norvegia). In tale contesto, sono state altresì intraprese iniziative volte a rendere più efficiente e coerente l'attività di supervisione a livello di Gruppo, anche attraverso l'elaborazione di accordi di collaborazione e scambio di informazioni con le suddette autorità.

### *L'attività connessa all'innovazione tecnologica*

Con riferimento alle attività connesse alla disciplina contenuta nel Regolamento (UE) 1114/2023 (MiCAR), la CONSOB, anche alla luce delle disposizioni previste dal decreto-legge 95/2025 concernenti l'applicazione del regime transitorio in Italia, ha proseguito le attività prodromiche alle istruttorie di verifica e rilascio delle autorizzazioni per lo svolgimento del servizio di gestione di piattaforme di negoziazione di cripto-attività, in vista della scadenza del regime transitorio, prevista per il 30 giugno 2026.

Si è altresì intensificata la partecipazione dell'Istituto ai lavori condotti in ambito europeo e finalizzati a definire un approccio armonizzato e scalabile alla prevenzione e all'individuazione delle pratiche abusive nei mercati dei *crypto-assets*, al fine di favorire la convergenza delle prassi di supervisione. L'obiettivo comune è quello di rafforzare le capacità di monitoraggio delle autorità di vigilanza europee anche mediante una piattaforma condivisa di raccolta, integrazione e analisi dei dati relativi al mercato delle cripto-attività. Lo sviluppo del progetto avverrà per fasi successive e prevede l'elaborazione e l'affinamento progressivo di indicatori di rischio e meccanismi di allerta, che tengano in considerazione la liquidità degli strumenti e la complessità dei fenomeni osservati.

L'Istituto ha partecipato ad alcune importanti iniziative internazionali sull'analisi dell'utilizzo dell'intelligenza artificiale (IA) nel settore finanziario italiano al fine di potenziare i presidi ai rischi derivanti dall'evoluzione tecnologica e di tutelare gli investitori (si veda il capitolo IX 'L'attività internazionale').

Inoltre, in linea con gli anni precedenti, anche nel 2025 la CONSOB ha approfondito lo sviluppo di strumenti innovativi basati sull'IA per il rafforzamento della vigilanza sui mercati finanziari. Nello specifico, l'Istituto ha partecipato a un programma, promosso dall'ESMA con il coinvolgimento delle autorità nazionali e il supporto della DG Reform della Commissione europea, che ha portato alla realizzazione di sei *proof of concept* (PoC) progettati per testare soluzioni avanzate di analisi dei dati a supporto dell'individuazione di fenomeni di abuso di mercato.

In particolare, tre PoC hanno utilizzato dati riferiti alle transazioni per individuare schemi di negoziazione anomali in prossimità di eventi *price-sensitive*; un PoC si è invece focalizzato sui dati

relativi agli ordini, consentendo l'analisi a livello microstrutturale di pratiche manipolative; due ulteriori PoC hanno sfruttato informazioni pubbliche e modelli linguistici avanzati per mappare relazioni tra soggetti e analizzare notizie potenzialmente rilevanti per il mercato.

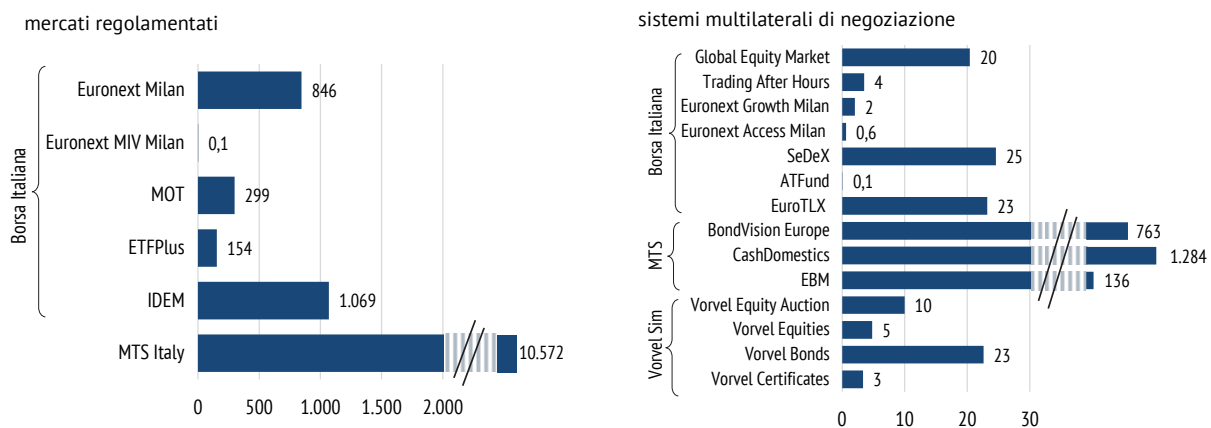
La collaborazione tra l'ESMA e le autorità nazionali ha consentito di integrare competenze tecniche, conoscenza dei mercati e feedback operativi, favorendo soluzioni orientate alle esigenze di vigilanza. Alcuni PoC hanno mostrato un significativo potenziale di integrazione nei sistemi della CONSOB.

Infine, nel 2025 sono state adottate diverse iniziative, coordinate a livello europeo e internazionale, volte ad accrescere la consapevolezza di operatori e investitori sui rischi connessi all'utilizzo crescente di *social media*, *forum*, *chat* e altri canali online nell'ambito dei mercati finanziari (si vedano i successivi capitoli V, VI e IX).

## 2 Le piattaforme di negoziazione, gli scambi e l'integrità informativa dei mercati

La vigilanza sui mercati si è articolata in una serie di attività di controllo riguardanti sia le piattaforme di negoziazione (i cui principali indicatori sono riportati in Appendice alle Tav. al.1 - Tav. al.5) sia le infrastrutture di post-trading. Tali attività hanno riguardato, *inter alia*, il monitoraggio dei meccanismi di gestione della volatilità, dell'andamento della liquidità *intraday*, delle condizioni di accesso agli scambi, dell'attività dei partecipanti al mercato e dei *liquidity providers*, nonché i presidi adottati per la mitigazione dei rischi connessi alla resilienza operativa e alla sicurezza informatica.

**Fig. 1 Controvalore negoziazioni sulle piattaforme italiane nel 2025**  
(miliardi di euro)



Si vedano le note alla Tav. al.1 dell'Appendice statistica.

### *La vigilanza regolamentare sulle piattaforme di negoziazione*

Nel 2025 la CONSOB ha svolto le consuete verifiche di conformità alla normativa delle modifiche apportate dai gestori ai regolamenti di mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione (*multilateral trading facilities* – MTF) e alle relative disposizioni di attuazione (Tav. al.6 - Tav. al.7). Tra le modifiche intervenute nell'anno rientrano quelle connesse all'avvio della negoziazione di *fixed income futures* sul mercato Euronext Derivatives Milan.

Le modifiche ai regolamenti delle sedi di negoziazione gestite da MTS Spa hanno riguardato, relativamente al mercato regolamentato MTS Italy, i requisiti di partecipazione, le disposizioni in tema di sospensione ed esclusione dalle negoziazioni e la cancellazione dei contratti; relativamente al sistema multilaterale di negoziazione BondVision Europe MTF, gestito da MTS Spa, oltre ad alcuni affinamenti tecnici e modifiche formali, sono state introdotte nuove funzionalità, denominate *portfolio trade* (PT) e *market on close* (MOC) per la negoziazione di un paniere di obbligazioni in un'unica operazione e l'esecuzione dell'ordine al prezzo di chiusura del mercato.

Il gestore Vorvel Sim Spa ha continuato a espandere la propria operatività mediante la messa a punto delle funzionalità esistenti e l'estensione di queste ultime ad altre *asset class* scambiate presso gli MTF gestiti. In relazione agli internalizzatori sistematici, è proseguita la consueta vigilanza sulla verifica delle relative condizioni di operatività.

### *Sospensioni e revoche*

Nel 2025 i *delisting* hanno inciso in maniera significativa sui mercati gestiti da Borsa Italiana: la revoca dalle negoziazioni ha interessato, in particolare, 11 titoli negoziati su EXM e 19 su EGM per una capitalizzazione complessiva di circa 2,5 miliardi di euro. In 20 casi la revoca è stata disposta a conclusione di un'offerta pubblica di acquisto (Tav. al.8).

Le sospensioni a tempo indeterminato hanno riguardato prevalentemente emittenti negoziati su EGM per la mancata approvazione dei documenti contabili entro i termini di legge, mentre tutte le sospensioni a tempo determinato sono state disposte in attesa della diffusione di un comunicato *price-sensitive* nel corso della seduta.

### *La segnalazione delle negoziazioni*

La CONSOB ha vigilato, come di consueto, sulla correttezza delle informazioni trasmesse dagli intermediari, in ottemperanza agli obblighi di segnalazione delle operazioni di cui all'art. 26 del Regolamento (UE) n. 600/2014 (MiFIR), relativo al cosiddetto *transaction reporting*, nonché fornito supporto agli operatori anche mediante

chiarimenti di carattere attuativo della disciplina. Nel corso dell'anno è stato avviato un procedimento sanzionatorio nei confronti di un primario intermediario italiano, per violazioni degli obblighi di cui all'art. 26 del citato Regolamento, in particolare per l'inaccuratezza delle informazioni riportate nelle segnalazioni. Al riguardo, ha trovato applicazione la nuova disciplina degli impegni, volta al ripristino del quadro di *compliance* e alla prevenzione di future violazioni alle disposizioni di legge (si veda il capitolo VII 'L'attività sanzionatoria').

Nell'anno è continuata anche l'attività di miglioramento della qualità delle informazioni anagrafiche degli strumenti finanziari trasmesse dalle sedi di negoziazione italiane al database Financial Instruments Reference Data System (FIRDS) dell'ESMA, principale benchmark anagrafico delle segnalazioni di *transaction reporting*.

### *La trasparenza e l'ordinato svolgimento delle negoziazioni*

Nel 2025 è proseguita l'attività di verifica della corretta applicazione dei requisiti di trasparenza delle negoziazioni con svolgimento di istruttorie relative al regime di trasparenza pre- e post-negoziazione, nonché all'applicazione di deroghe e differimenti e all'applicazione del meccanismo del massimale sul volume. Al riguardo, dal mese di ottobre 2025 il cosiddetto *double volume cap* (DVC) è stato sostituito dal *single volume cap*<sup>1</sup> (SVC; Tav. al.9).

In particolare, nel corso del 2025, la CONSOB ha autorizzato sei istanze di deroga alla trasparenza pre-negoziazione e un'ipotesi di differimento post-negoziazione. L'Istituto ha altresì adottato nove provvedimenti di sospensione dell'utilizzo delle deroghe alla trasparenza su 74 strumenti finanziari di tipo *equity* o *equity-like*, ad esito delle comunicazioni mensili dell'ESMA relative agli strumenti finanziari che hanno superato le soglie previste per il DVC. Le sospensioni sulle sedi di negoziazione italiane sono state attivate al superamento della soglia europea dell'8%.

### *Sostituzione dei dati FITRS con quelli di transaction reporting*

Nel 2025 sono proseguiti i lavori in ambito ESMA per l'implementazione operativa del progetto di espansione dei casi d'uso dei dati di *transaction reporting*. Tale progetto, finalizzato a ridurre gli oneri connessi ai diversi regimi di *reporting*, prevede l'utilizzo dei dati di *transaction reporting* ai fini dei calcoli di trasparenza sugli strumenti

1 Il meccanismo del massimale di volume rappresenta un presidio a garanzia che le negoziazioni esentate dal regime di trasparenza pre-negoziazione si mantengano entro limiti prefissati. Tali esenzioni, consentite dalla regolamentazione, vengono tipicamente utilizzate per le negoziazioni realizzate nei cosiddetti *dark pools*. La revisione del quadro MiFIR/MiFID ha ricondotto il meccanismo di limitazione delle esenzioni alla trasparenza pre-negoziazione a un'unica soglia europea (*single volume cap*) pari al 7% del volume totale delle negoziazioni su ciascuno strumento finanziario.

*equity* e dell'applicazione del *volume cap*, ai sensi del Regolamento (UE) 2024/791 (MiFIR Review). Al riguardo, le nuove regole trovano applicazione da gennaio 2026 (ovvero, da gennaio 2027 per un sottoinsieme di dati anagrafici) per la trasparenza sugli strumenti *equity*; a seguire, l'applicazione sarà estesa al meccanismo del *volume cap*, sulla base delle verifiche in corso da parte dell'ESMA sulla qualità dei dati.

### 3 Il post-trading e i derivati OTC

Nel corso dell'anno è proseguita l'attività di monitoraggio e vigilanza al depositario centrale italiano Monte Titoli Spa, con particolare riguardo alla governance, al ricorso ad accordi di *outsourcing* e agli impatti derivanti dall'espansione delle attività del depositario sui mercati esteri.

La CONSOB, d'intesa con la Banca d'Italia, ha inoltre autorizzato alcune modifiche al regolamento dei servizi offerti dal depositario centrale italiano volte a disciplinare lo svolgimento del nuovo servizio accessorio di *post-trade confirmation* e introdurre la possibilità per i partecipanti di delegare a soggetti terzi l'operatività sui rispettivi conti titoli. Il 12 novembre 2025, il depositario centrale italiano è stato autorizzato dalla CONSOB d'intesa con la Banca d'Italia a esternalizzare determinate attività ICT ricadenti all'interno del progetto 'T2S Recovery' in qualità di operatore della piattaforma di regolamento pan-europea T2S.

Per quanto concerne la controparte centrale italiana Euronext Clearing, nel 2025 la CONSOB e la Banca d'Italia hanno completato il riesame annuale di disposizioni, strategie e procedure adottate dalla stessa, secondo quanto previsto dal Regolamento EMIR. Nella seconda metà dell'anno, le Autorità hanno altresì effettuato la valutazione annuale del piano di risanamento della controparte centrale, aggiornato dalla società ai sensi del Regolamento (UE) 2021/23.

In materia di obblighi di *reporting* dei contratti derivati previsti dal Regolamento (UE) n. 648/2012 (European Market Infrastructure Regulation - EMIR) e delle operazioni di finanziamento tramite titoli previsti dal Regolamento (UE) n. 2365/2015 (Securities Financing Transactions Regulation - SFTR), la CONSOB ha verificato correttezza, completezza e accuratezza delle segnalazioni ricevute, in coordinamento con l'ESMA. Inoltre, nell'anno sono state ritenute sussistenti le condizioni per esentare le controparti di contratti derivati infragruppo dall'obbligo di segnalazione in 18 casi, alla luce di quanto previsto dal Regolamento EMIR.

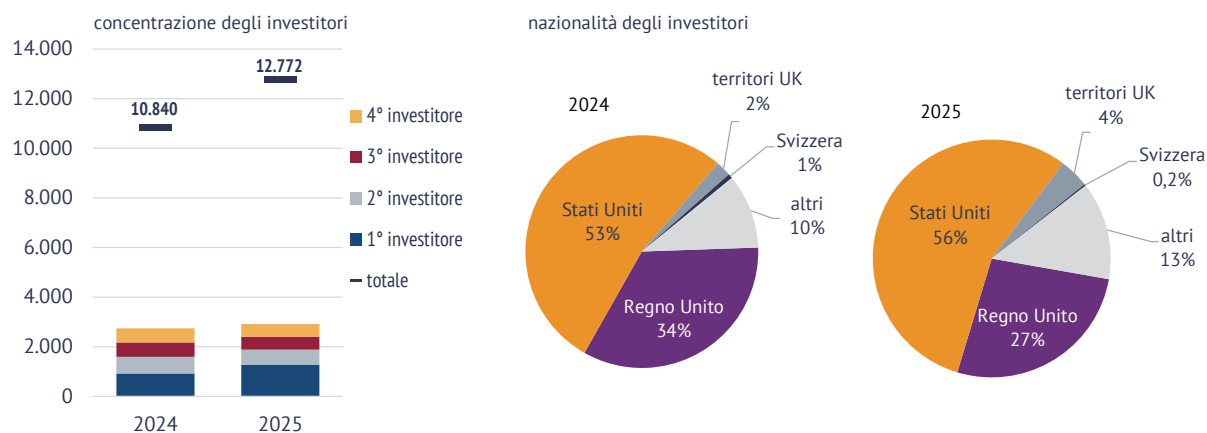
## 4 Le vendite allo scoperto

Le notifiche di posizioni nette corte su azioni italiane (PNC) ricevute dalla CONSOB nel 2025 sono state oltre 15 mila. Di queste, poco più del 10% sono state pubblicate in quanto di entità pari o superiore allo 0,5% del capitale sociale dell'emittente.

A fine anno, 17 intermediari beneficiavano dell'esenzione dall'obbligo di notifica delle PNC e dal divieto di effettuare vendite allo scoperto 'nude' (ossia non assistite dalla disponibilità dei relativi titoli) in virtù dell'attività di *market making* svolta, mentre 17 intermediari beneficiavano dell'esenzione per le attività di *primary dealer* su titoli di Stato italiani.

Nel 2025 il maggiore investitore in PNC deteneva posizioni per circa 1,3 miliardi di euro, pari a quasi il 10% del controvalore complessivo delle PNC. Inoltre, quasi il 23% del totale delle PNC era riconducibile ai primi quattro investitori (in lieve calo rispetto al 25% registrato nel 2024). Il 56% circa delle PNC era detenuto da investitori degli Stati Uniti e il 27% circa da investitori britannici (rispettivamente, 53% e 34% nel 2024; Fig. 2 e Tav. al.10).

**Fig. 2 Posizioni nette corte su azioni italiane**  
(controvalori in milioni di euro)



Si vedano le note alla Tav. al.10 dell'Appendice statistica.

## 5 I responsabili dei registri per la circolazione digitale

Nel 2025 sono pervenute alla CONSOB due istanze di iscrizione nell'Elenco pubblico dei responsabili dei registri per la circolazione digitale, istituito con il decreto-legge 25/2023, convertito con modifiche dalla legge 52/2023 (Decreto FinTech). Una delle due istanze si è conclusa con l'iscrizione della società istante nell'Elenco, mentre per l'altra istanza il procedimento amministrativo è ancora in corso a inizio 2026.

Complessivamente, a fine 2025 il numero dei soggetti iscritti nell'Elenco risulta pari a cinque, di cui due società iscritte nella sezione 3 (società autorizzate a svolgere l'attività di responsabile del registro solo per strumenti di propria emissione) e le restanti tre iscritte nella sezione 4 (società autorizzate a svolgere l'attività di responsabile del registro anche per strumenti finanziari di emittenti terzi).

Nell'anno si è registrato un lieve aumento degli strumenti finanziari rappresentati in forma digitale. In dettaglio, uno dei responsabili del registro iscritti nella sezione 4 ha proceduto a digitalizzare le proprie azioni; sul registro distribuito dello stesso soggetto, inoltre, due società terze hanno emesso, rispettivamente, un prestito obbligazionario e un titolo di debito a breve termine, entrambi sottoscritti da clienti professionali.

## 6 Gli studi societari e i giudizi di rating

Nel 2025, la CONSOB ha proseguito la consueta attività di vigilanza e di monitoraggio sia sugli studi e le analisi predisposti e diffusi dagli intermediari abilitati e da altri soggetti, sia sulle azioni di rating adottate dalle agenzie di rating.

### *Gli studi societari*

Con riferimento all'attività di vigilanza relativa alla diffusione delle raccomandazioni di investimento (definite anche 'studi' o 'ricerche'), nel 2025 sono stati trasmessi alla CONSOB, da parte dei soggetti abilitati (intermediari italiani e intermediari esteri con succursale in Italia), quasi 11.500 studi (-4% circa rispetto al 2024) relativi a emittenti quotati in Italia, di cui circa il 32% di tipo monografico (Tav. al.11). Questi ultimi risultano prodotti in prevalenza da soggetti abilitati italiani (58,9% del totale). Si conferma la netta prevalenza di studi con raccomandazione *buy* (60,7% del totale), a fronte di solo l'1,7% di giudizi *sell* e 37,6% di giudizi *hold*.

L'attività di monitoraggio e vigilanza ha riguardato anche le informazioni diffuse tramite *social media* e altri canali online al fine di individuare contenuti potenzialmente riconducibili a raccomandazioni di investimento ai sensi del Regolamento (UE) n. 596/2014 (Market Abuse Regulation – MAR). L'analisi ha riguardato, in particolare, sia potenziali violazioni delle disposizioni in materia di *fair presentation* e *disclosure* dei conflitti di interesse, sia l'eventuale sussistenza di fattispecie riconducibili ad abusi di mercato.

Nel corso dell'anno è stato altresì intensificato il monitoraggio sulla diffusione delle informazioni relative ai fattori ESG, presenti con sempre maggiore frequenza all'interno degli studi societari. La relativa attività di vigilanza ha riguardato, oltre a profili di *fair presentation* delle raccomandazioni di investimento riferiti anche a informazioni sui fattori ESG, il confronto tra l'informativa primaria sui medesimi profili diffusa dagli emittenti quotati e quella derivata contenuta nelle raccomandazioni di investimento.

### *I giudizi di rating*

Nel corso dell'anno è proseguita l'attività di monitoraggio sulla diffusione dei giudizi di rating del credito, soprattutto in concomitanza di specifici eventi societari, per valutarne l'impatto sui titoli quotati o negoziati su MTF. Tale attività è stata svolta anche in occasione della diffusione dei giudizi di rating sul debito sovrano italiano. Inoltre, è stato intensificato il monitoraggio sulla diffusione delle informazioni relative a fattori ESG contenute sia all'interno dei rating del credito sia nell'ambito dei rating di sostenibilità. Il monitoraggio sulla diffusione di tali informazioni ESG è stato finalizzato anche alla verifica delle informazioni di sostenibilità diffuse dagli emittenti, per individuare eventuali profili di carenza informativa da parte degli stessi, che possono configurare anche situazioni di *greenwashing*. Con particolare riferimento alla vigilanza sull'informativa privilegiata avente ad oggetto profili ESG, sono stati presi in considerazione score e rating ESG al fine di individuare i casi su cui indirizzare l'attività di vigilanza, secondo un criterio di tipo *risk-based*.

Nel 2025 è proseguita anche l'attività della CONSOB nell'ambito del Progetto Technical Support Instrument (TSI) – ESGRM avviato dalla DG Reform della Commissione europea, finalizzato a rafforzare la vigilanza integrata dei rischi ESG nel settore finanziario. Nell'ambito di tale Progetto, è stato proposto ed è in fase di realizzazione un database di rating e score ESG elaborati da vari *provider* esterni, finalizzato a produrre dei *warning* che orientino l'attività di vigilanza della CONSOB in merito a profili ESG.

L'Istituto ha infine contribuito ai lavori ESMA finalizzati ad approvare le disposizioni attuative del Regolamento (UE) 2024/3005 sulla trasparenza e sull'integrità delle attività di rating ESG (si veda anche il capitolo IX 'L'attività internazionale').

## 7 Gli abusi di mercato

### *La detection*

Nel 2025 l'attività di sorveglianza sulle negoziazioni si è basata principalmente sull'analisi degli schemi comportamentali anomali rilevati dai sistemi di monitoraggio interni della CONSOB, sia in tempo reale sia in modalità differita.

L'attività di vigilanza si è avvalsa inoltre delle informazioni desumibili dai flussi di *transaction reporting* trasmessi dagli intermediari e dalle autorità estere competenti, delle segnalazioni di ordini e operazioni sospette inoltrate ai sensi della normativa vigente da intermediari e gestori di *trading venue* nazionali (cosiddetti STORs – *suspicious transactions and orders reports*), delle osservazioni volontarie di condotte ritenute anomale sui mercati (*market observation*), nonché degli esposti qualificati pervenuti da soggetti terzi.

La CONSOB ha inoltre partecipato agli incontri in ambito ESMA per la realizzazione di uno strumento di vigilanza sull'operatività in *crypto-assets*.

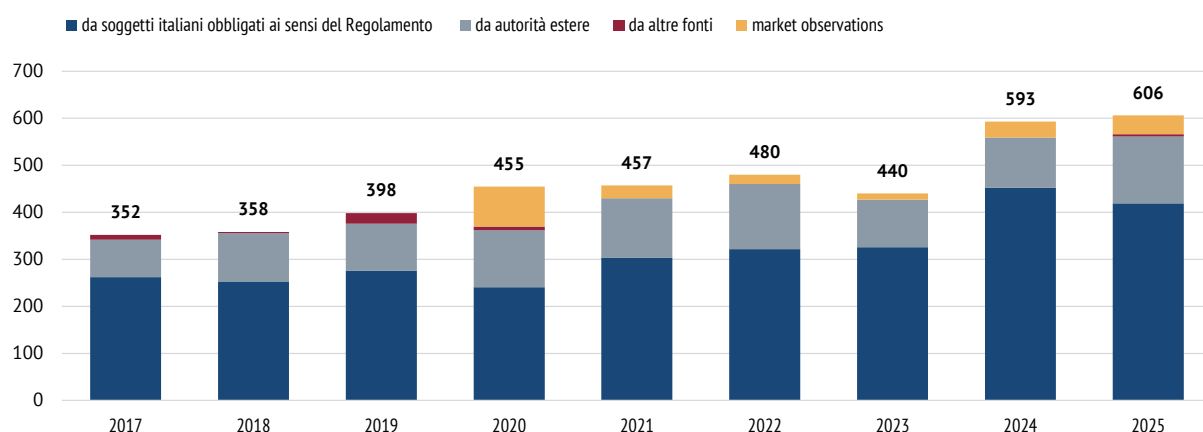
Più in generale, al fine di garantire maggiore uniformità nell'applicazione della normativa europea, nel corso dell'anno è proseguito il confronto con omologhe autorità europee su *best practices*, modelli operativi e strumenti di vigilanza adottati, con riferimento alla prevenzione, rilevazione ed *enforcement* di ipotesi di abuso di mercato.

Come negli anni precedenti, il ricorso ai dati di *transaction reporting*, caratterizzati da un'elevata granularità e da una qualità in costante miglioramento, ha consentito di limitare il numero di richieste di informazioni integrative ai soggetti vigilati italiani. Permane, tuttavia, la necessità di ricorrere alla cooperazione internazionale qualora una delle controparti delle transazioni sia un'entità extra-UE operante per conto di clienti finali non più identificabili nei flussi di *transaction reporting*. Tale necessità potrebbe aumentare significativamente in relazione ai casi di operatività sospetta in *crypto-assets*, data l'intrinseca natura transfrontaliera di tali mercati.

### Le segnalazioni di operazioni sospette

Nel corso del 2025 la CONSOB ha ricevuto 606 segnalazioni di operatività sospette di costituire abusi di mercato, a fronte di 593 nel 2024. Nell'ultimo biennio il volume di segnalazioni è risultato significativamente superiore a quello degli anni precedenti (Fig. 3 e Tav. al.12).

**Fig. 3 Segnalazioni di operazioni sospette**  
(numero segnalazioni ricevute)



Si vedano le note alla Tav. al.12 dell'Appendice statistica.

Delle segnalazioni ricevute, 561 sono state inviate ai sensi della normativa vigente in forma di *suspicious transactions and orders reports* (STOR), 40 sono state inviate dagli intermediari su base volontaria come *market observations* e le restanti cinque provengono da altre fonti.

Tra le 561 segnalazioni ricevute tramite STOR, quelle inviate dai soggetti italiani obbligati sono state 419 (452 nel 2024), pari a circa il 75% del totale; le restanti segnalazioni sono state trasmesse da omologhe autorità estere, principalmente dalla FCA britannica, ma con significativa presenza di casi segnalati dalle autorità tedesche, olandesi e francesi, nelle cui giurisdizioni hanno sede numerosi intermediari esteri attivi sui mercati italiani un tempo basati nel Regno Unito.

Delle 606 segnalazioni ricevute, il 70% ha riguardato condotte riconducibili in prima analisi all'abuso di informazioni privilegiate (68% nel 2024) e il 28% a ipotesi di manipolazione operativa (29% nel 2024).

La CONSOB ha trasmesso a omologhe autorità estere 75 segnalazioni ricevute da soggetti italiani e riguardanti condotte sospette di propri clienti verificatesi su mercati esteri (64 nel 2024), la quasi totalità delle quali relative a condotte di potenziale *insider trading*.

In linea con gli ultimi anni, gli strumenti finanziari oggetto di segnalazione nel 2025 sono stati prevalentemente azioni (83%) seguiti da obbligazioni (8%), derivati (5%), ETF e altri strumenti finanziari (4%).

Anche nel 2025, la fattispecie maggiormente segnalata ha riguardato possibili condotte di *insider trading* su strumenti azionari.

Inoltre, è stata valutata l'adeguatezza dei sistemi e delle procedure di un campione di intermediari italiani per individuare, rilevare e segnalare operazioni sospette.

Anche nel 2025, tutte le segnalazioni di operazioni e ordini sospetti sono state trasmesse alla CONSOB tramite un portale telematico dedicato, consentendo la ricezione in tempo reale delle segnalazioni e garantendo immediata visibilità sul numero, la tipologia e la gravità delle condotte segnalate. Nel corso dell'anno sono state inoltre presentate all'industria le *best practices* da adottare per la segnalazione delle operazioni sospette.

La qualità del contenuto informativo delle segnalazioni ha mostrato un costante miglioramento e il numero dei soggetti segnalanti è ulteriormente cresciuto, passando da 64 nel 2024 a 79 nel 2025 (di cui dieci omologhe autorità estere).

### *La repressione degli abusi*

Nel corso del 2025, le indagini in materia di abusi di mercato hanno comportato l'invio di 405 richieste di notizie, dati e documenti che hanno condotto alla contestazione di illeciti amministrativi nei confronti di 28 persone fisiche nell'ambito di dieci indagini, nove delle quali anche oggetto di relazioni motivate all'Autorità Giudiziaria. Ulteriori 17 indagini sono state chiuse senza rilevazione di illeciti. Le dieci indagini che hanno condotto alla contestazione di illeciti sono tutte relative a condotte riconducibili ad abusi di informazioni privilegiate, concernenti, principalmente, la promozione di offerte pubbliche di acquisto (Tav. al.13 - Tav. al.14).

Infine, per violazioni della disciplina in materia di abusi di mercato, la CONSOB ha avviato due procedimenti sanzionatori nei confronti di emittenti con azioni negoziate sul mercato regolamentato EXM. In un caso, in particolare, sono state contestate la violazione dell'art. 17, comma 4, del Regolamento MAR, a seguito della tardiva comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate relative a un'offerta pubblica di acquisto e dell'art. 187-*quinquiesdecies*, comma 1, del TUF per l'ostacolo all'attività di vigilanza della CONSOB. L'altro caso ha riguardato invece la violazione dell'art. 20, comma 1, del Regolamento MAR, relativo alla correttezza delle informazioni contenute nelle raccomandazioni di investimento diffuse dallo stesso emittente.

È stato inoltre avviato un procedimento sanzionatorio per la violazione della disciplina in materia di *internal dealing* da parte di una persona con funzioni di direzione, controllo o amministrazione di un emittente con azioni negoziate sul mercato di crescita EGM, per la

mancata comunicazione dell'attività di compravendita sulle relative azioni (art. 19, commi 1 e 2, del Regolamento MAR; per i procedimenti sanzionatori conclusi si veda il capitolo VII 'L'attività sanzionatoria').

### *La rappresentanza in giudizio*

Nel 2025 la CONSOB si è costituita parte civile in un nuovo procedimento penale per abuso di informazioni privilegiate (Tav. al.15).

Sono stati definiti in primo grado due giudizi per manipolazione del mercato in cui la Commissione si era in precedenza costituita parte civile: uno con il riconoscimento della responsabilità penale degli imputati e la condanna al risarcimento dei danni in favore della CONSOB, un altro con sentenza dichiarativa dell'incompetenza per territorio.

Nella prima decisione, il Tribunale di Bologna ha confermato il consolidato orientamento giurisprudenziale che riconosce alla CONSOB il diritto al risarcimento del danno all'integrità del mercato di cui all'art. 187-undecies, comma 2, del decreto legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998 (Testo unico della finanza - TUF): *«il diritto al risarcimento in capo alla Consob è riconosciuto esplicitamente dal richiamato art. 187-undecies, co. 2 TUF, a riparazione del pregiudizio derivante dalla frustrazione dei fini istituzionali della Consob, ente preposto alla tutela dell'interesse, collettivo e pubblicistico, al regolare e corretto funzionamento degli scambi del mercato finanziario (Cass., S.U. Civili, n. 1660/2017) – interesse questo coincidente con il bene giuridico tutelato dalle norme penali incriminatrici degli abusi di mercato»*.

Nella seconda decisione, il Tribunale di Milano ha dichiarato la propria incompetenza per territorio, disponendo la trasmissione degli atti al Pubblico Ministero presso il Tribunale di Arezzo, ritenuto competente. In tale decisione, il Tribunale di Milano ha affermato il principio secondo cui il *locus commissi delicti*, per i delitti di manipolazione informativa del mercato commessi mediante l'utilizzo di un 'Sistema di Diffusione delle Informazioni Regolamentate' (SDIR), va individuato in quello di rilascio della ricevuta di avvenuta diffusione da parte dello SDIR, stabilendo che *«L'informazione si intende diffusa quando lo SDIR abbia rilasciato la ricevuta di avvenuta diffusione ad almeno due media, di cui almeno uno a carattere europeo [...]»*.

Un altro procedimento penale per manipolazione informativa del mercato (connessa a ipotesi di ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza) in cui la CONSOB si era in precedenza costituita parte civile è stato definito agli effetti penali in fase di udienza preliminare con sentenze di patteggiamento e di non luogo a procedere, nonché agli effetti civili mediante transazione.

Un giudizio penale per manipolazione del mercato su azioni di una società del settore moda è stato definito in appello con l'annullamento agli effetti penali della sentenza di condanna di primo grado (perché il reato si era estinto per prescrizione), ma con la sua conferma agli effetti civili; nella decisione, la Corte d'Appello di Milano ha ribadito l'orientamento giurisprudenziale secondo cui l'elemento costitutivo della cosiddetta *price sensitivity* è ravvisabile anche nel caso in cui *ex post* il prezzo dello strumento finanziario sia rimasto stabile: *«le false notizie [...], avendo tendenzialmente stabilizzato il prezzo delle azioni della quotata, erano ben suscettibili di indurre gli investitori (da identificarsi in un investitore di media diligenza e capacità) ad acquistare o mantenere titoli della società, attesa la fittizia immagine di apparente solidità artificiosamente creata, che non avrebbe affatto retto ove fossero stati noti fin dall'origine i dati corretti e veritieri di conto economico, che avrebbero con ogni logica evidenza depresso il valore azionario rispetto a quello effettivamente registrato nel periodo [...]»*.

Due giudizi per manipolazione del mercato sono stati definiti innanzi alla Corte di Cassazione con il rigetto dei ricorsi proposti dagli imputati, con conseguente conferma delle statuizioni civili favorevoli alla CONSOB.

In una delle decisioni, in tema di *ne bis in idem* la Corte ha affermato che è *«onere della parte dedurre l'assenza di connessione sostanziale e temporale tra i diversi procedimenti, non essendo sufficiente l'allegazione della sola convergenza delle due sanzioni sulla medesima violazione»*.

Nell'altra decisione, la Suprema Corte ha ritenuto compatibile il delitto in questione con il dolo eventuale affermando: *«L'elemento soggettivo può [...] atteggiarsi anche nella forma del dolo eventuale, in particolare nel caso dell'aggiotaggio informativo, risultando invero meno agevole – ancorché teoricamente non impossibile – conciliare tale forma con l'ipotesi dell'aggiotaggio manipolativo caratterizzata da condotte artificiose, le quali, nonostante la mancata previsione di un criterio di selezione in grado di colorare il dolo come specifico, risultano inevitabilmente connotate da una impronta finalistica che evidenzia la necessità che la componente volitiva assuma una particolare intensità»*.

## II La vigilanza sugli emittenti

### 1 I principali elementi di novità

#### *Gli interventi per lo sviluppo del mercato dei capitali italiano*

Nell'ambito degli interventi finalizzati a favorire un maggiore sviluppo del mercato dei capitali italiano, grande rilievo ha assunto il processo di riforma organica del TUF e delle altre fonti normative connesse, a cui la CONSOB ha partecipato fornendo il proprio contributo tecnico (si veda il capitolo VIII 'Le attività di studio e regolamentazione').

Oltre a contribuire a tale processo, la CONSOB, in linea con il Piano strategico 2025-2027, ha adottato ulteriori modifiche regolamentari volte ad agevolare l'accesso delle imprese al mercato dei capitali tramite un più celere processo di approvazione dei prospetti di titoli *non-equity*. Tra queste, un intervento di rilievo è rappresentato dall'attribuzione, a decorrere dal 19 luglio 2025, dell'atto finale di approvazione dei prospetti e supplementi di offerta e/o di ammissione alle negoziazioni di titoli *non-equity* al Responsabile della Divisione Vigilanza Emittenti, in luogo della Commissione, con l'obiettivo di ridurre significativamente i tempi tra la chiusura dell'istruttoria (cosiddetto '*no-further comments*') e l'approvazione del prospetto (si veda il capitolo VIII 'Le attività di studio e regolamentazione'). In tale area, nel corso del 2026 troveranno compimento altre iniziative mirate alla eliminazione di disposizioni regolamentari aggiuntive rispetto alla disciplina europea e alla semplificazione di disposizioni regolamentari concernenti in particolare la fase finale dell'approvazione dei prospetti.

Il rimpatrio di numerosi programmi di emissione di Euro Medium Term Note (EMTN) sul Mercato Telematico delle Obbligazioni (MOT) di Borsa Italiana da parte di emittenti italiani, bancari e corporate, conferma l'efficacia complessiva delle iniziative di semplificazione adottate dalla CONSOB a partire dal 2022.

In particolare, nel 2025 sono stati approvati – attraverso istruttoria condotta dalla CONSOB anche in inglese, su richiesta dell'emittente – 13 prospetti relativi a programmi EMTN, per un ammontare complessivo di 108 miliardi di euro (in sensibile aumento rispetto ai due prospetti di ammontare complessivo pari a 19 miliardi di euro del 2024)

e un prospetto per un programma di emissione di *covered bond* per un ammontare complessivo di cinque miliardi di euro (cosiddetto *reshoring*).

### *Le novità in tema di corporate governance*

A seguito delle modifiche introdotte dalla legge 5 marzo 2024, n. 21 (Legge Capitali) alla disciplina della nomina degli organi sociali, la CONSOB ha adottato nell'ottobre del 2025 le modifiche al Regolamento Emittenti in materia di presentazione di una lista da parte del consiglio di amministrazione (si veda il capitolo VIII 'Le attività di studio e regolamentazione'). Nel primo trimestre del 2026 alcuni emittenti bancari hanno adeguato il proprio statuto alla nuova disciplina, che troverà applicazione nella prossima stagione assembleare.

Inoltre, nell'agosto 2025, in sede di conversione del decreto-legge 30 giugno 2025, n. 95, il Parlamento italiano ha approvato una norma che apporta modifiche alla disciplina in materia di operazioni con parti correlate e requisiti di indipendenza dei componenti degli organi sociali negli emittenti quotati a partecipazione pubblica (art. 13, comma 1-*bis*, della legge 118/2025).

Sotto un primo profilo, la norma prevede l'esclusione dell'applicazione della disciplina procedurale e di trasparenza prevista dall'art. 2391-*bis* del codice civile e dal Regolamento CONSOB per le operazioni con parti correlate poste in essere dalle società quotate italiane con controparti rappresentate dallo Stato o altro ente pubblico, escludendo che tale soggetto sia qualificabile come parte correlata (a meno che non eserciti attività di direzione e coordinamento ai sensi dell'art. 2497 e ss. del codice civile).

Sotto altro profilo, la norma esclude che le relazioni patrimoniali, professionali o di altra natura che un amministratore o un sindaco (non solo di società quotate ma anche di società chiuse) intrattenga con l'azionista pubblico, anche se di controllo, assumano rilievo ai fini della possibile insussistenza del requisito di indipendenza in capo a detto amministratore o sindaco.

### *La vigilanza condotta ai sensi del MiCAR*

Nel corso del 2025, la CONSOB ha ricevuto complessivamente nove notifiche di *white paper* riferiti a cripto-attività cosiddette *other than* in qualità di Stato membro d'origine. Ad esito delle attività istruttorie, in cinque casi il *white paper* è stato trasmesso all'ESMA, per la pubblicazione nell'apposito Registro, e agli Stati membri ospitanti. In quattro casi la notifica faceva riferimento a operazioni di ammissione alle negoziazioni e in un caso la notifica era relativa a un'operazione di offerta al pubblico.

I *white paper* ricevuti dalla CONSOB in qualità di Stato membro ospitante nel 2025 sono stati 651. Nell'82% dei casi i *white paper* notificati facevano riferimento a ipotesi di sola ammissione alle negoziazioni, mentre nel 14% e nel 4% dei casi le notifiche erano relative rispettivamente a ipotesi di offerta al pubblico o congiuntamente offerta e ammissione alle negoziazioni. Per quanto riguarda la ripartizione geografica, nel 39% dei casi la notifica è stata effettuata da soggetti appartenenti a paesi terzi, con una significativa concentrazione di notifiche provenienti da soggetti aventi sede legale nelle British Virgin Islands e nelle Isole Cayman; nel 39% dei casi il *white paper* è stato redatto da soggetti appartenenti all'Unione europea e, nel restante 22% dei casi, da soggetti provenienti da paesi EFTA (ad esempio il Liechtenstein).

Con riferimento ai token collegati ad attività (*asset-referenced tokens* – ART), in relazione ai quali la vigilanza è esercitata congiuntamente alla Banca d'Italia ai sensi del d.lgs. 1219/2024, nel 2025 la CONSOB non ha ricevuto dalla Banca d'Italia comunicazioni relative a domande di autorizzazione proposte da società come emittente specializzato o a richieste di approvazione di *white paper* da parte di enti creditizi.

### *Le attività in materia di finanza sostenibile*

Nel 2025 la CONSOB ha proseguito il proprio impegno a fronte delle nuove competenze introdotte dal Regolamento (UE) 2023/2631 (Regolamento Green Bond) applicabile a decorrere dal 21 dicembre 2024. Tale Regolamento ha esteso la vigilanza delle autorità nazionali alla verifica dei nuovi obblighi di trasparenza introdotti per gli emittenti che decidano di applicarlo sia nella fase pre-emissione sia in quella post-emissione. Inoltre, il citato Regolamento richiede, salvo eccezioni, la pubblicazione di un prospetto per poter attribuire ai titoli obbligazionari la denominazione di 'obbligazioni verdi europee' o 'EuGB'. L'interconnessione con il Regolamento Prospetto, nel frattempo modificato dal Regolamento Listing Act, ha posto tematiche applicative, affrontate in sede europea sia dall'ESMA, che ha pubblicato sulla materia nuove Q&A, sia dalla Commissione europea, che ha diffuso nel novembre 2025 una nota interpretativa (C/2025/5885).

Con riguardo alla rendicontazione di sostenibilità, la CONSOB nel 2025 ha approvato in via definitiva alcune proposte di modifica al Regolamento Emittenti, in attuazione delle deleghe regolamentari contenute nel d.lgs. 125/2025.

In primo luogo, nel Regolamento Emittenti è stato introdotto un nuovo art. 89-*quinquies*, al fine di disciplinare le modalità e i termini del controllo della CONSOB sulle rendicontazioni di sostenibilità comprese nel perimetro di vigilanza, in quanto pubblicate da emittenti

quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine (si veda il successivo paragrafo 5).

Infine, è stato integrato l'art. 81-*ter*, comma 1, del Regolamento Emittenti al fine di chiarire il contenuto dell'attestazione di conformità rispetto agli standard europei di rendicontazione e alle previsioni dell'art. 8 del Regolamento (UE) 2023/2486 (Regolamento Tassonomia) che il dirigente preposto o il dirigente della sostenibilità eventualmente individuato dalla società deve fornire.

Nel 2025 la CONSOB ha partecipato ai lavori del Tavolo interistituzionale sulla finanza sostenibile (Tavolo Finanza Sostenibile), promosso e presieduto dal MEF, a cui partecipano, oltre alla CONSOB, il Ministero dell'Ambiente e della Sicurezza Energetica, il Ministero delle Imprese e del Made in Italy, la Banca d'Italia, l'IVASS e la COVIP. Il Tavolo è stato istituito nell'ottobre 2022 con l'obiettivo di favorire il coordinamento delle iniziative delle istituzioni italiane, al fine di sviluppare e attuare strategie di finanza sostenibile e mobilitare le risorse private verso il conseguimento degli impegni assunti dal Paese a livello europeo e internazionale. In particolare, la CONSOB ha contribuito alla redazione della tabella di interoperabilità tra il documento di dialogo PMI-Banche – pubblicato nel dicembre 2024 – e il VSME (*Voluntary Sustainability Reporting Standard for SMEs*); tale tabella rappresenta uno strumento pratico che aiuta PMI e intermediari a capire quali informazioni richieste dal documento PMI-Banche siano già allineate al VSME.

### *Le attività connesse al progetto ESAP*

A decorrere dal 10 luglio 2026 diventerà applicabile, con una introduzione graduale per fasi, il Punto di accesso unico europeo o European Single Access Point (ESAP; si veda anche la Parte A).

Il progetto ESAP prevede, come noto, la creazione di un punto di accesso unico europeo, centralizzato presso l'ESMA, per facilitare l'accesso e l'utilizzo delle informazioni finanziarie e non finanziarie relative alle imprese e ai loro prodotti finanziari nell'UE. Si tratta di un progetto caratterizzato da notevoli complessità normative e tecniche anche in ragione della numerosità dei plessi normativi coinvolti. Per gestire tale processo in modo organico la CONSOB ha costituito al proprio interno una task force inter-divisionale per il presidio di tutte le attività connesse al progetto. Nel 2025 l'Istituto ha pertanto partecipato, insieme alle altre autorità coinvolte nel progetto, alle interlocuzioni con il MEF per il recepimento nell'ordinamento nazionale della Direttiva Omnibus e del Regolamento Omnibus (che modificano, nel complesso, 35 atti normativi al fine di armonizzare gli obblighi di informativa al regime ESAP) e l'individuazione, a livello nazionale, degli organismi di raccolta (*collection bodies*) per i flussi informativi relativi ai diversi plessi

normativi da trasmettere a ESAP, tra i quali rientra in taluni casi anche la CONSOB.

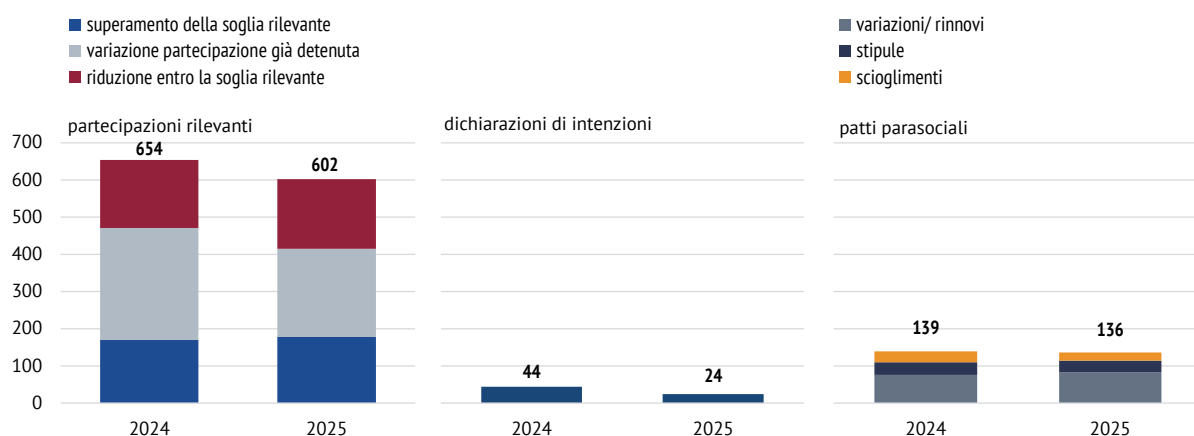
In particolare, il progetto prevede l'introduzione graduale (*phase-in*) delle informazioni da inviare a ESAP in tre fasi separate. Nella prima fase, ossia dal 10 luglio 2026, dovranno essere trasmessi a ESAP i flussi di dati relativi a tre plessi normativi: il Regolamento Prospetto, il Regolamento Short Selling e la Direttiva Transparency. Il progetto prevede inoltre che l'ESAP sia reso pienamente operativo (*go-live*) entro il 10 luglio 2027. I dati relativi ai restanti 32 plessi normativi verranno invece trasmessi nella fase 2 (10 gennaio 2028) e nella fase 3 (10 gennaio 2030).

Con specifico riferimento al flusso di dati relativi al Regolamento Prospetto, la CONSOB, in qualità di *collection body*, ha in corso le attività di adeguamento del proprio sistema informatico al fine di garantire la trasmissione delle informazioni a ESAP.

## 2 L'informativa sugli assetti proprietari

Nell'ambito dell'attività di vigilanza in materia di assetti proprietari, nel 2025 la CONSOB ha ricevuto 602 comunicazioni relative a variazioni di partecipazioni rilevanti detenute in società quotate italiane in riduzione rispetto all'anno precedente (654 nel 2024; Fig. 4 e Tav. all.1). Il calo è in larga parte attribuibile alla progressiva riduzione del numero delle società italiane quotate, nonché alla minore diffusione di prestiti obbligazionari convertibili (POC) emessi in favore di un unico investitore.

**Fig. 4 Comunicazioni relative agli assetti proprietari di società quotate italiane**  
(numero comunicazioni)



Si vedano le note alla Tav. all.1 dell'Appendice statistica.

Nel 2025 sono pervenute all'Istituto 24 dichiarazioni di intenzioni, ai sensi dell'art. 120, comma 4-*bis* del TUF, circa la metà rispetto alle 44 dell'anno precedente, con un netto decremento di quelle inviate da investitori esteri (otto in luogo delle 27 del 2024) rispetto a quelli italiani (16 in luogo delle 17 dell'anno precedente). In nove casi le dichiarazioni pervenute sono state rese in occasione del superamento della soglia del 10%, con la partecipazione azionaria o aggregata. In sei casi, la dichiarazione ha riguardato il superamento della soglia del 25% del capitale sociale in emittenti qualificati come PMI.

I patti parasociali rilevanti ai sensi dell'art. 122 del TUF sono stati oggetto di 136 comunicazioni, riferibili a 57 società quotate (139 comunicazioni riferibili a 64 società quotate nel 2024). In particolare, 31 comunicazioni hanno riguardato la stipula di nuovi patti, 83 la variazione e/o il rinnovo di patti già in essere e 22 lo scioglimento dei patti.

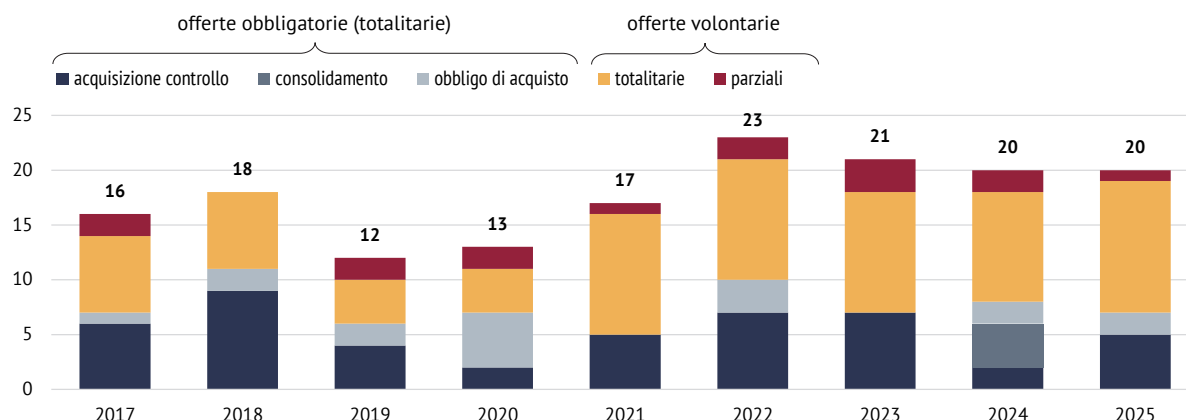
A gennaio 2025, l'elenco delle società qualificabili come PMI quotate, aggiornato dalla CONSOB sulla base dei dati della capitalizzazione di mercato negli anni 2022, 2023 e 2024 (ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. *w-quater*.1) del TUF), contava 136 società su un totale di 197 società quotate aventi sede legale in Italia e con azioni ordinarie ammesse a negoziazione su Euronext Milan (69%). A gennaio 2026 le società qualificabili come PMI risultano essere 126 su 186 (circa 68%). Per tali società è prevista una soglia più elevata per le comunicazioni delle partecipazioni rilevanti (di cui la prima è fissata al superamento del 5% del capitale sociale, in luogo del 3%) e una sola soglia per la promozione dell'OPA obbligatoria (30% modificabile in via statutaria fra il 25% e il 40%).

### 3 Le offerte al pubblico di acquisto e di scambio

Nel 2025 sono state promosse 20 offerte al pubblico di acquisto e/o di scambio – al pari delle operazioni realizzate nel 2024 – di cui sette obbligatorie e 13 volontarie (una parziale, 12 totalitarie; Fig. 5 e Tav. all.2).

Il controvalore complessivo delle operazioni risultate efficaci è stato di circa 17,68 miliardi di euro (circa 3,68 miliardi nel 2024), di cui circa 15,62 miliardi riferibili a tre offerte di scambio/acquisto e scambio promosse su azioni di società bancarie. Tranne un'operazione, avente ad oggetto azioni speciali, tutte le altre offerte hanno riguardato azioni ordinarie, delle quali 13 quotate sull'Euronext Milan (una sul segmento STAR) e sette negoziate sull'Euronext Growth Milan.

**Fig. 5 Offerte pubbliche di acquisto e/o scambio su azioni ordinarie**  
(numero offerte)



Si vedano le note alla Tav. all.2 dell'Appendice statistica.

In continuità con il trend crescente registrato negli ultimi anni, anche nel 2025 cinque offerte hanno previsto il reinvestimento (in tutto o in parte) nel capitale dell'offerente (o in altra società della catena di controllo di quest'ultimo) del corrispettivo ricevuto dalla cessione della partecipazione detenuta dagli azionisti di controllo ovvero il conferimento da parte di questi ultimi della partecipazione detenuta nell'emittente, nella società offerente o nella sua catena di controllo, con una forte attenzione da parte della CONSOB alla vigilanza volta ad assicurare il rispetto del principio della parità di trattamento fra azionisti.

Le operazioni direttamente finalizzate o comunque associate al *delisting* dei titoli azionari oggetto di offerta sono state 19 (pari al dato del 2024). Il *delisting* su Euronext Milan si è realizzato in otto casi (di cui uno sul segmento STAR), per una capitalizzazione pari nel complesso a circa 1,29 miliardi di euro. Il *delisting* su Euronext Growth Milan si è, invece, realizzato in sei casi, per una capitalizzazione pari nel complesso a circa 683 milioni di euro.

Tra le operazioni effettuate nel 2025 hanno assunto particolare rilevanza quelle connesse al processo di consolidamento del settore bancario e finanziario italiano. Tale processo di concentrazione è stato avviato attraverso la promozione di sette offerte pubbliche di scambio (o acquisto e scambio) da parte di alcune tra le più importanti società bancarie (di cui quattro si sono concluse nell'anno) aventi ad oggetto azioni di altrettante società bancarie o di gestione del risparmio, con l'obiettivo di procedere al *delisting* delle società oggetto dell'offerta e anche alla successiva fusione per incorporazione delle stesse nelle società offerenti. Le operazioni si sono concluse con il *delisting* della

società target in un unico caso nel 2025. Inoltre, una delle operazioni è stata ritirata da parte del soggetto offerente per il mancato verificarsi di una delle condizioni apposte all'offerta (la condizione *golden power*) e una è decaduta per effetto della mancata approvazione da parte dell'assemblea convocata ai sensi dell'art. 104 del TUF (*passivity rule*). Un'offerta, annunciata nel giugno 2025 è in corso di svolgimento nei primi mesi del 2026.

Come anticipato nella Parte A, le operazioni in questione hanno richiesto il rilascio delle necessarie autorizzazioni di settore, in particolare, della Banca Centrale Europea e/o della Banca d'Italia (o dell'IVASS nel caso di coinvolgimento di imprese di assicurazione) o ancora di altre autorità europee ed extraeuropee in ordine all'acquisizione diretta/indiretta di una partecipazione di controllo e/o qualificata nelle società oggetto dell'offerta o dalle stesse controllate.

La promozione di tali offerte, caratterizzate da un elevato livello di conflittualità poiché non concordate (cosiddette offerte ostili), ha dato luogo all'invio di oltre 70 esposti qualificati da parte di offerenti, emittenti e azionisti interessati. La CONSOB ha provveduto a richiamare l'attenzione degli offerenti e degli emittenti al rispetto della normativa in materia di trasparenza e di correttezza, di cui agli artt. 41 e 42 del Regolamento Emittenti, in relazione alle dichiarazioni, comunicazione di notizie e ai messaggi promozionali diffusi in corso di offerta.

Nel corso delle suddette offerte, inoltre, la CONSOB, oltre a verificare il rispetto della disciplina, ha esercitato i poteri di propria competenza sia per acquisire informazioni e documenti da tutti i soggetti interessati (oltre 80 le richieste ai sensi dell'art. 115 del TUF nei confronti di offerenti, emittenti, azionisti, advisor finanziari, intermediari), sia per informare il pubblico (dieci richieste di diffusione di informazioni ex art. 114 del TUF) in corso di offerta o in occasione delle assemblee straordinarie delle società offerenti relative alle operazioni stesse. La CONSOB ha inoltre esercitato in due casi il potere di sospendere l'offerta.

Nel complesso, l'attività di vigilanza svolta nell'anno su tali operazioni è stata intensa e articolata, essendo finalizzata a garantire una corretta e completa informativa al mercato, nonché il corretto comportamento di tutti gli attori interessati. In questo senso, l'approvazione del documento di offerta, pur non comportando alcun giudizio sull'opportunità dell'adesione e sul merito dei dati e delle notizie contenute in tale documento, consente ai destinatari di pervenire a un fondato giudizio sulle operazioni in un quadro informativo completo ed esaustivo.

## 4 Le operazioni con parti correlate e gli organi di controllo

### *Le parti correlate*

Nel 2025 è proseguita la vigilanza sull'attuazione della disciplina sulle operazioni con parti correlate da parte delle società italiane con azioni quotate su mercati regolamentati.

Le società quotate hanno pubblicato 58 documenti informativi per operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate, in taluni casi relativi a modifiche o integrazioni di precedenti operazioni (Tav. all.3). Tali documenti hanno in prevalenza riguardato contratti di fornitura di beni e servizi ovvero di finanziamento (complessivamente nel 46% dei casi). Oltre un terzo (36%) dei documenti informativi pubblicati nel 2025 ha riguardato operazioni modificative della struttura del capitale, inclusi aumenti di capitale riservati ad azionisti correlati o fusioni con tali controparti. Con minor frequenza, le operazioni oggetto di informativa hanno determinato il trasferimento di beni, rami d'azienda, partecipazioni (17%). Le operazioni oggetto di informativa sono state prevalentemente realizzate con soci di controllo o di rilievo (81% dei casi), mentre nei restanti casi le controparti sono state costituite da società controllate e da amministratori o entità a questi riferibili (rispettivamente, 14% e 5% dei casi).

Nel novero delle operazioni di maggiore rilevanza sono incluse alcune delle decisioni delle società bancarie che nel corso del 2025 hanno promosso offerte pubbliche di scambio (OPS) volte all'acquisizione del controllo di società target, nei casi in cui nell'azionariato di queste ultime fossero presenti parti correlate dell'offerente. Analogamente, sono state trattate come operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza anche le deliberazioni di società quotate, nella loro qualità di azioniste delle società target, in merito all'apporto delle partecipazioni detenute a un'OPS promossa da una parte correlata.

Tra le operazioni di maggiore rilevanza, oggetto di informativa nel 2025, figurano inoltre operazioni di rafforzamento patrimoniale riservate a un unico investitore, sottoscrittore di prestito obbligazionario convertibile (POC) non standard ovvero altri finanziamenti da parte del medesimo soggetto. Sui profili di *disclosure* di tali operazioni la CONSOB ha pubblicato la comunicazione 13/2025 (si veda il capitolo VIII 'Le attività di studio e regolamentazione').

Una particolare e intensa operatività con parti correlate ha infine interessato alcune società in situazione di tensione finanziaria e interessate da mutamenti della compagine sociale. In alcuni di questi casi è stata espressamente richiamata l'attenzione delle società e dei loro organi di controllo sul puntuale rispetto della disciplina in esame e, in particolare, sul tempestivo coinvolgimento del comitato di

amministratori indipendenti nelle trattative relative a operazioni di maggiore rilevanza.

### *Gli organi di controllo*

Anche nel 2025 la CONSOB ha interloquito con gli organi di controllo di alcune società quotate, anche in chiave preventiva e in via continuativa, al fine di rendere più tempestiva la rilevazione di criticità o aree di miglioramento nella governance degli emittenti.

Le interlocuzioni con gli organi di controllo hanno riguardato in particolare società in situazione di tensione finanziaria e hanno avuto ad oggetto, tra l'altro, tematiche legate alla continuità aziendale e all'adeguatezza e funzionamento dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile delle medesime società, inclusi i sistemi di controllo interno e di gestione dei rischi, nonché gli interventi effettuati o programmati per il loro adeguamento con le relative tempistiche.

L'organo di controllo è stato inoltre coinvolto nelle interlocuzioni con gli emittenti tese a richiamare l'attenzione su profili di miglioramento dell'informativa societaria, in particolare in tema di remunerazioni e governo societario, e verificare l'applicazione delle normative di riferimento dell'Istituto. In alcuni casi, inoltre, gli organi di controllo sono stati sollecitati a fornire, nell'ambito delle relazioni al bilancio, una rappresentazione completa e chiara di profili critici o aree di miglioramento emersi a seguito di indagini giudiziarie, nonché degli interventi di adeguamento realizzati o in corso posti in essere per fronteggiarli.

Nel 2025 sono state trasmesse dagli organi di controllo dieci segnalazioni di irregolarità riscontrate a seguito di accertamenti o comunque fatti di interesse per le attività di vigilanza dell'Istituto riguardanti l'applicazione della disciplina sulle operazioni con parti correlate e possibili conflitti di interesse, denunce di fatti censurabili ricevute da soci qualificati, carenze nel funzionamento dell'organo amministrativo e l'informativa resa al pubblico. Tali segnalazioni hanno dato luogo all'avvio di interlocuzioni con emittenti e organi di controllo tese alla verifica dei rilievi emersi e alla loro risoluzione.

### *Le assemblee degli azionisti*

Nel 2025 il 69% delle assemblee tenute dalle società quotate si è svolto senza la presenza fisica dei soci, tramite l'esclusivo conferimento di deleghe al rappresentante designato dalla società (lo stesso dato era pari al 73% nel 2024). Le restanti adunanze si sono svolte con le ordinarie modalità di partecipazione fisica dei soci e, se prevista come modalità aggiuntiva, anche con la partecipazione o l'espressione del

voto tramite mezzi di comunicazione a distanza (5%) o tramite il rappresentante designato (16%).

Il ricorso al rappresentante designato in via esclusiva quale modalità di svolgimento dell'assemblea è avvenuto per la maggior parte degli emittenti sulla base delle previsioni statutarie a tale fine introdotte dalla Legge Capitali e adottato dagli statuti del 60% delle società. Anche altri emittenti hanno svolto assemblee a porte chiuse nel corso del 2025, in virtù della proroga del regime emergenziale previsto a partire dalla pandemia. Più recentemente, il decreto-legge 31 dicembre 2025, n. 200 ha ulteriormente prorogato fino al 30 settembre 2026 il regime straordinario, consentendo dunque lo svolgimento di assemblee a porte chiuse anche agli emittenti che non abbiano previsto tale facoltà nello statuto. Le modalità di svolgimento delle assemblee rientrano tra gli ambiti di intervento della riforma del TUF (si veda il capitolo VIII 'Le attività di studio e regolamentazione').

Nel corso dell'anno, tre società quotate hanno approvato modifiche statutarie volte a introdurre un potenziamento della maggiorazione del diritto di voto fino a dieci voti per azione in favore dei soci stabili, applicando la facoltà prevista dalla disciplina introdotta dalla Legge Capitali (nel 2024 erano state 12). Non essendosi registrate operazioni di ammissione alle quotazioni sul mercato regolamentato, non vi sono state società che hanno introdotto categorie di voto plurimo a dieci voti: il dato, nel suo complesso, sembra indicare fino ad oggi uno scarso interesse da parte degli operatori per le misure di ulteriore potenziamento del voto maggiorato e del voto plurimo introdotte dalla Legge Capitali. Anche alla luce di tali considerazioni, nell'ambito del dibattito parlamentare sullo schema di riforma del TUF trasmesso nello scorso autunno alle Camere la CONSOB ha segnalato l'opportunità di una riconsiderazione della disciplina di entrambi gli istituti citati nella prospettiva di un maggiore ribilanciamento degli interessi a tutela degli investitori.

Specifiche attività di vigilanza informativa sono state svolte nell'anno con riferimento alle assemblee convocate dalle società coinvolte nelle offerte pubbliche di scambio (o acquisto e scambio) relative al consolidamento del settore bancario. In particolare, trattandosi di offerte con un rilevante lasso temporale fra il comunicato ex art. 102 del TUF e la pubblicazione del documento d'offerta (per via della necessità delle autorizzazioni regolamentari di settore), nelle cui more si sono svolte le assemblee dei soci dell'offerente chiamate a deliberare gli aumenti di capitale a servizio delle diverse offerte, è stato ritenuto opportuno tutelare l'esigenza informativa degli azionisti delle società offerenti ai fini dell'esercizio del diritto di voto su tali operazioni. A tal fine è stata richiesta, ai sensi dell'art. 114, comma 5, del TUF, l'integrazione delle relazioni illustrative sul punto all'ordine del giorno

relativo all'aumento di capitale, al fine di rendere disponibili informazioni più approfondite con riguardo all'impatto dell'operazione sull'offerente e sul relativo azionista (ad esempio in materia di sinergie attese, effetti sul patrimonio di vigilanza, criteri con cui è stato individuato il rapporto di scambio).

## 5 L'informazione fornita dagli emittenti

### *L'informazione contabile e di sostenibilità*

Nell'ambito della vigilanza sull'informazione societaria, nel 2025 sono state effettuate 307 richieste di dati e informazioni ai sensi dell'art. 115 del TUF e 21 richieste di pubblicazione di dati e notizie ai sensi dell'art. 114 del TUF, ed è stato concesso un esonero dalla trasmissione di informazioni periodiche. Ai soggetti abilitati, ai sensi dell'art. 69-*novies*, comma 2, del Regolamento Emittenti, è stata altresì richiesta la pubblicazione di due raccomandazioni di investimento. Nel corso dell'anno la Commissione ha ricevuto 303 comunicazioni di ritardo nella diffusione di informazioni privilegiate da parte di emittenti con azioni negoziate su EXM o EGM, ai sensi dell'art. 17, comma 4, del Regolamento (UE) n. 596/2014 (Regolamento MAR), in flessione (-24%) rispetto al 2022. L'Istituto ha inviato una lettera di richiamo (Tav. all.4).

Nel 2025, con riferimento alle informazioni finanziarie e di sostenibilità relative all'esercizio finanziario 2024, è stato adottato un approccio integrato di selezione degli emittenti da vigilare, per rendere più efficienti le attività di vigilanza e considerare in maniera coerente le interconnessioni tra le due informative. È stata, quindi, approvata una unica delibera con la quale sono stati fissati i criteri di selezione degli emittenti, in relazione ai quali è stata esaminata sia la relazione finanziaria che la rendicontazione di sostenibilità, qualora pubblicata.

Tale approccio viene incoraggiato dalle Linee Guida in tema di vigilanza delle informazioni di sostenibilità (GLESI), pubblicate il 29 aprile 2025 dall'ESMA sul proprio sito internet in tutte le lingue dell'Unione ai sensi dell'art. 16 del Regolamento (UE) n. 1095/2010 e a cui la CONSOB si è conformata integrandole nelle proprie prassi di vigilanza.

A partire dalle relazioni finanziarie annuali 2024, pubblicate nel 2025, gli emittenti vengono, pertanto, selezionati sulla base di un modello di selezione integrato 'misto', che coniuga un approccio basato sul rischio, un approccio fondato sul campionamento casuale e un approccio fondato sulla rotazione, in conformità agli artt. 89-*quater* e 89-*quinquies* del Regolamento Emittenti, nonché agli Orientamenti

dell'ESMA in tema di vigilanza sulle informazioni finanziarie e di sostenibilità (GLEFI e GLESI).

I controlli sull'informativa finanziaria hanno avuto, altresì, ad oggetto la verifica del rispetto da parte degli emittenti della regolamentazione in materia di formato elettronico unico di comunicazione (European Single Electronic Format – ESEF) con il quale devono essere redatte le relazioni finanziarie annuali. Dette verifiche concernono la conformità delle relazioni finanziarie annuali alle disposizioni rinvenienti dalla Direttiva Transparency nonché alle norme tecniche di regolamentazione su ESEF di cui al Regolamento Delegato (UE) 2019/815 della Commissione europea del 17 dicembre 2018 (cosiddetto RTS ESEF).

Il 2025 è stato il primo anno in cui sono state pubblicate le rendicontazioni di sostenibilità redatte ai sensi della nuova disciplina dettata in sede di recepimento nazionale della Direttiva CSRD, il decreto legislativo 6 settembre 2024, n. 125. In questo primo anno l'obbligo di pubblicazione è ricaduto esclusivamente sulle imprese di grandi dimensioni che fossero enti di interesse pubblico con più di 500 dipendenti. In base all'art. 154-ter, comma 1-*quater* del TUF, e a differenza della precedente disciplina, la CONSOB esercita la propria vigilanza esclusivamente sulle rendicontazioni di sostenibilità degli emittenti azioni od obbligazioni quotate su mercati regolamentati che abbiano l'Italia come Stato membro di origine. Nel 2025 le rendicontazioni di sostenibilità pubblicate da tali soggetti vigilati sono state 140, di cui tre da emittenti con obbligazioni quotate che hanno scelto l'Italia come Stato membro di origine (Tav. all.5).

La vigilanza sulle rendicontazioni di sostenibilità si è svolta, come detto in precedenza, in un panorama normativo in profonda evoluzione a livello europeo. Al riguardo l'ESMA ha pubblicato il 20 giugno 2025 uno specifico *Statement* dedicato alla vigilanza *Navigating change together: ESRS supervision in the Omnibus environment*, in cui ha invitato le autorità nazionali ad avere un ruolo principalmente di supporto, individuando e segnalando aree di miglioramento agli emittenti, anche tramite dialogo e misure informali, pur riservandosi la possibilità di ricorrere ad azioni di *enforcement* in caso di violazioni significative. A livello nazionale, poi, in sede di approvazione dell'art. 89-*quinquies* del Regolamento Emittenti, si è previsto che la CONSOB tenga conto dell'evoluzione e degli esiti delle proposte di semplificazione Omnibus nel determinare il campione di vigilanza.

In particolare, sono state svolte analisi delle informazioni sui temi oggetto delle priorità dell'ESMA (processo di doppia materialità, struttura e perimetro della rendicontazione, informazione ex art. 8 del Regolamento Tassonomia) per tutti gli emittenti del campione di

vigilanza che hanno redatto la rendicontazione di sostenibilità, integrandole con aspetti relativi all'informativa sul cambiamento climatico. Qualora necessario, in via prioritaria sono state interessate da richieste specifiche le società che si prevede continueranno a redigere la rendicontazione di sostenibilità nei prossimi anni anche dopo l'approvazione della Direttiva Omnibus, nonché le società oggetto di iniziative di vigilanza per le criticità riscontrate nelle informazioni rese.

Per quanto riguarda la vigilanza sulle informazioni finanziarie, gli approfondimenti hanno riguardato, tra l'altro, i presupposti e le assunzioni alla base dei piani industriali da cui sono stati desunti i dati previsionali utilizzati a supporto di alcuni dei valori iscritti in bilancio, nonché le proiezioni finanziarie utilizzate dalle società a supporto delle valutazioni sulla sussistenza del presupposto della continuità aziendale. Ciò tenuto anche conto delle implicazioni connesse al contesto geopolitico nonché degli impatti sui bilanci delle tematiche connesse al cambiamento climatico.

Anche nel 2025 la Commissione ha ritenuto di assoggettare a obblighi di informativa periodica aggiuntiva alcune società quotate in difficoltà finanziarie, sulla base dei poteri conferiti dall'art. 114 del TUF. Al 31 dicembre 2025, 14 società quotate risultano sottoposte a obblighi di informazione mensili (16 a fine 2024), e nove società a obblighi di informazione trimestrali (11 a fine 2024).

Sono stati, inoltre, svolti specifici approfondimenti sull'utilizzo di forme di finanziamento realizzate mediante l'emissione di prestiti obbligazionari convertibili (POC), ad esito dei quali è stato pubblicato il richiamo attenzione 14/2025 rivolto a investitori, emittenti, organi di controllo e azionisti sui rischi connessi a tali operazioni e su profili di *disclosure*.

In data 6 marzo 2025, è stata pubblicata una comunicazione congiunta Banca d'Italia – CONSOB rivolta agli emittenti e alle società di revisione legale e ai revisori legali con incarichi sui bilanci degli enti di interesse pubblico (EIP) e degli enti sottoposti a regime intermedio (ESRI) in relazione all'informativa da riportare in bilancio in relazione agli investimenti in cripto-attività. In particolare, la comunicazione sottolinea la necessità di porre adeguata cautela nella valorizzazione in bilancio delle cripto-valute alla luce del carattere altamente speculativo e volatile, con prezzi, in alcuni casi, soggetti a fluttuazioni improvvise ed estreme. Banca d'Italia e CONSOB hanno comunicato agli emittenti che acquistano cripto-attività di fornire nei propri bilanci informazioni utili per comprendere gli effetti di tali attività sulla propria situazione patrimoniale, economica e finanziaria, ove rilevanti, includendo tali informazioni anche nei comunicati stampa relativi all'approvazione di detti bilanci. Inoltre, è stato richiesto agli emittenti di includere nei

comunicati stampa relativi all'acquisto/sottoscrizione di cripto-attività ogni informazione utile ai fini della valutazione del pubblico, inclusi dettagli in merito alle caratteristiche delle medesime cripto-attività e alle motivazioni del relativo acquisto/sottoscrizione.

È proseguita l'attività di scambio di informazioni con le autorità di vigilanza prudenziali quali la Banca d'Italia e l'IVASS su temi relativi all'applicazione dei principi contabili internazionali ai bilanci degli emittenti dei settori finanziario e assicurativo.

### *La vigilanza sulle cartolarizzazioni*

Al 31 dicembre 2025 si contano 31 operazioni di cartolarizzazione semplici, trasparenti e standardizzate (STS) di cui cinque sintetiche e sette operazioni cosiddette corporate notificate alla CONSOB ai sensi della delibera n. 22833/2023 pubblicata dall'Istituto a seguito del recepimento nell'ordinamento nazionale del Regolamento (UE) 2017/2402 (Regolamento Cartolarizzazioni, nel seguito anche SECR).

Ai sensi di quanto previsto dall'art. 30 comma 2 del SECR, la CONSOB effettua un riesame periodico delle modalità, delle procedure e dei meccanismi predisposti dal cedente, dal promotore e dalla Società veicolo per le cartolarizzazioni (SSPE).

A tal riguardo, è stata condotta, dal mese di marzo 2025, una prima *survey* su un campione di società, con l'obiettivo di verificare la conformità di procedure e meccanismi predisposti al Regolamento Cartolarizzazioni.

Nel corso del 2025 la CONSOB, a seguito della proposta di riforma del quadro normativo UE sulle cartolarizzazioni pubblicata il 17 giugno 2025 dalla Commissione europea, è stata coinvolta nei lavori sul negoziato tra la Commissione europea e gli Stati membri sulle modifiche al SECR, svolto nell'ambito del Council Working Party. Al riguardo, il 12 dicembre 2025 il Consiglio europeo ha pubblicato la proposta di mandato negoziale per il trilogio sulle modifiche alla normativa sulla cartolarizzazione, che si terrà nel corso del 2026.

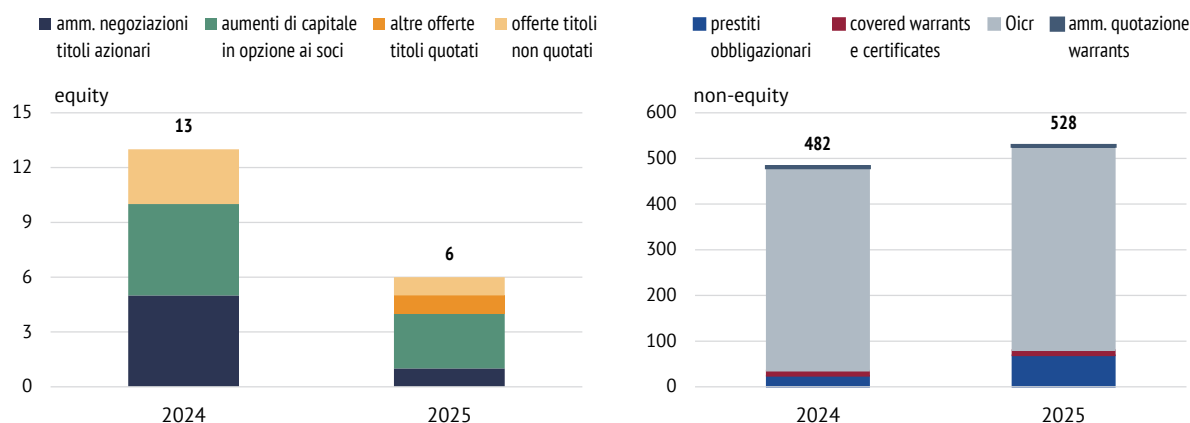
A livello europeo, inoltre, l'Istituto fa parte della task force sulle Cartolarizzazioni (Securitisation Task Force - STF) e del Joint Committee Securitisation Committee (JCSC) che a fine marzo 2025 ha pubblicato il secondo Report ai sensi dell'art. 44 del SECR, con l'obiettivo di fornire un aggiornamento circa l'evoluzione del mercato delle cartolarizzazioni in Europa (anche a confronto con il mercato statunitense) e proposte di modifica alla Commissione europea.

## 6 I prospetti informativi

Nel corso dell'anno 2025 non vi sono state operazioni di ammissione alle negoziazioni sul mercato regolamentato Euronext Milan. Come accaduto negli ultimi anni, fattori quali l'incertezza macroeconomica globale e l'instabilità geopolitica, e la conseguente volatilità dei mercati, hanno portato diverse società a rinviare il processo di prima ammissione alla quotazione.

Sono stati, inoltre, approvati tre prospetti di offerta in opzione di azioni di società quotate, un prospetto di offerta al pubblico di banca non quotata, un prospetto di sola offerta e un prospetto di sola quotazione di strumenti finanziari di società quotate (Fig. 6 e Tav. all.6).

**Fig. 6 Prospetti e documenti di offerta per tipologia di strumento**



Si vedano le note alle Tav. all.6 e Tav. all.7 dell'Appendice statistica.

Il Regolamento Prospetto, come da ultimo modificato dal Regolamento Listing Act, prevede nuove ipotesi di esenzione dall'obbligo di pubblicazione di un prospetto che riguardano sia le offerte al pubblico sia l'ammissione alle negoziazioni. In particolare, l'obbligo di pubblicare il prospetto non si applica in presenza di determinate condizioni, fra le quali la pubblicazione di un documento di esenzione redatto secondo il nuovo allegato IX del Regolamento Prospetto, caratterizzato da particolare brevità, che deve essere depositato presso la CONSOB e pubblicato sul sito web dell'emittente.

A decorrere dal 4 dicembre 2024, data di entrata in vigore delle disposizioni sul nuovo documento di esenzione, sono stati depositati complessivamente 50 documenti di esenzione, di cui 48 nel 2025. Tali documenti sono stati predisposti da sei emittenti.

Su tali documenti, la vigilanza della CONSOB viene attuata in conformità alle linee guida dell'ESMA secondo un approccio *risk-based*.

Nel 2025 i provvedimenti di approvazione riferiti a titoli *non-equity* hanno riguardato 69 documenti relativi a prestiti obbligazionari, di cui 13 prospetti di base relativi a programmi EMTN e un *covered bond*, redatti in lingua inglese; 11 documenti relativi a *certificates* (Fig. 6 e Tav. all.7 - Tav. all.8).

Il 2025 ha visto due richieste di emissioni di titoli di risparmio dell'economia meridionale (TREM) effettuate da una banca appartenente al Gruppo Bancario Cooperativo Cassa Centrale Banca, per un controvalore collocato di sei milioni di euro (Tav. all.9).

La CONSOB ha verificato, nel corso del 2025, la completezza documentale e la regolarità del certificato di approvazione di 701 documenti di offerta al pubblico e/o ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari *non equity* approvati e notificati all'Istituto da altre autorità UE (698 nel 2024; Tav. all.10).

#### *La vigilanza sui Key Information Documents*

Nell'ambito della vigilanza sui *Key Information Documents* (KIDs) relativi ai prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (*packaged retail and insurance-based investment products*, PRIIPs), nel 2025 la CONSOB ha ricevuto oltre otto milioni di KIDs, in aumento rispetto al dato del 2024 (pari a circa sette milioni), costituiti in gran parte da aggiornamenti (*updates*) di prodotti ideati da *manufacturers* in maggioranza di nazionalità estera. Per quanto riguarda il numero dei nuovi prodotti emessi, si segnala un moderato aumento di *certificates* e *covered warrants* nonché un più significativo incremento, in termini relativi, di *derivatives* e IBIPs (Tav. all.11 - Tav. all.12). Dall'analisi dei documenti, anche grazie alla maggiore integrazione dell'attività di vigilanza resa possibile dalla nuova organizzazione dell'Istituto, sono stati impostati interventi anche nei confronti dei distributori finalizzati alla verifica della fase di commercializzazione.

## 1 I principali elementi di novità

### *L'implementazione del MiCAR*

In ambito europeo, il regolamento sui mercati delle cripto-attività (MiCAR) ha introdotto, tra l'altro, una specifica disciplina sui prestatori di servizi per le cripto-attività (CASP) e la possibilità per gli enti finanziari di ampliare il proprio perimetro operativo, determinando nuove aree di supervisione che impongono un potenziamento delle capacità di vigilanza.

Il complesso processo di adeguamento al MiCAR, pienamente applicabile dal 30 dicembre 2024, è ancora *in itinere*, stante la possibilità, ai sensi dello stesso MiCAR e del decreto legislativo di adeguamento del 5 settembre 2024, n. 129 (come successivamente modificato e integrato), concessa ai *virtual-asset service providers* (VASPs) iscritti nella sezione speciale del registro tenuto dall'Organismo per la gestione degli Elenchi degli Agenti in attività finanziaria e dei Mediatori creditizi (OAM) alla data del 27 dicembre 2024 di continuare a operare fino al 30 giugno 2026 ai sensi della disciplina nazionale (decreto legislativo n. 141 del 2010 e relative disposizioni attuative) a condizione che abbiano presentato istanza di autorizzazione, come CASP ai sensi del MiCAR, in Italia o in un altro Stato membro, entro il 30 dicembre 2025 o appartengano allo stesso gruppo di una società che abbia presentato un'istanza entro la stessa data.

Al fine di favorire un'ordinata transizione al MiCAR, nel corso del 2025, in continuità con quanto avviato a partire dal quarto trimestre del 2024, sono state assunte plurime iniziative di accompagnamento degli operatori, adottando un approccio di cosiddetto *early dialogue*.

In particolare, sono state pubblicate apposite comunicazioni, congiuntamente con la Banca d'Italia, per fornire agli operatori del settore indicazioni sull'applicazione della nuova disciplina e sulle modalità di interlocuzione con le Autorità di vigilanza italiane e di formalizzazione di eventuali istanze di autorizzazione, rendendo disponibile sul sito della CONSOB (e della Banca d'Italia) un modulo di domanda editabile.

In tale contesto, sono pervenute complessive 46 richieste di interlocuzione, di cui 42 da parte di VASPs iscritti al suddetto registro OAM a cui hanno fatto seguito 39 incontri, svolti anche congiuntamente con la Banca d'Italia, nonché attività di *pre-filing* con i VASPs in uno stadio più avanzato nella predisposizione dell'istanza di autorizzazione a operare come CASP.

A fine ottobre, tenuto conto dell'approssimarsi della sopra menzionata scadenza del 30 dicembre 2025, si è provveduto a interessare, con apposite note formali, i VASPs iscritti nel relativo registro dell'OAM che non risultavano aver reso note le proprie determinazioni circa l'intenzione di presentare o meno un'istanza di autorizzazione come CASP entro il predetto termine del 30 dicembre 2025, chiedendo di avere notizia delle iniziative da assumere al riguardo e della relativa tempistica di attuazione.

Inoltre, a inizio dicembre 2025, è stato pubblicato un apposito richiamo di attenzione attraverso il quale, tra l'altro, si è proceduto ad avvertire gli investitori della necessità di verificare la legittimazione a (continuare a) operare da parte dei VASPs dopo il 30 dicembre 2025 nonché sull'esigenza, tra l'altro, di verificare, nell'ambito dei rapporti eventualmente intrattenuti con i VASPs, di aver ricevuto tutte le informazioni necessarie dagli stessi. Inoltre, si è proceduto a rammentare ai VASPs non intenzionati a richiedere l'autorizzazione come CASP di chiudere i contratti in essere e restituire ai clienti le cripto-attività e i fondi secondo le istruzioni dagli stessi clienti ricevute, interrompendo ogni servizio (inclusa la custodia).

A fine dicembre le istanze di autorizzazione come CASP presentate alla CONSOB sono state complessivamente 33, di cui due sono state successivamente ritirate e 28 sono state considerate procedibili.

Nell'ambito del processo di attuazione in Italia del MiCAR, nel corso del 2025 sono state altresì avviate, in coordinamento con la Banca d'Italia, le prime interlocuzioni con banche interessate alla prestazione di servizi per le cripto-attività, ai fini dell'applicazione dell'art. 60 MiCAR, secondo cui le entità finanziarie possono prestare tali attività a seguito di specifica notifica alle autorità competenti. Alla luce della novità della disciplina, le banche che hanno manifestato l'intenzione di avviare prestazione di servizi per le cripto-attività sono state accompagnate, attraverso articolate interlocuzioni nell'ambito di processi di cosiddetto *pre-filing*, nel corredo delle informazioni necessarie sugli assetti, le politiche e le procedure per conformarsi a MiCAR. Nel mese di marzo 2025, la CONSOB e la Banca d'Italia hanno sottoscritto un protocollo d'intesa volto a definire gli ambiti della cooperazione nelle attività connesse alla disciplina MiCAR.

### Le attività in materia di prodotti complessi e innovativi

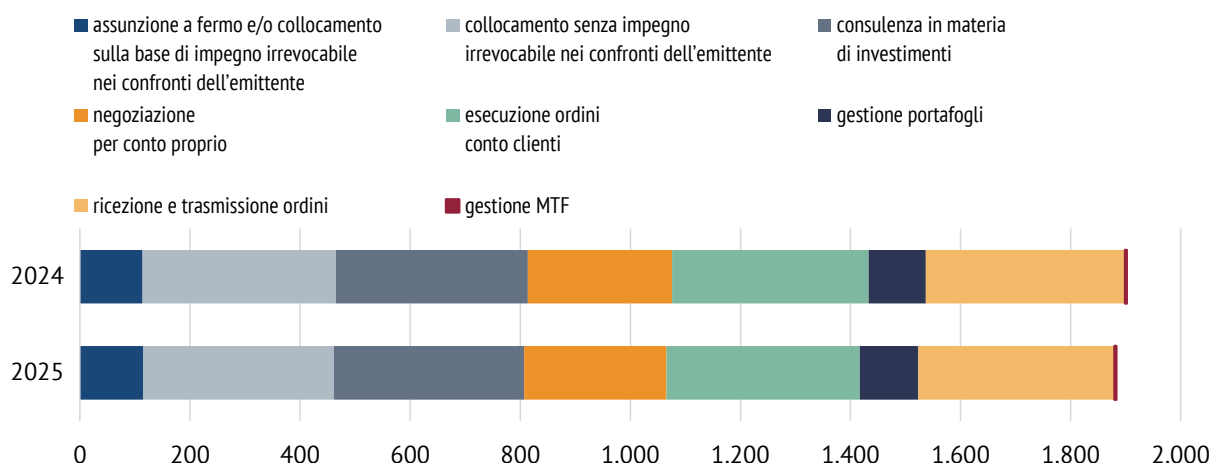
Nell'ambito del monitoraggio sulla distribuzione di prodotti complessi e/o innovativi, è proseguita l'azione di controllo dell'operatività realizzata dagli intermediari in *certificates*.

Parallelamente, in tale contesto, è stata avviata un'iniziativa di vigilanza sui prodotti a leva (in particolare, a leva dinamica), oggetto, peraltro, di una misura di *product intervention* adottata dall'Autorità di vigilanza tedesca. Al fine di approfondire il fenomeno in ambito domestico è stata condotta un'indagine trasversale su un campione di intermediari rappresentativo di oltre l'80% del mercato. L'analisi ha evidenziato che l'operatività su tali strumenti avviene prevalentemente tramite il canale online attraverso la sola prestazione di servizi di tipo esecutivo e che le operazioni sono effettuate in autonomia, tipicamente da clientela evoluta, presso un ristretto numero di intermediari attivi. Ad esito dell'indagine, tenuto conto dei rilevanti elementi di complessità di tali strumenti e dei connessi profili di *investor protection*, gli intermediari maggiormente operativi sono stati interessati da uno specifico richiamo di attenzione.

## 2 Gli intermediari bancari autorizzati alla prestazione di servizi di investimento

Il complessivo numero di banche autorizzate alla prestazione di servizi di investimento era, a fine 2025, pari a 377 (382 a fine 2024), di cui 34 banche comunitarie abilitate a operare in Italia mediante stabilimento di succursale e otto banche di paesi terzi autorizzate a operare in Italia con o senza stabilimento di succursale (Fig. 7 e Tav. all.1).

**Fig. 7 Intermediari bancari per servizi di investimento**  
(numero servizi autorizzati)



Si vedano le note alla Tav. all.1 dell'Appendice statistica.

Come di consueto, le verifiche sui comportamenti tenuti dagli intermediari bancari nella prestazione dei servizi di investimento si sono concentrate, sulla base dell'approccio *risk-based*, sui soggetti e/o i fenomeni più significativi e rischiosi, alla luce delle evidenze acquisite anche attraverso 134 richieste di dati e notizie e 33 incontri con esponenti aziendali e associazioni di categoria (Tav. all.2). L'attività si è altresì avvalsa, dell'analisi degli esposti ricevuti dalla clientela.

Inoltre, sono state avviate tre verifiche ispettive presso intermediari bancari (per i dettagli si veda il capitolo V 'L'attività ispettiva e il contrasto all'abusivismo'). Sono, altresì, giunte a conclusione quattro attività ispettive con la trasmissione delle relative risultanze.

A seguito dell'accertamento di ipotesi di violazione della normativa di settore, è stato avviato un procedimento sanzionatorio nei confronti di una banca avente ad oggetto l'operatività in azioni proprie con la clientela.

In proposito, nel 2025 si sono registrate le prime applicazioni della disciplina degli impegni, introdotta dall'art. 196-ter del TUF, a procedimenti sanzionatori avviati nei confronti di intermediari bancari. L'applicazione di tale istituto ha consentito una maggiore efficienza dell'azione correttiva nei confronti degli operatori interessati con risposte tempestive ed esaurienti alle richieste della vigilanza e l'instaurazione di modalità relazionali volte a privilegiare una prospettiva dialogica con i soggetti vigilati. In coerenza con il nuovo quadro, sono stati svolti i previsti monitoraggi sull'adempimento degli impegni assunti, al fine di verificarne la corretta attuazione nel tempo e assicurarne l'efficacia.

Nel 2025 sono proseguite in ambito MiFID II i controlli di *follow-up*, anche di tipo ispettivo, al fine di verificare la coerenza e l'efficacia degli interventi correttivi e/o di miglioramento adottati dalle banche interessate.

Come descritto, nel corso dell'anno la CONSOB ha dedicato specifica attenzione alle operazioni di finanza straordinaria e, in particolare, alle offerte pubbliche di acquisto e/o di scambio che hanno interessato il settore bancario nel 2025. Al fine di presidiare il dovere degli intermediari di agire nell'interesse degli investitori, sono state svolte, anche in via preventiva rispetto all'avvio delle operazioni, interlocuzioni mirate, incontri e verifiche ispettive in loco, volte a orientare gli operatori verso condotte pienamente conformi alla disciplina di settore. Nell'ambito di tale azione, gli enti coinvolti sono stati altresì destinatari di specifici richiami di attenzione, finalizzati a rafforzare la consapevolezza degli obblighi applicabili e a mitigare *ex ante* il rischio di comportamenti non allineati agli interessi della clientela.

La CONSOB ha altresì svolto il monitoraggio sull'informativa *ex post* su costi e oneri prevista dalla MiFID II al fine di verificare l'allineamento degli operatori al quadro normativo di riferimento. Sono stati così interessati nove ulteriori operatori (fra cui sei banche) per lo svolgimento di analisi su base campionaria degli effettivi rendiconti trasmessi alla clientela, impostando, ove necessario, conseguenti e proporzionati interventi di vigilanza.

Nel 2025, la CONSOB ha anche proseguito l'attività di vigilanza sulle tematiche ESG nei servizi di investimento, partecipando alla *Common Supervisory Action* (CSA) promossa dall'ESMA sui requisiti di sostenibilità previsti dalla MiFID II in materia di valutazione di adeguatezza e *product governance*.

L'iniziativa si è inserita nel più ampio percorso di analisi sull'adeguamento dell'industria domestica agli obblighi di finanza sostenibile nella prestazione dei servizi d'investimento, avviato dalla CONSOB già a partire dal 2023 e proseguito nel 2024. L'indagine condotta nel 2025, che ha coinvolto 14 primarie banche (rappresentative di circa il 65% delle masse amministrate *retail*), ha confermato il processo di progressivo allineamento alla normativa, anche sulla scorta dei precedenti interventi dell'Istituto in materia (si veda il richiamo di attenzione n. 1/24 del 25 luglio 2024 concernente l'adeguamento agli obblighi in materia di finanza sostenibile nella prestazione di servizi di investimento).

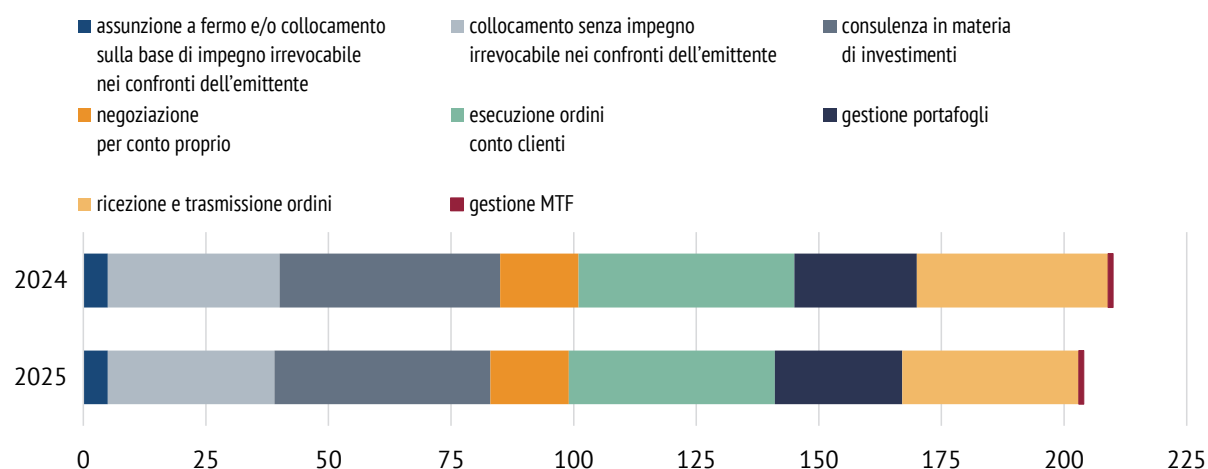
La complessiva azione di vigilanza sugli intermediari bancari anche nel 2025 si è svolta in coordinamento con le altre autorità di settore, sulla base delle modalità definite nei protocolli di intesa con le medesime stipulati. In tale ambito, sono state anche formulate alla Banca d'Italia due richieste di collaborazione ispettiva nei confronti di intermediari bancari, ai sensi dell'art. 6-ter, comma 5, del TUF. Inoltre, nel corso dell'anno, è stato fornito a quell'Istituto un parere relativo all'estensione dell'autorizzazione alla prestazione di servizi di investimento da parte di un intermediario bancario.

### 3 Le imprese di investimento

Il complessivo numero di Sim autorizzate alla prestazione di servizi di investimento era, a fine 2025, pari a 57 (Fig. 8 e Tav. all.1).

I soggetti iscritti all'elenco delle imprese di investimento comunitarie autorizzate a operare in Italia mediante succursale erano 47, di cui due di classe 1.

**Fig. 8 Sim per servizi di investimento**  
(numero servizi autorizzati)



Si vedano le note alla Tav. alll.1 dell'Appendice statistica.

A fine 2025, risultavano, inoltre, 85 imprese di investimento iscritte nell'albo delle imprese di paesi terzi diverse dalle banche autorizzate a operare in Italia (84 di diritto inglese e una di diritto svizzero) di cui cinque con succursale, 79 in libera prestazione di servizi e una in entrambe le modalità.

Nel 2025 è stata autorizzata a operare in Italia, in regime di libera prestazione di servizi, ai sensi dell'art. 28, comma 6, del TUF, la prima impresa di investimento svizzera, sulla base dell'Accordo di cooperazione tra CONSOB, Banca d'Italia e FINMA, sottoscritto nel 2023. Sebbene la Svizzera non faccia parte dell'Unione europea, l'Accordo assicura un livello di cooperazione istituzionale rafforzata, garantendo meccanismi di cooperazione e scambio di informazioni pienamente operativi per l'esercizio delle funzioni di vigilanza, conformemente agli standard MiFID. Nel 2025, sulla base del medesimo accordo, è stata per la prima volta autorizzata una Sim italiana a prestare servizi in Svizzera, ai sensi del TUF e del Regolamento Intermediari.

Nel 2025, la CONSOB ha proseguito nella verifica della correttezza e della trasparenza dei comportamenti delle Sim e delle imprese di investimento estere vigilate, adottando un approccio *risk-based* fondato su fonti informative qualitative e quantitative e orientando gli accertamenti su soggetti e fenomeni a maggior rischio di non conformità. Particolare attenzione è stata rivolta alla verifica dei processi di valutazione di adeguatezza, alla corretta profilatura della clientela, alla mappatura dei prodotti finanziari offerti o consigliati, nonché all'integrazione dei fattori ESG nella prestazione dei servizi d'investimento.

I controlli sono stati effettuati anche attraverso 80 richieste di dati e notizie e 23 incontri con esponenti di Sim e altre imprese di investimento vigilate (Tav. alII.2 - Tav. alII.3).

Nel corso del 2025, sono state adottate specifiche azioni di *enforcement*, tra cui provvedimenti di convocazione degli esponenti aziendali, ai sensi dell'art. 7, comma 1, lettera a), del TUF, di due Sim, finalizzati alla richiesta di adozione di interventi correttivi, relativi alla prestazione dei servizi di investimento.

È stato effettuato un accertamento ispettivo diretto su una Sim, e con la collaborazione della Banca d'Italia, ai sensi dell'art. 6-ter, comma 5, del TUF, un altro su una diversa Sim, al fine di verificare in loco la correttezza di talune procedure.

Nel 2025 è proseguita la trattazione di esposti e segnalazioni pervenute alla CONSOB nei confronti delle Sim e delle altre imprese di investimento, coinvolgendo, per quelle dell'UE operanti in Italia in regime di libera prestazione di servizi, le competenti Autorità dei Paesi di origine.

La CONSOB ha, inoltre, fornito alla Banca d'Italia pareri sull'aggiornamento dei piani di risanamento di dieci Sim, ai sensi dell'art. 55-ter, comma 3, del TUF.

## 4 I fornitori di servizi di *crowdfunding* per le imprese

Nel 2025 il settore del *crowdfunding* è stato caratterizzato da una notevole contrazione del numero delle nuove autorizzazioni e dalla fuoriuscita dal mercato di alcuni operatori.

In particolare, nel corso del 2025, sono state autorizzate due società e sono pervenute sei istanze di rinuncia espressa all'autorizzazione, di cui tre già accolte con conseguente cancellazione dal relativo registro tenuto dall'ESMA.

A fine 2025, i fornitori di servizi di *crowdfunding* italiani iscritti nel suddetto registro ai sensi dell'art. 14 della Regolamento Crowdfunding erano 40 (Tav. alII.4).

L'attività di vigilanza si è concentrata, secondo un approccio *risk-based*, sulla correttezza e trasparenza dei fornitori di servizi di *crowdfunding* nei rapporti con la clientela sulla base dell'analisi delle informazioni acquisite anche attraverso 52 richieste di dati e notizie, 33 incontri con esponenti dei fornitori di servizi di *crowdfunding*, nonché l'avvio di accertamenti ispettivi. Particolare attenzione è stata dedicata

all'applicazione delle policy adottate dai fornitori di servizi di *crowdfunding* in materia di conflitto di interessi e di modalità di selezione dei titolari e delle offerte da pubblicare sulle piattaforme, nonché alle comunicazioni di marketing atte a condizionare le decisioni di investimento della clientela. Nel corso del 2025, è stato adottato nei confronti di un fornitore autorizzato alla prestazione del servizio di intermediazione nella concessione di prestiti (e già sospeso in considerazione delle irregolarità riscontrate nell'ambito dell'operatività) un provvedimento di sospensione per un ulteriore periodo di un anno, ai sensi dell'art. 30, par. 2, lett. h) del Regolamento Crowdfunding, posto che non erano stati forniti elementi atti a dimostrare di aver compiutamente ottemperato al ripristino delle condizioni di corretta operatività indicate dalla CONSOB. Nei riguardi del medesimo fornitore di servizi di *crowdfunding* e di alcuni suoi esponenti, è stato, altresì, avviato un procedimento sanzionatorio per violazione della normativa di settore. A marzo 2026, la CONSOB ha approvato la revoca dall'autorizzazione allo svolgimento del servizio di *crowdfunding* per rinuncia espressa del suddetto fornitore.

Il 30 luglio 2025, ad esito della consultazione con il mercato, sono stati definiti gli obblighi informativi dei fornitori di servizi di *crowdfunding* nei confronti della CONSOB, da fornire tramite l'apposito Sistema informatico SiCrowd. Il riferimento è, in particolare, agli obblighi di comunicazione di dati strutturati sulle offerte pubblicate e concluse nell'anno solare di riferimento, di specifiche informazioni sulle modifiche rilevanti delle condizioni di autorizzazione ai sensi dell'art. 15, paragrafo 3, del Regolamento (UE) 2020/1503, nonché di alcune informazioni, in formato strutturato, presenti nel cosiddetto KIIS (Key Investment Information Sheet). Sono state anche pubblicate le istruzioni operative per la trasmissione delle schede contenenti le informazioni chiave sull'investimento.

## 5 Gli intermediari gestori

A fine 2025 risultavano iscritte nei relativi albi 167 società di gestione del risparmio (Sgr) e 18 società di investimento a capitale fisso in gestione. Alla stessa data 110 gestori comunitari operavano in Italia per il tramite dello stabilimento di succursali.

La vigilanza sugli Oicr si è concentrata, secondo un approccio *risk-based*, sulla correttezza dei comportamenti connessi alle scelte di investimento, anche in termini di aderenza alla politica di investimento rappresentata nella documentazione d'offerta e ai temi della finanza sostenibile.

Le verifiche sono state effettuate avvalendosi di fonti informative qualitative e quantitative, nonché sulla base delle informazioni acquisite attraverso 26 richieste di dati e notizie, 36 incontri con esponenti aziendali e accertamenti ispettivi effettuati anche in collaborazione con la Banca d'Italia.

Nello svolgimento dell'attività di vigilanza nei confronti di due Sgr, ci si è avvalsi anche della collaborazione ispettiva della Banca d'Italia, ai sensi dell'art. 6-ter, comma 5, del TUF.

A seguito di accertamenti condotti nei riguardi di quattro Sgr, sono stati altresì avviati procedimenti sanzionatori nei confronti delle stesse.

Con riferimento alle tematiche *Environmental, Social and Governance* (ESG), l'11 febbraio 2025 l'Istituto ha pubblicato il richiamo di attenzione n. 1/25 sull'inclusione dei fattori ESG nel processo decisionale dei fondi d'investimento (Oicr) e sulla trasparenza informativa a livello di prodotto da parte dei gestori.

I temi ESG sono stati integrati anche nell'ambito delle istruttorie sia per il rilascio di pareri alla Banca d'Italia per l'iscrizione all'Albo di nuovi operatori sia per il nulla osta alla commercializzazione di nuovi fondi di investimento alternativi (Fia) riservati e non riservati, nonché nell'ambito di specifiche attività, anche ispettive. La vigilanza si è concentrata, in via prioritaria, sulla conformità con le norme europee della *disclosure* fornita nella documentazione d'offerta, sul sito web e nelle comunicazioni di marketing.

Nel 2025, la CONSOB ha partecipato alla *Common Supervisory Action* (CSA) promossa dall'ESMA in tema di efficacia delle funzioni di conformità alle norme e revisione. Il completamento della CSA è previsto per il 2026.

La CONSOB ha esaminato le istanze per la commercializzazione in Italia e/o in Stati membri della UE di quote di FIA per verificare completezza, comprensibilità e coerenza della documentazione di offerta. Più in dettaglio, sono state analizzate 40 istanze riguardanti FIA riservati, tre FIA non riservati e tre ELTIF.

Per le Sgr di fondi immobiliari i controlli, riferiti in particolare ai gestori di fondi quotati destinati al pubblico *retail*, hanno riguardato la coerenza tra le attività di dismissione del patrimonio immobiliare e la scadenza prevista da ciascun fondo, nonché la corretta applicazione della disciplina in materia di conflitto di interessi.

Da ultimo, la CONSOB ha fornito alla Banca d'Italia 18 pareri di cui due per l'autorizzazione di nuovi gestori, sette la cancellazione dall'Albo, sei per operazioni straordinarie, due per l'estensione dell'operatività e uno per l'autorizzazione alla gestione di ELTIF.

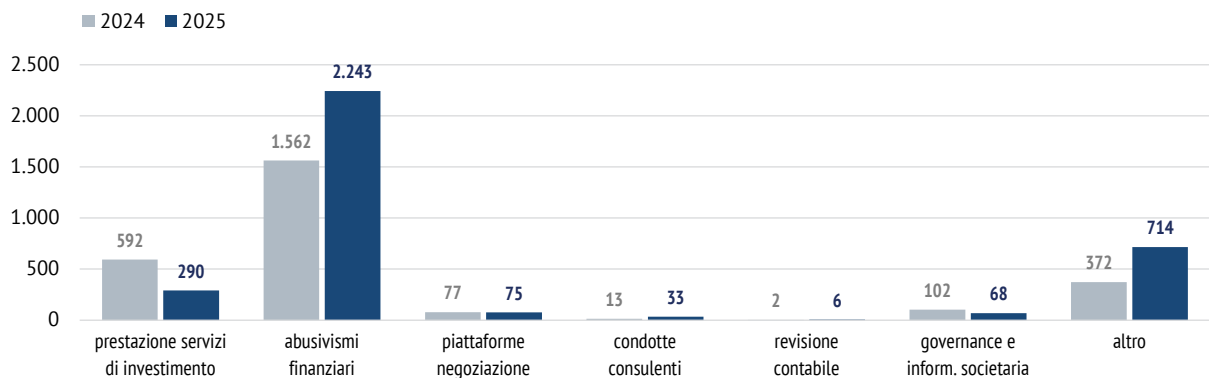
## 6 La protezione degli investitori e la gestione degli esposti

Nel 2025, le segnalazioni ricevute dalla CONSOB da parte del pubblico sono state circa 7.808; di queste circa 3.344 sono classificabili come esposti (gli esposti erano 2.742 nel 2024 e 2.713 nel 2023). Il 99% circa degli esposti è stato valutato di competenza dell'Istituto e, quindi, procedibile (Tav. all.5).

In più della metà dei casi gli esposti si riferiscono a soggetti non autorizzati, riconducibili a ipotesi di abusivismo finanziario (Fig. 9 e Tav. all.6).

Nonostante il canale web disponibile sul sito istituzionale consenta all'esponente di fornire un insieme di informazioni sempre più ampio e strutturato, attraverso una interfaccia facilitata, solo circa il 7% degli esposti è stato ricevuto tramite tale canale.

Fig. 9 Oggetto degli esposti



Si vedano le note alla Tav. all.6 dell'Appendice statistica.

## 7 La supervisione sull'attività dell'OCF

Anche nel 2025 è proseguita l'attività di supervisione dell'Organismo di vigilanza e tenuta dell'Albo unico dei consulenti finanziari (OCF), prerogativa dell'Istituto dal 1° dicembre 2018, data di avvio dell'operatività del medesimo Organismo.

La CONSOB ha condotto i controlli sulla vigilanza svolta dall'OCF esaminando i dati periodici, le informazioni e i documenti pervenuti dall'Organismo nonché a mezzo di incontri con esponenti del medesimo; sono state altresì condotte verifiche campionarie su singole istruttorie svolte dall'OCF, riguardanti i profili ESG nell'ambito del servizio di consulenza prestato dai consulenti finanziari autonomi e dalle società di consulenza finanziaria.

Sono stati trasmessi all'Organismo, per i profili di competenza, 152 esposti afferenti all'attività di consulenti finanziari inviati alla CONSOB dai risparmiatori.

Nel corso dell'anno è stato altresì reso un riscontro a un quesito riguardante la portata applicativa del divieto, per il consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede, di concorrere nella determinazione in suo favore di benefici di cui all'art. 159, comma 6, del Regolamento Intermediari nel caso in cui tali benefici fossero previsti in favore del consulente finanziario nelle disposizioni di ultima volontà espresse con testamento dai clienti assistiti dallo stesso.

# IV La vigilanza sulle società di revisione

## 1 I principali elementi di novità

### *Gli interventi relativi a crypto-attività e informativa di bilancio*

In considerazione della sempre maggiore diffusione del mercato delle crypto-attività, la Banca d'Italia e la CONSOB hanno pubblicato, nel mese di marzo 2025, la comunicazione congiunta su crypto-attività e informativa di bilancio rivolta, oltre che agli emittenti, ai revisori legali e alle società di revisione con incarichi sui bilanci degli enti di interesse pubblico (EIP) e degli enti sottoposti a regime intermedio (ESRI).

Per quanto concerne i revisori, la comunicazione fa seguito al richiamo di attenzione 6/22, pubblicato il 20 dicembre 2022, con il quale la CONSOB aveva già evidenziato gli elevati rischi connessi al settore delle crypto-attività, tenuto conto delle potenziali responsabilità che derivano dallo svolgimento da parte dei revisori legali di incarichi professionali su soggetti che operano in tale settore.

Con la comunicazione congiunta del marzo 2025 i revisori sono stati sensibilizzati a porre particolare attenzione, anche sulla base di quanto previsto dal principio internazionale sulla gestione della qualità ISQM (Italia) 1, nella valutazione e nella gestione dei rischi tanto nella fase di accettazione quanto nello svolgimento di incarichi di revisione legale sui bilanci di società che abbiano effettuato ovvero intendano effettuare investimenti in crypto-attività, al fine di pianificare adeguate procedure di revisione per rispondere a tali rischi.

I fattori di rischio richiamati nella comunicazione riguardano in particolare l'evoluzione del contesto regolamentare e delle tecnologie connesse alla negoziazione di tali strumenti, la comprensione delle caratteristiche delle diverse crypto-attività e le difficoltà nel distinguerle dagli strumenti finanziari tradizionali. È stata inoltre sottolineata l'importanza di valutare il grado di consapevolezza da parte del management delle società sottoposte a revisione in merito a tali scelte di investimento e la presenza di adeguati presidi di controllo interno, oltre che la disciplina contrattuale dei rapporti con i *service provider* e l'affidabilità dei meccanismi di custodia delle crypto-attività.

### L'attività normativa e di standard setting

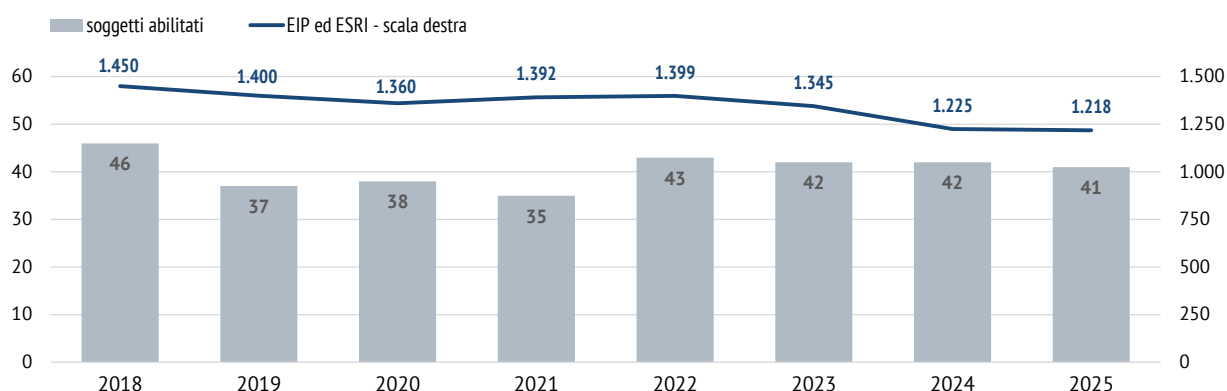
Il d.l. 95/2025, che ha recepito la Direttiva (UE) 2025/794 (cosiddetta 'Stop the clock'), ha posticipato al 31 marzo 2028 il termine previsto dal d.lgs. 125/2024 per la conclusione dello studio che il MEF e la CONSOB sono congiuntamente chiamati a elaborare allo scopo di analizzare i benefici e gli oneri sottesi all'eventuale apertura del mercato dell'*assurance* di sostenibilità ai prestatori indipendenti dei servizi di attestazione (Independent Assurance Service Provider - IASP). Il termine è stato prorogato per tener conto dello slittamento di due anni delle scadenze relative agli obblighi di rendicontazione di sostenibilità.

Si è concluso il processo di elaborazione da parte del Tavolo tecnico istituito ai sensi dell'art. 11, comma 2, del d.lgs. 39/2010 – a cui la CONSOB partecipa – di un set aggiornato di principi di revisione, che apporta, in particolare, modifiche sostanziali al principio di revisione ISA Italia n. 600, relativo alla revisione contabile dei bilanci di gruppo, allineandolo ai contenuti tecnici del corrispondente principio di revisione internazionale ISA 600 revised, emanato dallo International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB). Rispetto a tale nuovo set di principi di revisione la CONSOB ha trasmesso al MEF il proprio parere ai sensi del citato art. 11, comma 2, del d.lgs. 39/2010.

## 2 Le società di revisione

Nel 2025 i soggetti abilitati alla revisione legale che hanno svolto incarichi su enti di interesse pubblico (EIP) e su enti sottoposti a regime intermedio (ESRI), sono 41 (42 nel 2024), di cui 20 società di revisione, 19 revisori legali persone fisiche e le due Federazioni del Trentino-Alto Adige, per conto delle quali figurano in qualità di firmatari delle relazioni di revisione sette revisori legali persone fisiche, sostanzialmente in linea con l'anno precedente (Fig. 10 e Tav. alV.1).

**Fig. 10 Soggetti abilitati alla revisione legale**



Si vedano le note alla Tav. alV.1 dell'Appendice statistica.

Il mercato della revisione legale resta ancora molto concentrato, come attesta la distribuzione degli incarichi di revisione legale sulle società emittenti titoli azionari quotati riferibile per oltre l'85% alle prime quattro società di revisione per dimensione (cosiddette *'big four'*), con una leggera flessione rispetto all'anno precedente (87%; Tav. alV.2).

Nell'anno i casi di interruzione anticipata degli incarichi di revisione si sono ridotti a 53 (a fronte di 74 nel 2024), riduzione in parte riconducibile a risoluzioni consensuali dovute alla perdita della qualifica di EIP/ESRI da parte di alcuni soggetti, in particolare nel settore delle cartolarizzazioni. I casi di revoca per giusta causa e di dimissioni sono risultati in linea rispetto al dato del 2024 (Tav. alV.3).

Come per l'anno precedente, sui bilanci d'esercizio 2024 degli emittenti azioni quotate non sono stati rilasciati giudizi negativi. I revisori hanno invece dichiarato l'impossibilità a esprimere un giudizio su sette emittenti quotati (rispetto ai tre dello scorso esercizio); due di tali dichiarazioni hanno avuto alla base molteplici significative incertezze sulla continuità aziendale. È stato inoltre espresso un giudizio con rilievi su due emittenti (come nel 2024). Infine, giudizi senza modifica ma contenenti richiami di informativa sono stati rilasciati sui bilanci di dieci emittenti (11 lo scorso esercizio); tre di essi hanno avuto ad oggetto incertezze significative sulla continuità aziendale (rispetto ai sette sui bilanci 2024; Fig. 11 e Tav. alV.4).

**Fig. 11 Giudizi delle società di revisione**



Si vedano le note alla Tav. alV.4 dell'Appendice statistica.

### 3 I controlli di qualità

Nel 2025 è proseguito lo svolgimento da parte della CONSOB, sulla base di quanto previsto dalla normativa europea e nazionale, dei controlli di qualità sulle società di revisione e sui revisori legali soggetti alla propria vigilanza.

Tali controlli periodici, svolti attraverso verifiche ispettive, mirano a valutare l'adeguatezza del modello organizzativo, delle procedure, della metodologia di *audit*, incluso l'uso di strumenti di *data analytics*, e il loro impatto sull'esecuzione degli incarichi di revisione e di attestazione sul *reporting* di sostenibilità.

La pianificazione dei controlli di qualità è basata su una valutazione dei rischi, rilevati all'esito di una preliminare analisi dei dati e delle informazioni ricevute dalla CONSOB periodicamente o sulla base di specifiche richieste. In virtù di tale approccio (cosiddetto *risk-based*), sono individuate le procedure del sistema di gestione della qualità e selezionati gli incarichi di revisione in portafoglio da sottoporre a verifica. Le verifiche ispettive sono condotte utilizzando apposite *check-list*<sup>2</sup>.

Considerata la circostanza che dal 1° gennaio 2025, a livello nazionale, sono entrati in vigore i nuovi principi di riferimento sulla gestione della qualità<sup>3</sup>, le verifiche hanno avuto come obiettivo l'analisi dell'organizzazione e dell'attività svolta dei soggetti vigilati, focalizzando l'attenzione sull'implementazione e la messa in atto delle direttive e procedure del sistema di gestione della qualità adottate dagli stessi in conformità ai nuovi principi.

In particolare, nel 2025 si sono conclusi tre controlli di qualità di cui due su società di revisione di medie dimensioni e uno su società di grandi dimensioni, alle quali è stato inviato il cosiddetto Report finale, ossia la relazione prevista dall'art. 26, comma 9, del Regolamento (UE) n. 537/2014 (Regolamento Audit), contenente gli esiti delle verifiche svolte, le carenze rilevate e le relative raccomandazioni di interventi correttivi.

Con riferimento alle procedure adottate, le carenze rilevate hanno riguardato in particolare la configurazione della matrice dei rischi implementata dalle società di revisione a seguito dell'adozione del Principio ISQM (Italia) 1, le procedure di accettazione e mantenimento degli incarichi *audit* e *non audit*, il ruolo del responsabile del riesame degli incarichi, i carichi di lavoro dei partner e l'attività di monitoraggio interno della qualità. A fronte delle carenze rilevate sono state raccomandate misure organizzative e procedurali sulle principali aree del sistema di gestione della qualità, stabilendo altresì le scadenze entro le quali realizzare gli interventi oggetto di raccomandazione<sup>4</sup>.

2 Per le società di maggiori dimensioni, si adotta la *Common Audit Inspection Methodology* (CAIM), definita a livello europeo dal CEAOB, mentre per le società di revisione più piccole le check-list sono elaborate considerando i criteri di proporzionalità previsti dalle normative vigenti.

3 L'International Standard on Quality Management ISQM Italia 1, l'International Standard on Quality Management ISQM Italia 2 e l'International Standard on Auditing (ISA Italia) 220 (revised).

4 In dettaglio, gli interventi raccomandati hanno riguardato la necessità di: i) integrare il processo adottato per la determinazione degli obiettivi per la qualità e dei rischi a essi correlati attraverso l'individuazione e l'introduzione nel processo di *risk assessment* di specifici rischi afferenti al portafoglio incarichi; ii)

Con riferimento agli incarichi di revisione legale selezionati per le verifiche, l'esame delle carte di lavoro ha evidenziato alcune carenze<sup>5</sup>, in relazione alle quali sono state raccomandate misure di sensibilizzazione del personale professionale, compresi i soggetti responsabili del riesame della qualità dell'incarico, sessioni formative sugli aspetti rispetto ai quali sono state riscontrate le carenze, nonché verifiche specifiche in sede di monitoraggio interno dell'attività di revisione. In due casi è stato raccomandato alla società di revisione di emanare una lettera di richiamo nei confronti dei partner responsabili dei lavori affinché sia mantenuto un elevato standard qualitativo nello svolgimento degli incarichi di revisione, prevedendo inoltre adeguate ricadute sulla valutazione dei medesimi.

Nell'anno è inoltre proseguita l'analisi preventiva sulla corretta implementazione dei nuovi standard internazionali sulla gestione della qualità da parte dei soggetti che svolgono incarichi su enti sottoposti a regime intermedio di minori dimensioni, per i quali non è prevista dalla normativa una vigilanza ciclica (tre o sei anni) ma sulla base di un'analisi del rischio; a tal fine sono state acquisite, attraverso la somministrazione di appositi questionari, informazioni in merito a direttive e procedure adottate dai soggetti vigilati in relazione al sistema di gestione della qualità.

Nell'ambito degli accordi di cooperazione internazionale, ai sensi dell'art. 47 della Direttiva 2006/43/CE (Direttiva Audit), con il Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB - Autorità di

integrare, con riferimento ai servizi *non audit*, la procedura di accettazione e predisporre, in assenza di un *deliverable*, un memorandum che riporti la descrizione della natura servizio reso e che illustri l'attività effettivamente svolta; iii) rivisitare il processo di accettazione e mantenimento con riferimento alla determinazione del Client Risk, anche attraverso l'introduzione di guide applicative per l'utilizzo dei relativi tool; iv) coinvolgere il CdA nel processo di accettazione di clienti ad alto rischio; v) rafforzare il ruolo svolto dal responsabile del riesame degli incarichi sulla base di quanto previsto nelle indicazioni contenute nel nuovo principio di gestione della qualità ISQM (Italia) 2; vi) definire parametri quantitativi più prudenti per i carichi di lavoro, per assicurare ai partner una maggiore disponibilità di tempo per le attività di direzione, supervisione degli incarichi; vii) con riferimento all'attività di monitoraggio interno, integrare le verifiche sugli incarichi di *assurance* sulle rendicontazioni di sostenibilità, sulla predisposizione dei bilanci in formato elettronico unico di comunicazione (ESEF), nonché sulle modalità di documentazione e archiviazione delle carte di lavoro. Rivalutare le tempistiche di svolgimento dei processi di monitoraggio per assicurare che il processo di valutazione del personale tenga conto degli elementi rivenienti dalle attività di monitoraggio più recenti.

- 5 In particolare, le carenze hanno riguardato: i) documentazione e archiviazione del lavoro svolto; ii) applicazione della procedura relativa all'indipendenza sui componenti del team di revisione; iii) documentazione del calcolo della significatività; iv) aggiornamento dell'elenco delle parti correlate; v) documentazione sul coinvolgimento degli specialisti; vi) formalizzazione delle valutazioni relative al rischio di frode e relativo approccio di *testing*; vii) verifiche sul sistema di controllo interno, soprattutto sui controlli connessi al processo di chiusura del bilancio consolidato; viii) documentazione sulle verifiche in occasione dell'acquisto di partecipazioni; ix) documentazione sulle considerazioni svolte sulla determinazione delle *Cash Generating Units*; x) verifiche svolte sull'attendibilità dei dati di budget posti alla base del test di impairment; xi) documentazione e formalizzazione delle verifiche sulla valorizzazione del magazzino.

vigilanza statunitense sui revisori) è stata svolta una *joint inspection* su una società di revisione di grandi dimensioni.

Riguardo ai controlli di qualità conclusi si è proceduto a verificare che gli adempimenti organizzativi e procedurali posti in essere dalle società di revisione fossero in linea con le raccomandazioni formulate e con le tempistiche di realizzazione stabilite (analisi di *follow-up*).

Alla fine del 2025 è stata infine aggiornata la policy interna sui controlli di qualità per tener conto della recente evoluzione normativa, in particolare in materia di attestazione sulla rendicontazione di sostenibilità.

# V L'attività ispettiva e il contrasto all'abusivismo

## 1 I principali elementi di novità

Nel 2025 l'attività ispettiva sui soggetti vigilati si è focalizzata sulla prestazione dei servizi di investimento, sull'informativa contabile e sui lavori di revisione contabile relativi ai bilanci degli emittenti, sul rispetto della disciplina in materia di fornitori di servizi di *crowdfunding* nonché sul rispetto della disciplina antiriciclaggio da parte delle società di revisione. In materia di prestazione di servizi di investimento e di disciplina antiriciclaggio sono state condotte ispezioni anche su richiesta della Banca d'Italia per aspetti di sua competenza, in applicazione degli accordi bilaterali in essere.

La CONSOB ha collaborato con le Autorità italiane e ha fornito il proprio contributo ai lavori avviati dall'AMLA, la nuova Autorità europea antiriciclaggio, per la redazione degli standard regolamentari e delle linee guida che daranno attuazione al nuovo quadro normativo europeo introdotto nel 2024 con il cosiddetto AML Package.

Inoltre, la CONSOB ha partecipato ai lavori del Comitato di Sicurezza Finanziaria – presieduto dal MEF – volti al coordinamento dell'apparato nazionale di contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo, nonché dell'attività dei paesi che minacciano la pace e la sicurezza internazionale (ad esempio per l'attuazione delle misure restrittive economico-finanziarie disposte dall'UE a seguito della crisi geo-politica russo-ucraina). Nell'ambito di tale collaborazione l'Istituto ha altresì fornito il proprio contributo alle attività funzionali alla valutazione del sistema italiano di prevenzione e contrasto del riciclaggio, del finanziamento del terrorismo e del finanziamento della proliferazione da parte del FATF/GAFI (*Mutual evaluation*).

È proseguita l'azione di contrasto agli abusivismi finanziari, sempre più diffusi attraverso il web. Tale attività assume particolare rilevanza essendo finalizzata alla tutela del pubblico risparmio e, più in generale, della collettività. Oltre agli interventi in materia di prestazione abusiva di servizi di investimento e abusiva offerta al pubblico di prodotti finanziari, l'azione di contrasto della CONSOB si è estesa, alla luce della recente disciplina MiCAR, alla prestazione di servizi per le

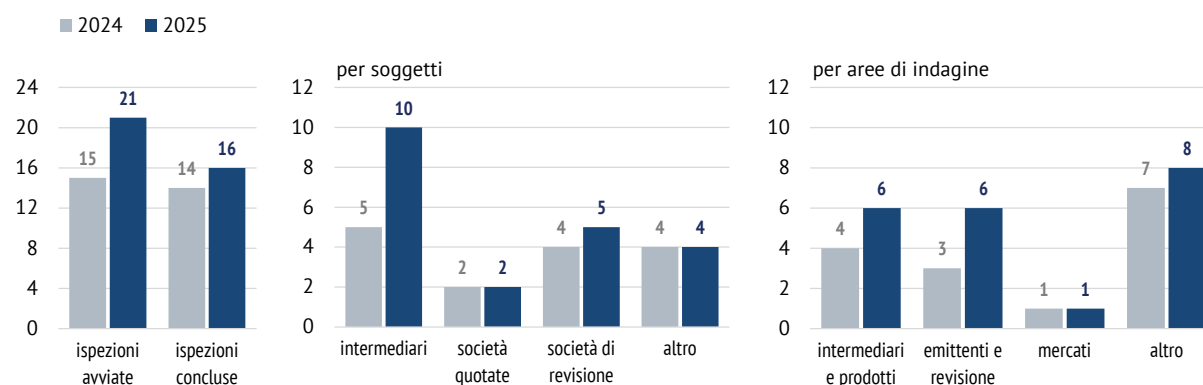
cripto-attività e all'offerta al pubblico di cripto-attività *other than* da parte di operatori privi dei requisiti di legittimità.

Nel corso del 2025 è stato inoltre completato lo sviluppo di un software per l'efficientamento dell'attività di analisi degli esposti e dei contenuti di siti web mediante i quali sono poste in essere condotte abusive che sempre più spesso sono caratterizzate da schemi operativi online sempre più interconnessi con nuove tecnologie e canali digitali di comunicazione.

## 2 L'attività ispettiva

Nel 2025 sono state avviate 21 ispezioni e ne sono state concluse 16. Delle ispezioni concluse, nove erano state avviate nel 2024 (Fig. 12 e Tav. aV.1).

**Fig. 12 Ispezioni**



Si vedano le note alle Tav. aV.1, Tav. aV.2 e Tav. aV.3 dell'Appendice statistica.

I soggetti interessati dalle ispezioni avviate nel corso dell'anno sono stati: intermediari (dieci ispezioni), società di revisione contabile (cinque ispezioni), emittenti quotati (due ispezioni) e fornitori di servizi di *crowdfunding* (quattro ispezioni; Fig. 12 e Tav. aV.2).

Delle 21 ispezioni avviate nel periodo (Fig. 12 e Tav. aV.3): sei hanno riguardato verifiche sul rispetto delle regole di condotta in materia di intermediari e prodotti (di cui due richieste dalla Banca d'Italia su profili di propria competenza); sei verifiche in materia di informativa contabile, di svolgimento dei lavori di revisione contabile relativi a bilanci su emittenti quotati e di rispetto della normativa in materia di offerte pubbliche e di raccolta delle deleghe di voto; una ha riguardato verifiche in materia di disciplina dei mercati regolamentati; quattro verifiche sul rispetto della disciplina in materia di fornitori di servizi di *crowdfunding* (di cui due richieste dalla Banca d'Italia su profili

di propria competenza); quattro verifiche sul rispetto della disciplina antiriciclaggio (di cui una richiesta dalla Banca d'Italia; si veda il paragrafo successivo).

### **3 La prevenzione e il contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo**

Nel 2025 è proseguita l'azione di vigilanza a fini di prevenzione e contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo nei confronti delle società di revisione e dei revisori legali con incarichi su enti di interesse pubblico o a regime intermedio.

Nel corso dell'anno sono state avviate verifiche ispettive in materia di antiriciclaggio nei confronti di tre società di revisione e, su richiesta della Banca d'Italia, nei confronti di una società di gestione del risparmio (Tav. aV.4).

L'attività di vigilanza informativa sui rischi di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo delle società di revisione e sui presidi organizzativi, procedurali e di controllo volti a mitigare detti rischi si è arricchita degli elementi informativi relativi al rischio di finanziamento dei programmi di proliferazione delle armi di distruzione di massa.

Le analisi condotte sulle informazioni trasmesse dalle società di revisione ai sensi dell'art. 6 del Regolamento CONSOB n. 20570/2018 hanno condotto all'adozione di numerose iniziative, volte a individuare potenziali rischi di non conformità e/o a orientare i soggetti vigilati al pieno rispetto degli obblighi dettati dalla normativa di settore.

In particolare, sono state formulate 11 richieste di dati e notizie, tre azioni di raccomandazione e/o richiamo d'attenzione, due convocazioni di organi sociali e due richieste di adozione di specifici interventi correttivi.

In esito a talune delle iniziative di vigilanza intraprese, sono stati organizzati incontri con le società di revisione o i revisori coinvolti, al fine di approfondire gli elementi informativi acquisiti o di richiamare l'attenzione su specifici adempimenti.

Nei confronti di due società di revisione è stato avviato un procedimento sanzionatorio per l'irrogazione di sanzioni amministrative pecuniarie.

Inoltre, nel corso dell'anno è stata definita una policy interna che – consolidando le prassi operative già in essere – sistematizza i criteri che orientano lo svolgimento delle attività di vigilanza e la metodologia per l'analisi del rischio e la definizione delle priorità ispettive.

Sotto il profilo delle iniziative di sensibilizzazione dei soggetti vigilati su nuovi rischi e tematiche di *compliance*, è stata pubblicata una comunicazione volta a sottolineare l'importanza dell'adempimento degli obblighi antiriciclaggio nello svolgimento degli incarichi professionali sui clienti che effettuino investimenti in cripto-attività.

Ulteriori iniziative hanno riguardato gli esiti dell'Analisi nazionale dei rischi di riciclaggio e finanziamento del terrorismo e dell'Analisi nazionale dei rischi di finanziamento della proliferazione delle armi di distruzione di massa approvate dal Comitato di Sicurezza Finanziaria, nonché l'aggiornamento sui contenuti informativi periodicamente divulgati sul sito internet dell'Unità di Informazione Finanziaria in tema di sanzioni finanziarie mirate e misure restrittive internazionali.

È stato altresì organizzato un evento seminariale, indirizzato alle società di revisione vigilate, incentrato sui compiti e sulle attività della funzione controllo di qualità nel sistema dei controlli antiriciclaggio.

I rapporti di collaborazione con la Banca d'Italia e con l'Unità di Informazione Finanziaria, regolati da appositi protocolli di intesa, sono stati intensi e hanno condotto a scambi informativi di evidenze per gli approfondimenti di rispettiva competenza, in ordine a fattispecie potenzialmente rilevanti in ottica di prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo.

## 4 L'attività di contrasto agli abusivismi finanziari

Il contrasto agli abusivismi finanziari sta assumendo un rilievo sempre più centrale, in ragione della crescente pervasività dei fenomeni e della rilevanza degli interessi pubblici coinvolti che, come detto, attengono alla tutela del risparmio e, più in generale, dell'intera collettività.

In seguito all'ampliamento del set di poteri alla luce dell'entrata in vigore della disciplina sulle cripto-attività (MiCAR), l'azione della CONSOB per il contrasto agli abusivismi finanziari si sviluppa, principalmente, lungo le seguenti direttrici: i) il contrasto ai soggetti che prestano in assenza di autorizzazione servizi di investimento su strumenti finanziari, inclusa l'attività pubblicitaria; ii) il contrasto alle abusive offerte al pubblico di prodotti finanziari, svolte in assenza del prescritto prospetto informativo, inclusa l'attività pubblicitaria; iii) il contrasto ai soggetti che prestano in assenza di autorizzazione servizi di *crowdfunding*; iv) il contrasto ai soggetti che prestano servizi su cripto-attività in assenza di autorizzazione, inclusa la diffusione di comunicazioni di marketing; v) il contrasto alle offerte al pubblico e ammissione

a negoziazione di cripto-attività cosiddette *other than* in assenza di *white paper* notificato, inclusa la diffusione di comunicazioni di marketing.

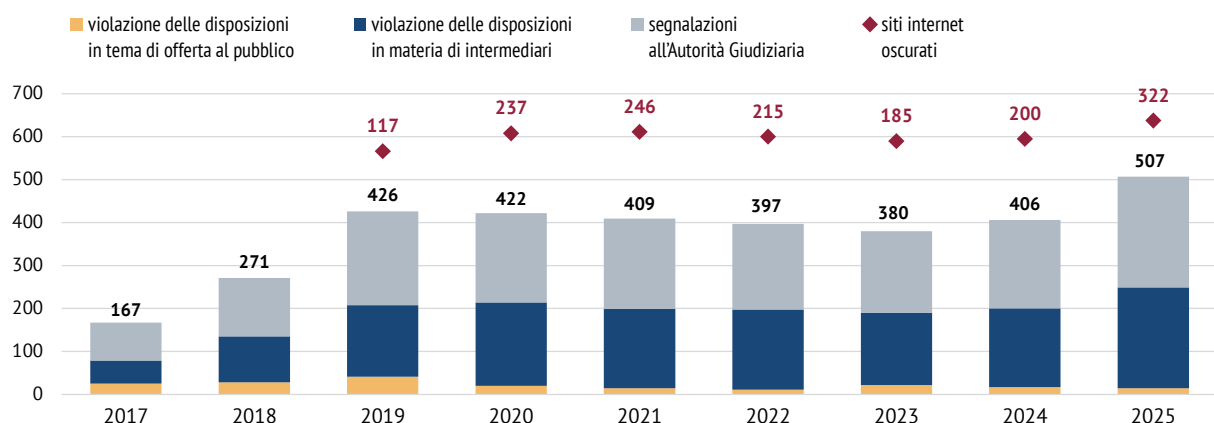
Al fine di strutturare ulteriormente l'attività di contrasto è stata altresì adottata una policy che – consolidando prassi già in essere – definisce il quadro metodologico per la vigilanza sugli abusivismi finanziari, stabilendo i criteri per l'avvio e la gestione delle istruttorie secondo un approccio basato sul rischio (*risk-based*) e orientato alla tempestività ed efficacia dell'azione di contrasto.

Nel 2025 la CONSOB ha ricevuto, oltre a più di duemila esposti relativi a condotte potenzialmente integranti fattispecie di abusivismo (in crescita rispetto al 2024), 136 richieste di collaborazione provenienti dall'Autorità Giudiziaria e dai diversi Corpi di Polizia in merito a fattispecie di abusivismo rilevanti anche in sede penale.

Sono stati svolti 687 accertamenti relativi a fenomeni abusivi realizzati via internet e rientranti nelle competenze della CONSOB, che hanno comportato analisi e approfondimenti relativi a 1.083 siti web (Tav. aV.5 e Tav. aV.6).

La CONSOB ha assunto, nel 2025, 507 iniziative di contrasto agli abusivismi finanziari con l'oscuramento di 322 siti internet (Fig. 13 e Tav. aV.7).

**Fig. 13 Provvedimenti adottati contro gli abusivismi finanziari**



Si vedano le note alla Tav. aV.7 dell'Appendice statistica.

Segnatamente, sono stati assunti 150 provvedimenti con cui è stata ordinata la cessazione della prestazione abusiva di servizi di investimento tramite internet, sei provvedimenti di sospensione cautelare di offerte abusive di prodotti finanziari, otto provvedimenti di divieto di offerte abusive e cinque comunicazioni a tutela dei risparmiatori (cosiddetto *warning*).

In forza dei poteri previsti dal MiCAR e dal d.lgs. 129/2024, la CONSOB ha adottato provvedimenti con cui è stata ordinata la cessazione della prestazione di servizi per le cripto-attività (80 vicende) da parte di operatori non autorizzati e con cui è stata ordinata la cessazione dell'offerta al pubblico italiano di cripto-attività *other than* posta in essere in assenza di *white paper* notificato (due vicende). Contestualmente all'adozione dei citati provvedimenti in materia di cripto-attività è stato ordinato l'oscuramento di 122 siti internet mediante cui erano prestati servizi per le cripto-attività in assenza di autorizzazione e di due siti internet mediante cui erano offerte al pubblico cripto-attività *other than* in assenza di un *white paper* notificato. Complessivamente sono stati, pertanto, oscurati 124 siti internet tramite cui erano poste in essere abusive attività aventi ad oggetto cripto-attività.

Inoltre, la CONSOB, nell'ambito di tale attività di contrasto, ha effettuato 258 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria.

A partire da luglio 2019, da quando dispone del potere di ordinare l'oscuramento dei siti web mediante i quali sono svolte abusivamente attività finanziarie riservate, la CONSOB ha ordinato, alla data del 31 dicembre 2025, l'oscuramento di 1.522 siti web ai quali si aggiungono 774 pagine web, per un totale di 2.296 domini web bloccati.

Anche nel 2025 la CONSOB ha, tra l'altro, disposto l'oscuramento di siti internet che diffondevano campagne pubblicitarie relative a servizi finanziari abusivi facendo impropriamente leva sulla notorietà di esponenti di primo piano del mondo istituzionale italiano nonché sull'immagine di noti marchi industriali. Tali iniziative sono veicolate anche mediante la realizzazione di cosiddetti '*deepfake video*' in cui è fatto indebito uso del nome e dell'immagine di personaggi noti al pubblico. Infatti, è stato riscontrato un frequente utilizzo di strumenti di intelligenza artificiale generativa per la creazione di video, diffusi online, che riproducono artatamente l'immagine e la voce di noti personaggi al fine di veicolare messaggi non veritieri con intenti fraudolenti.

Nell'ambito delle attività di contrasto all'abusivismo, qualora siano state individuate applicazioni per smartphone o gruppi e/o chat sui *social network* impiegati per la prestazione o la promozione abusiva di servizi di investimento, la CONSOB è intervenuta richiedendo la rimozione delle applicazioni ai gestori dei sistemi di distribuzione delle stesse e la verifica nonché la chiusura dei relativi gruppi e/o chat ai gestori delle piattaforme *social*.

Il contrasto agli abusivismi finanziari è stato svolto anche tramite la pubblicazione di comunicazioni rivolte al pubblico finalizzate a innalzare la consapevolezza e la capacità dei risparmiatori di riconoscere e sottrarsi a iniziative abusive. Tra queste, si segnala quella riferita al fenomeno noto come '*task scam*' per evidenziare i rischi connessi alla

crescente diffusione di offerte di lavoro online false che propongono generiche attività (quali, per esempio, cliccare link, iscriversi a siti internet, mettere *like* a prodotti/servizi commerciali, scrivere recensioni e simili) collegate a operazioni su cripto-valute da cui deriverebbero opportunità di guadagno. Queste proposte, veicolate soprattutto tramite *social network*, inducono gli utenti a operare attraverso siti internet riconducibili a prestatori abusivi di servizi su cripto-attività e si configurano come iniziative ingannevoli, finalizzate all'acquisizione delle somme di denaro e dei dati personali degli utenti stessi.

Si segnala la pubblicazione di una comunicazione in merito al fenomeno noto come *pump and dump* per mettere in guardia i risparmiatori dai rischi connessi alle proposte di investimento che circolano su *social network* e app di messaggistica, presentate da sedicenti analisti, esperti finanziari o consulenti che promuovono l'acquisto di azioni di società a bassa capitalizzazione (note come *penny stock*), spesso quotate sul mercato americano (Nasdaq), prospettando guadagni rapidi. Per rendere credibili le proposte, tali soggetti usano marchi e nomi di operatori del settore finanziario, anche spacciandosi per esponenti della CONSOB. Una volta che gli utenti – convinti della possibilità di ottenere guadagni in tempi ridotti – iniziano ad acquistare le azioni, gli autori dell'iniziativa chiedono l'invio degli *screenshot* per provare l'esecuzione dell'operazione. In questo modo vengono coordinati gli ordini in acquisto, con il risultato di far salire artificialmente il prezzo del titolo (*pump*). Quando il valore raggiunge un livello elevato, i promotori dell'iniziativa immettono massicci ordini di vendita delle azioni che già detenevano in portafoglio, realizzando un profitto e al tempo stesso provocando un crollo improvviso del prezzo (*dump*) che determina forti perdite per gli investitori.

Schemi di tipo *pump and dump* possono registrarsi anche con riferimento alle operazioni di compravendita di cripto-attività che hanno luogo nelle piattaforme di negoziazione a esse dedicate.

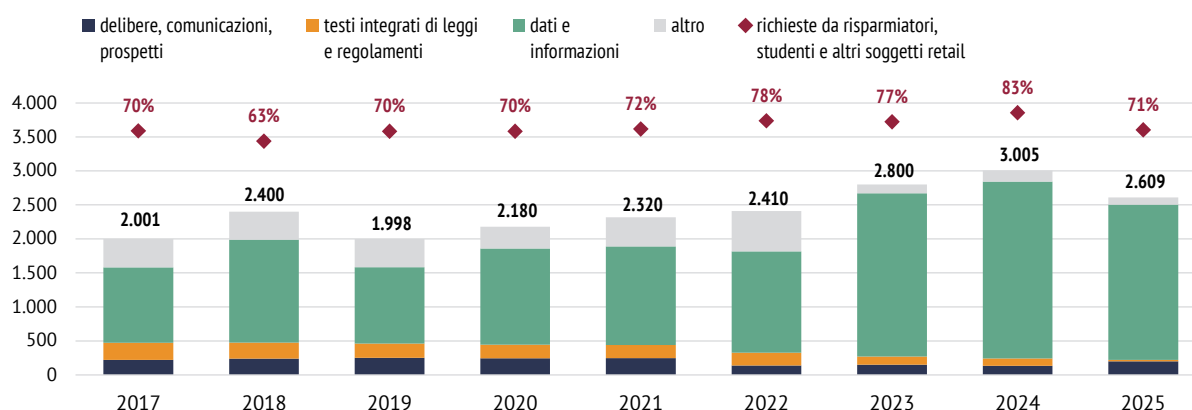
# L'attività di comunicazione e le altre attività a tutela dell'investitore VI

## 1 I principali elementi di novità

Nel contesto di un ecosistema informativo sempre più digitale e disintermediato, la comunicazione istituzionale costituisce un presidio essenziale per la tutela degli investitori: da un lato, rende più accessibili contenuti e decisioni dell'Autorità; dall'altro, contribuisce a contrastare fenomeni informativi distortivi, che possono amplificare i rischi per gli investitori. In questa prospettiva, la CONSOB ha proseguito il percorso di evoluzione avviato con la riorganizzazione del 2024, che ha attribuito alla funzione di comunicazione una centralità strategica e un presidio organizzativo dedicato.

L'innovazione del 2025 ha riguardato, soprattutto, il rafforzamento della presenza digitale dell'Istituto, secondo un processo graduale e sostenibile. Nella logica di un sistema integrato, accanto al sito web istituzionale, infrastruttura primaria della comunicazione verso l'esterno, la CONSOB ha attivato i profili LinkedIn, Instagram e Facebook. Al fine di mantenere chiara la distinzione tra comunicazione istituzionale e assistenza al pubblico, le richieste di chiarimento e approfondimento da parte del pubblico continuano a essere gestite tramite i canali istituzionali (PEC, caselle funzionali e sito internet; Fig. 14 e Tav. aVI.1 - Tav. aVI.2), mentre i *social* operano come strumenti di informazione e sensibilizzazione su temi di carattere generale.

Fig. 14 Richieste pervenute



Si vedano le note alla Tav. aVI.2 dell'Appendice statistica.

Il 2025 è stato caratterizzato dall'avvio delle attività di formazione del personale sull'uso di strumenti di intelligenza artificiale nelle attività di comunicazione dell'Istituto, nonché dal rafforzamento dell'Ufficio Stampa arricchito di due nuove risorse (una di esse è il Responsabile dell'Ufficio).

## 2 La gestione del sito internet e dei profili *social* e le relazioni con la stampa e con l'esterno

Nel 2025 la strategia di comunicazione digitale e di modernizzazione dei sistemi informativi della CONSOB ha visto lo sviluppo dei canali *social* istituzionali, il progetto di rinnovamento del sito internet e della intranet.

Con l'avvio operativo dei profili *social* istituzionali si è inteso ampliare la diffusione delle informazioni istituzionali, favorire una maggiore accessibilità ai contenuti e rafforzare il dialogo con i cittadini, gli operatori di mercato e gli altri *stakeholders*. L'apertura della pagina LinkedIn ha rappresentato una prima fase sperimentale, utile a testare modelli organizzativi, flussi approvativi e scelte editoriali. Dall'apertura della pagina LinkedIn nel mese di maggio 2025, la presenza *social* della CONSOB ha registrato una crescita costante e interamente organica, raggiungendo in meno di un anno oltre 7.600 *followers*, con una crescita media mensile prossima a mille nuove adesioni. A novembre sono stati attivati anche i profili Instagram e Facebook, sui quali i contenuti pubblicati hanno raggiunto complessivamente oltre 39 mila account e superato 150 mila visualizzazioni. Nell'anno è stata altresì avviata la riorganizzazione del canale YouTube. I nuovi canali sono stati utilizzati in modo coordinato per valorizzare le principali iniziative dell'Istituto, la produzione editoriale, le attività di educazione finanziaria e le comunicazioni di servizio, adottando un linguaggio chiaro, coerente con l'identità istituzionale e adeguato alle specificità del pubblico di riferimento.

Parallelamente sono state avviate le attività di progettazione del nuovo sito internet, finalizzate a migliorare l'accessibilità e la fruibilità dei contenuti, anche in linea con le Linee guida AgID per i siti della Pubblica Amministrazione. Il progetto prevede la revisione dell'architettura informativa, il rafforzamento delle funzioni del motore di ricerca, una migliore fruibilità da dispositivi mobili, la razionalizzazione delle sezioni tematiche, l'introduzione di percorsi di navigazione orientati ai diversi profili di utenza e la definizione di una nuova homepage incentrata su contenuti chiave, servizi di maggiore interesse e temi trasversali quali innovazione, sostenibilità ed educazione finanziaria.

La riprogettazione ha interessato anche la piattaforma Intranet, considerata uno strumento essenziale della comunicazione interna che, favorendo una migliore circolazione delle informazioni all'interno dell'Istituto, può contribuire a rafforzare tra il personale coesione, motivazione e senso di appartenenza.

Sul versante delle relazioni con i media, la CONSOB ha rafforzato la comunicazione a presidio di temi ad alto impatto sulla protezione dei risparmiatori, anche tramite iniziative in grado di raggiungere un pubblico ampio e campagne in coordinamento con autorità e istituzioni internazionali (quali l'ESMA), che hanno fatto leva, in particolare, sugli strumenti della comunicazione audiovisiva. Nel 2025 è stata prodotta e diffusa una video-pillola sui rischi connessi con le truffe finanziarie online ed è stata pubblicata un'avvertenza sul tema delle informazioni finanziarie diffuse dai cosiddetti *finfluencers*. Tali iniziative s'inquadra- vano nell'ambito di una più ampia iniziativa internazionale, la *Global Week of Action Against Unlawful Finfluencers*, alla quale hanno aderito oltre alla CONSOB le autorità di vigilanza di Regno Unito, Canada, Australia, Emirati Arabi Uniti e Hong Kong. La diffusione dei messaggi contenuti nella video-pillola e nell'avvertenza ha generato una eco significativa sui principali canali informativi: tra inizio giugno e inizio luglio 2025 il tema è stato ripreso da numerose testate stampa e web e da programmi televisivi nazionali, contribuendo ad amplificare i messaggi di prevenzione e di attenzione ai comportamenti truffaldini, anche in relazione al fenomeno dei *finfluencers* (si veda il capitolo IX 'L'attività internazionale').

Nel 2025 è proseguita l'attività di formazione a beneficio dei giornalisti svolta dalla CONSOB che è un ente formatore terzo riconosciuto dal Consiglio nazionale dell'Ordine dei giornalisti. L'Istituto ha organizzato un corso dedicato al tema: 'Finanza digitale: il pacchetto dei regolamenti europei', che ha approfondito la normativa MiCAR con un primo appuntamento a Roma il 5 maggio e un secondo a Milano il 13 maggio 2025.

### 3 Le attività di educazione finanziaria

Nel 2025 la CONSOB ha proseguito l'azione di educazione finanziaria come componente strutturale della tutela dell'investitore, con iniziative rivolte sia alla cittadinanza sia a target specifici (studenti, docenti, gruppi vulnerabili) e con un'integrazione crescente tra attività formative e canali di comunicazione digitale. Al riguardo si segnala che, nell'ambito della riforma del TUF, il legislatore ha inteso espressamente

riconoscere la promozione dell'educazione finanziaria come elemento caratterizzante delle funzioni di vigilanza allo scopo di fornire alla CONSOB gli strumenti necessari per alimentare ulteriormente, e in modo virtuoso, sia la consapevolezza dei cittadini verso il settore finanziario, sia il buon funzionamento del mercato nazionale complessivamente considerato.

Nel primo trimestre, l'azione educativa ha incluso iniziative rivolte agli studenti e alla cittadinanza, tra cui i Percorsi per le Competenze Trasversali e l'Orientamento (PCTO). Successivamente sono state realizzate numerose iniziative con un focus sul contrasto agli abusivismi finanziari. Nel periodo tra marzo e maggio – a partire dalla Global Money Week (17-23 marzo 2025) – sono state organizzate otto repliche del format 'Finanza in palcoscenico - Occhio alle truffe!' e un seminario in collaborazione con l'Università degli Studi di Bari Aldo Moro, calibrando la programmazione anche in funzione delle aree maggiormente esposte a specifici fenomeni abusivi.

Nella seconda parte del 2025, l'azione educativa istituzionale si è concentrata sulla presenza nelle campagne nazionali e internazionali organizzate in quel periodo, con una forte mobilitazione del sistema CONSOB-partner. In particolare, nell'ambito del Mese dell'Educazione Finanziaria – promosso dal Comitato nazionale per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria (Comitato Edufin) – e della Settimana Mondiale dell'Investitore – promossa a livello globale dalla IOSCO – sono stati realizzati complessivamente oltre 50 eventi (online e in presenza), raggiungendo circa settemila partecipanti stimati.

Parallelamente, sono state portate avanti attività di rafforzamento strutturale dell'offerta formativa fornita dall'Istituto e della sua presenza digitale. In coerenza con la priorità attribuita alla 'formazione dei formatori', nel 2025 è proseguito il percorso 'Finanza, una Storia da raccontare', che prevede una prima fase di formazione dei docenti e una fase successiva volta al trasferimento dei contenuti nelle classi, secondo un impianto modulare e multidisciplinare; sono stati ampliati i materiali e gli strumenti didattici a disposizione delle scuole di ogni ordine e grado; è stata avviata una sperimentazione per un percorso di *peer-to-peer education* con l'Università del Piemonte Orientale; infine, è stata resa disponibile una web-app di giochi di educazione finanziaria utilizzabile durante gli eventi e come strumento didattico. Tutte le iniziative istituzionali hanno beneficiato dell'apertura dei nuovi account *social* che hanno rilanciato i principali messaggi educativi trasmessi.

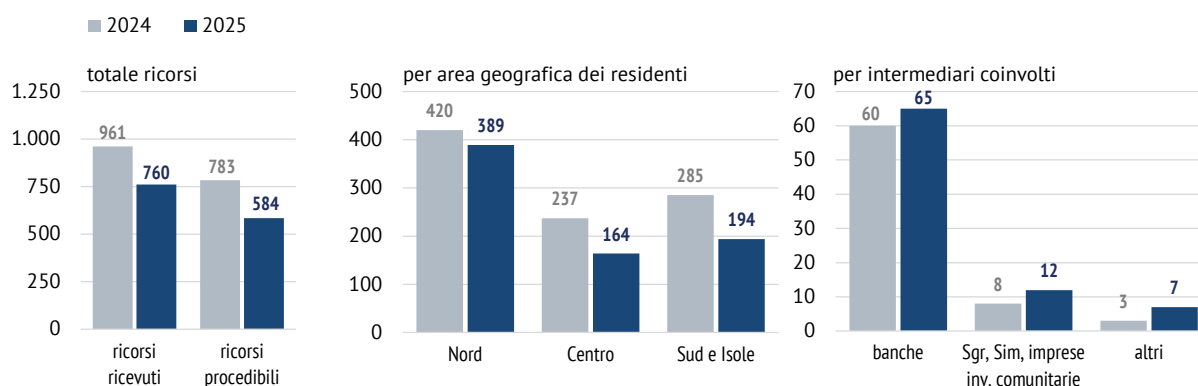
Nel quadro di una collaborazione sinergica con altre istituzioni pubbliche e private, come anticipato nella Parte A, sono stati stipulati due protocolli con associazioni che operano nel campo dell'educazione finanziaria al fine di promuoverla sul territorio nazionale e tra le donne in particolare, nella consapevolezza che la minore diffusione delle competenze finanziarie rappresenta un ostacolo alla promozione del potenziale delle donne, alla parità di genere e alla crescita della società civile.

Un ulteriore asse di lavoro è rappresentato dalla partecipazione alle attività e ai gruppi di lavoro del già citato Comitato Edufin (Data Mining Panel; Certification Panel; Quality Assessment Panel; Quality Dissemination Panel) e dei gruppi internazionali a cui la CONSOB partecipa: il Committee on Retail Investors (Committee 8) della IOSCO, il network OCSE-INFE, l'OCSE Working Party on financial consumer protection, education & inclusion (già Task Force per la Tutela dei consumatori di prodotti finanziari), la Delegazione italiana al gruppo European Commission – Government Expert Group on Retail Financial Services - sub-group on financial literacy (GEGFRS) e il sotto-gruppo del Joint Committee delle European Supervisory Authorities (ESAs).

## 4 L'attività dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie

Nel 2025 l'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF) ha ricevuto 760 ricorsi (961 nel 2024) che, come negli anni precedenti, sono pervenuti prevalentemente dalle regioni del Nord (51,2% dei casi) e Sud Italia (25,5%). Si è registrato un lieve calo rispetto allo scorso anno nella presenza di ricorrenti residenti all'estero (1,7%; Fig. 15 e Tav. aVI.3).

**Fig. 15 Ricorsi ricevuti**



Si vedano le note alle Tav. aVI.3 e Tav. aVI.4 dell'Appendice statistica.

Hanno trovato conferma i dati già registrati negli anni precedenti relativamente alla tipologia di ricorrenti: i ricorsi pervenuti sono stati pressoché integralmente trasmessi da persone fisiche (98,3%, a fronte del 1,7% di persone giuridiche).

Il dato del 2025 conferma il *trend*, già emerso nel periodo 2017-2024, che attesta un significativo *gap* di genere, sintomatico di una gestione della ricchezza familiare di matrice prettamente maschile: infatti, a fronte di un totale di 760 ricorsi, 526 sono stati quelli presentati da uomini (69,2%), 221 da donne (29,1%).

Quanto all'età dei ricorrenti, i dati del 2025 evidenziano che la massima concentrazione dei ricorrenti si colloca nelle tre fasce anagrafiche comprese tra i 45 e i 74 anni (45-54, 55-64, 65-74) che rappresentano, nel complesso, il 66,8% del totale, con una prevalenza dei ricorrenti di età compresa tra i 55 e i 64 anni (25,8%), mentre la quota di ricorrenti con età superiore ai 64 anni si è attestata al 20,3%, stabile rispetto al 2024.

La contrazione dei ricorsi ricevuti nel 2025 discende da motivazioni strutturali e congiunturali. In particolare, si evidenzia la progressiva riduzione del contenzioso di tipo seriale, ossia quello generato dalle crisi bancarie del periodo 2014-2017, che ha fortemente caratterizzato i primi anni di operatività dell'ACF. Tale tipologia di ricorsi, rispetto al totale di quelli pervenuti, è passata dal 28,2% nel 2022, al 12,5% nel 2023, all'11,2% nel 2024 e al 6,6% nel 2025, in ragione anche della competenza temporale dell'Arbitro limitata ai dieci anni precedenti la presentazione del ricorso. A tale dato, si aggiunge anche la motivazione economica derivante dall'andamento positivo dei mercati finanziari che ha ridotto le perdite potenziali, diminuendo conseguentemente l'insorgere di controversie tra risparmiatori e investitori.

I ricorsi hanno superato il vaglio di ammissibilità/ricevibilità nel 76,8% dei casi (81,7% nel 2024); 176 ricorsi sono stati dunque considerati inammissibili/irricevibili<sup>6</sup>.

Oltre alle decisioni di irricevibilità/inammissibilità, nel 2025 il Collegio ha adottato 522 decisioni (680 nel 2024), cui vanno aggiunte quelle di estinzione per intervenuto accordo tra le parti (172), assunte direttamente dal Presidente.

Gli intermediari coinvolti nei procedimenti ACF nel corso del 2025 sono stati, in tutto, 84, tra cui 65 banche (Fig. 15 e Tav. aVI.4).

6 Principalmente a causa: dell'estraneità rispetto all'ambito di operatività dell'Arbitro (riferibile al 69,7% dei ricorsi), della risalenza nel tempo (11,4% dei ricorsi) e della difformità rispetto alle indicazioni dell'art. 11, comma 1 del Regolamento ACF (4,6%) o del mancato inoltro del preliminare reclamo all'intermediario (4%).

Le decisioni adottate nel 2025 hanno riguardato, in linea con quanto registrato negli anni precedenti, soprattutto criticità legate al set informativo messo a disposizione della clientela e a carenze di tipo comportamentale addebitate agli intermediari, specie con riguardo alla fase precontrattuale, nonché ad alcune fasi significative dell'operatività da remoto, riguardanti in particolare la messa a disposizione della scheda prodotto degli strumenti finanziari e la modalità di profilatura del cliente.

Il tasso di adempimento delle decisioni dell'Arbitro resta apprezzabilmente elevato (94% dei casi, nel 2024 era pari al 92,5%). Meritano di essere segnalate, anche quest'anno, numerose decisioni favorevoli ai risparmiatori di valore economico piuttosto significativo, oscillante tra oltre 40 e 207 mila euro, volontariamente eseguite dagli intermediari soccombenti (42 decisioni). Il valore complessivo dei risarcimenti richiesti nel 2025 si è attestato a circa 39,2 milioni di euro, oscillando tra un minimo unitario di 50 euro a un massimo di 500 mila euro (valore, quest'ultimo, corrispondente al limite di competenza ACF), per un valore medio del *petitum* superiore a 51 mila euro. Il totale dei risarcimenti riconosciuti ai risparmiatori è stato pari a oltre 7,6 milioni di euro, con un tasso di accoglimento dei ricorsi corrispondente al 42,7%.

Nel 2025 sono stati conclusi complessivamente 870 procedimenti (12.164 dal 2017 al 31 dicembre 2025). La durata media di trattazione dei procedimenti (dalla presentazione del ricorso all'assunzione della decisione finale) è stata di 237 giorni e dunque inferiore rispetto a quella del 2024 e del 2023, pari rispettivamente a 241 giorni e 319 giorni.

Anche nel corso del 2025 è proficuamente proseguita l'attività di coordinamento e di scambio informativo con l'Arbitro Bancario Finanziario operativo presso la Banca d'Italia, in attuazione del protocollo d'intesa tra CONSOB e Banca d'Italia, stipulato il 19 marzo 2020 e rinnovato nel corso del 2025. In tale ambito, è proseguita l'attività della specifica task force istituita con l'obiettivo di redigere un preliminare studio di fattibilità in merito alla progettazione di un'infrastruttura tecnica di raccordo tra i due ADR, allo scopo di individuare soluzioni che possano agevolare il ricorso della clientela bancaria e finanziaria ai rispettivi sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie. Nell'ambito degli incontri di coordinamento svolti nel corso dell'anno sono state, inoltre, affrontate questioni di merito e di rito di possibile interesse per l'attività decisoria dei Collegi, incluse le questioni organizzative, utili a rafforzare la collaborazione e lo scambio informativo tra ABF e ACF, nell'ottica di facilitare il ricorso della clientela *retail* ai rispettivi sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie.

Nell'ambito delle iniziative volte a realizzare momenti di confronto strutturati e di carattere sistematico con gli *stakeholders*, nel 2025 è stato avviato il progetto formativo per gli operatori delle associazioni dei consumatori, volto ad accrescere la conoscenza dell'ACF e le modalità di redazione e di presentazione dei ricorsi, così da fornire loro gli strumenti utili a essere valido ausilio ai consumatori nella tutela dei propri diritti. In particolare, nell'anno sono stati organizzati quattro incontri, durante i quali sono stati presentati otto moduli formativi per il personale delle associazioni.

## 1 I principali elementi di novità

Nel 2025 la Legge Capitali ha introdotto nell'ordinamento l'istituto degli impegni (art. 196-ter del TUF) che costituisce un importante elemento di novità nell'ambito dell'attività sanzionatoria. A tale innovazione legislativa la CONSOB ha dato esecuzione con la riformulazione del proprio Regolamento generale sui procedimenti sanzionatori mediante l'adozione della delibera n. 23597 del 4 giugno 2025.

Con l'istituto degli impegni, il legislatore ha incrementato la gamma degli strumenti di *enforcement* a disposizione della CONSOB, consentendo un allineamento alle migliori prassi vigenti nel resto d'Europa. L'introduzione di tale istituto determina un cambiamento profondo dell'impianto sanzionatorio che evolve da un sistema puramente repressivo, orientato a sanzionare i comportamenti in violazione delle norme, a un modello in cui l'aspetto punitivo si affianca a una dimensione collaborativa, volta a prevenire e correggere tali violazioni.

Il nuovo istituto, infatti, consente ai soggetti destinatari di lettere di contestazioni di presentare impegni tali da far venir meno i profili ipotizzati di lesione degli interessi degli investitori e del mercato.

La CONSOB, valutata la gravità delle violazioni e l'idoneità di tali impegni, può, nei limiti previsti dall'ordinamento dell'Unione europea, rendere gli impegni assunti obbligatori per i soggetti destinatari del procedimento sanzionatorio e pubblicarli. A seguito di tale decisione, il procedimento sanzionatorio si chiude senza che venga accertata la violazione, né comminata alcuna sanzione.

Pertanto, la presentazione della proposta di impegni da parte del soggetto destinatario di contestazioni della CONSOB, determina il sorgere di un iter procedimentale eventuale e alternativo (una sorta di sub-procedimento) rispetto al vero e proprio procedimento sanzionatorio 'ordinario' volto all'accertamento degli illeciti.

L'istituto degli impegni rappresenta quindi una forma di 'composizione amministrativa' tra l'Autorità e il soggetto destinatario di una lettera di contestazione; esso è volto, da un lato, a decongestionare l'attività sanzionatoria e, dall'altro, a promuovere una regolazione basata sulla cooperazione e sulla responsabilizzazione dell'operatore.

Tutto ciò determinerà la riduzione dei tempi dei procedimenti, nonché delle occasioni di contenzioso, e preserverà, al contempo, l'efficace attuazione delle regole poste a tutela del mercato finanziario.

Nel 2025, le istanze volte alla definizione del procedimento mediante il ricorso al nuovo istituto degli impegni sono state 21 e in 16 casi l'istanza è stata accolta. Nello specifico, le proposte di impegni accolte hanno riguardato in 14 casi violazioni della disciplina in tema di mercati (di cui 11 riferiti a *insider trading*, due a *internal dealing* e una a violazioni in materia di *transaction reporting*) in due casi violazioni della disciplina in tema di intermediari. Invece i cinque provvedimenti di rigetto della proposta di impegni hanno riguardato in quattro casi violazioni in materia di *insider trading* e in un caso violazione in materia di *crowdfunding*.

Posto che il mancato rispetto degli impegni determinerebbe la riapertura d'ufficio dell'originario procedimento sanzionatorio, la CONSOB, anche esercitando i poteri di vigilanza a essa attribuiti al fine dell'accertamento della violazione contestata, svolge un'attività di monitoraggio finalizzata a verificare che gli impegni siano correttamente e tempestivamente adempiuti. L'estensione delle verifiche da svolgere è strettamente legata all'oggetto degli impegni accolti, che può consistere, tra l'altro, nel rafforzamento di presidi procedurali o organizzativi, nel pagamento di una somma di denaro a titolo di ristoro economico, nella predisposizione di reportistica periodica, in obblighi di astensione o nella partecipazione ad attività formative. Relativamente agli impegni accolti nel 2025, dall'attività di monitoraggio non sono emersi casi di inadempimento.

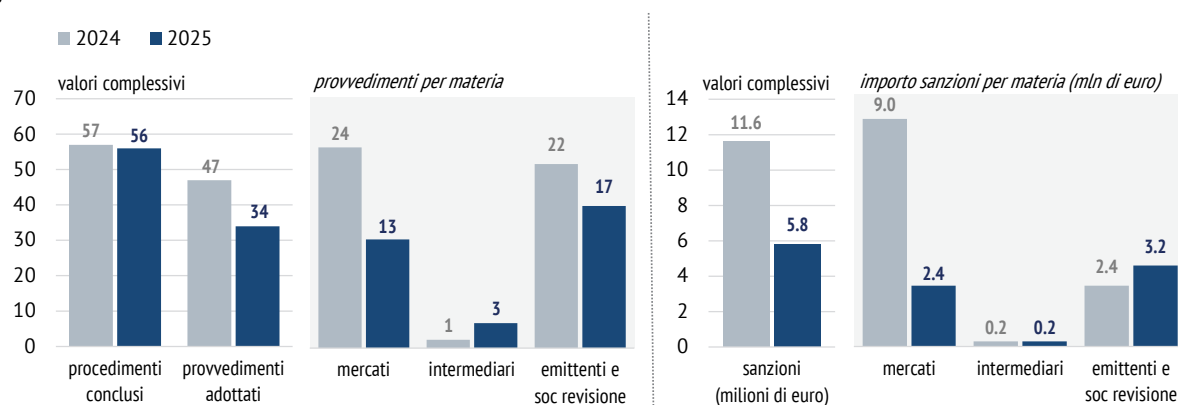
## 2 I provvedimenti sanzionatori

Accanto all'importante innovazione costituita dall'istituto degli impegni, è proseguita l'attività di accertamento degli illeciti con lo svolgimento di istruttorie volte all'adozione di provvedimenti sanzionatori nelle principali aree – ossia mercati, intermediari, emittenti e società di revisione – secondo un approccio improntato alla tutela dell'integrità del mercato, alla responsabilizzazione degli operatori e al presidio della fiducia degli investitori. Nel 2025 sono stati portati a compimento 56 procedimenti sanzionatori (57 nel 2024). Di questi, 34 hanno portato all'adozione di delibere sanzionatorie, con applicazione

di sanzioni pecuniarie nei confronti di 80 soggetti (83 nel 2024); in un caso il procedimento sanzionatorio, avviato in materia di partecipazioni rilevanti, si è estinto anticipatamente e senza applicazione di sanzione, in quanto il soggetto interessato si è avvalso della facoltà del pagamento delle sanzioni in misura ridotta (oblazione). A tale titolo l'importo della somma pagata è risultato pari a 20 mila euro.

L'ammontare complessivo delle sanzioni amministrative pecuniarie applicate nel 2025 è risultato pari a circa 5,8 milioni di euro (11,6 milioni nel 2024; Fig. 16 e Tav. aVII.1), le sanzioni interdittive accessorie sono state pari a 75 mesi (260 mesi nel 2024), mentre il controvalore dei beni oggetto di confisca è stato pari a circa un milione di euro (5,8 milioni nel 2024).

**Fig. 16 Sanzioni amministrative**



Si vedano le note alle Tav. aVII.1 - Tav. aVII.5 dell'Appendice statistica. I dati suddivisi per materia non tengono conto di un provvedimento verso una persona fisica in materia di crowdfunding.

## 2.1 I provvedimenti relativi alla disciplina dei mercati

Nel 2025, per le violazioni del Regolamento (UE) n. 596/2014 in tema di abusi di mercato (MAR), sono stati adottati in totale dieci provvedimenti sanzionatori, con l'applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie pari a 1,2 milioni di euro. Di questi provvedimenti, cinque hanno riguardato violazioni concernenti le condotte di *insider trading* e manipolazione del mercato e ulteriori cinque altre violazioni (rispettivamente, otto e 11 nel 2024).

Con riferimento agli illeciti in materia di abusi di mercato quattro delibere hanno avuto ad oggetto le condotte di comunicazione illecita e abuso di informazioni privilegiate, mentre una ha riguardato condotte di manipolazione del mercato.

Sono state applicate sanzioni amministrative pecuniarie complessivamente pari a circa 960 mila euro (3,1 milioni nel 2024) nei

confronti di 14 soggetti, di cui 13 persone fisiche e una persona giuridica; quest'ultima è stata sanzionata per 190 mila euro ai sensi dell'art. 187-*quinqüies* del TUF. Nei confronti delle persone fisiche sanzionate sono state adottate le sanzioni amministrative accessorie 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 una durata non inferiore a due mesi e non superiore a tre anni) per complessivi 75 mesi. Nei confronti di quattro persone fisiche è stata inoltre disposta la confisca dei beni ai sensi dell'art. 187-*sexies* del TUF, per un valore complessivo pari a circa 135 mila euro (Fig. 16 e Tav. aVII.2).

I provvedimenti sanzionatori per violazioni di previsioni del MAR diverse da quelle concernenti le condotte di *insider trading* e manipolazione del mercato sono stati cinque e hanno comportato l'applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie complessivamente pari a 200 mila euro (Fig. 16 e Tav. aVII.3).

Più in particolare, è stata adottata una delibera sanzionatoria per violazione dell'art. 16 del MAR, a causa del mancato rispetto delle norme che impongono di stabilire e mantenere dispositivi, sistemi e procedure efficaci per individuare e segnalare ordini e operazioni sospette di costituire abusi di mercato.

Tre delibere sanzionatorie hanno riguardato la violazione dell'art. 17, paragrafo 1, del MAR per tardiva diffusione di informazioni privilegiate.

Nel 2025, è stato inoltre definito un procedimento sanzionatorio per violazione delle previsioni che impongono alle persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione, nonché alle persone a loro strettamente associate, di notificare all'emittente e all'Autorità competente tutte le operazioni condotte per loro conto concernenti le quote o i titoli di credito dell'emittente o strumenti derivati o altri strumenti finanziari a essi collegati (*internal dealing*). Con detto provvedimento è stato adottato un trattamento sanzionatorio misto, consistente nella comminazione della sanzione amministrativa pecuniaria unitamente all'adozione dell'ordine di porre termine all'infrazione contestata nonché di astenersi dal ripetere, nel futuro, violazioni della stessa specie.

Per quanto riguarda le disposizioni del Regolamento (UE) n. 648/2012 (EMIR) in materia di strumenti derivati OTC, controparti centrali e repertori di dati sulle negoziazioni, è stato adottato un unico provvedimento sanzionatorio per violazione dell'art. 9, comma 1, nei

confronti di un istituto di credito cui è stata applicata una sanzione amministrativa pecuniaria pari a 75 mila euro. Inoltre, nell'ambito di un provvedimento sanzionatorio avviato nei confronti di una società per violazione di una disposizione del MAR (art. 16, comma 2), sono state altresì applicate alla stessa società sanzioni per violazione dell'art. 9, commi 1 e 1-*sexies*, del Regolamento EMIR (per un ammontare di 80 mila euro), nonché per violazione dell'art. 4, comma 1, del Regolamento (UE) 2015/2365 (SFTR) in materia di trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli (per ulteriori 80 mila euro).

In materia di vendite allo scoperto, nel corso del 2025 sono state adottate due delibere sanzionatorie a carico di due società estere in relazione alle vendite allo scoperto nude poste in essere dalle stesse, in due distinte circostanze, su azioni quotate.

Tali condotte, che hanno integrato la violazione degli artt. 5, 6, 9 e 12 del Regolamento (UE) n. 236/2012 (Regolamento Short Selling), hanno riguardato non solo le vendite allo scoperto nude (ossia, eseguite senza la previa disponibilità dei titoli venduti allo scoperto), ma anche l'omessa comunicazione alla CONSOB e al pubblico, da parte delle stesse società, del superamento (o della discesa al di sotto) delle soglie normativamente fissate delle posizioni nette corte per tal via acquisite.

Le richiamate delibere hanno comportato l'applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie complessivamente pari a un milione di euro e la confisca di beni per 927 mila euro.

## 2.2 I provvedimenti relativi agli intermediari

Nel 2025, sono stati adottati tre provvedimenti sanzionatori nei confronti di una Sim e di due Sgr (a fronte di un provvedimento adottato nel 2024) che hanno riguardato carenze procedurali, violazioni delle regole generali di diligenza, correttezza e trasparenza nella prestazione dei servizi e delle attività d'investimento, oltre a violazioni del Regolamento (UE) n. 231/2013, con riferimento alla gestione dei conflitti di interesse e alla funzione interna di controllo di conformità alle norme. Le sanzioni amministrative pecuniarie complessivamente applicate sono state pari a 195 mila euro (Fig. 16 e Tav. aVII.4).

In materia *crowdfunding* è stato adottato un provvedimento sanzionatorio nei confronti di una persona fisica, che, all'epoca dei fatti, ricopriva la carica di Responsabile della funzione di controllo di conformità alle norme in una società che fornisce servizi di *crowdfunding*; il provvedimento ha comportato l'applicazione di una sanzione pari a settemila euro.

### 2.3 I provvedimenti nei confronti di emittenti e società di revisione

I provvedimenti sanzionatori assunti nell'anno concernenti le violazioni in materia di emittenti sono stati 11 (17 nel 2024). Le sanzioni amministrative pecuniarie applicate sono risultate complessivamente pari a circa 1,4 milioni di euro (2,4 milioni di euro nel 2024).

In particolare, in materia di offerta al pubblico sono stati adottati tre provvedimenti sanzionatori, con applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie pari complessivamente a 300 mila euro, mentre per le violazioni in materia di informativa societaria e operazioni con parti correlate sono stati adottati due provvedimenti sanzionatori, con l'applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie per un importo pari a 454 mila euro. Inoltre, in materia di informazione finanziaria sono stati adottati due provvedimenti sanzionatori con l'applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie complessivamente pari a 220 mila euro, mentre in materia di partecipazioni rilevanti è stato adottato un provvedimento sanzionatorio nei confronti di una persona fisica, con l'applicazione di una sanzione amministrativa pecuniaria pari a diecimila euro. Infine, con riferimento ai doveri in capo ai componenti del collegio sindacale – di cui all'art. 149, comma 1 e comma 3 del TUF – sono state adottate tre delibere sanzionatorie, con applicazione di complessivi 370 mila euro nei confronti di dieci membri del collegio sindacale di tre società per inottemperanza ai propri doveri di vigilanza e di segnalazione delle irregolarità alla CONSOB.

Nei confronti delle società di revisione contabile e dei responsabili dei lavori di revisione sono stati complessivamente adottati sei provvedimenti sanzionatori con irrogazione di sanzioni amministrative pecuniarie pari 1,8 milioni di euro (Fig. 16 e Tav. aVII.5).

Nello specifico, cinque provvedimenti hanno riguardato violazioni concernenti i lavori di revisione contabile e uno ha riguardato violazioni del d.lgs. 231/2007 (disciplina antiriciclaggio). Nell'ambito dei provvedimenti sanzionatori riguardanti violazioni in materia di revisione, in un caso è stata adottata, oltre alla sanzione pecuniaria, anche la sanzione interdittiva per la durata complessiva di 12 mesi.

# Le attività di studio e regolamentazione VIII

## 1 I principali elementi di novità

Nel 2025 sono stati avviati lavori esplorativi volti a valutare l'impiego di strumenti avanzati di analisi dei dati, incluse tecniche di intelligenza artificiale e metodologie statistiche evolute, al fine di rafforzare la capacità dell'Istituto di svolgere analisi economiche sull'impatto della regolamentazione sempre più *evidence-based*. L'iniziativa mira a integrare in modo più strutturato valutazioni qualitative ed evidenze quantitative, migliorando l'accuratezza, la tempestività e l'efficacia complessiva delle verifiche *ex ante* ed *ex post* degli impatti regolatori.

In tale contesto si collocano nuove collaborazioni con il mondo accademico, attivate nel corso del 2025 nell'ambito di iniziative di ricerca finanziate dal PNRR, finalizzate a sperimentare l'impiego dell'intelligenza artificiale per l'analisi strutturata della *disclosure* ESG e per la costruzione di strumenti quantitativi utili al monitoraggio degli effetti della disciplina di sostenibilità.

Parallelamente, sono stati avviati approfondimenti metodologici volti a stimare, con riferimento al mercato italiano, il premio al rischio associato alle obbligazioni verdi. L'iniziativa si basa sulla metodologia del Joint Research Center della Commissione europea, con il supporto del programma TSI - ESG Risk Management Framework for the Financial Sector.

Inoltre, nell'anno è diventato pienamente operativo l'Osservatorio permanente sulle piccole e medie imprese (PMI), promosso dalla CONSOB in collaborazione con il Cetif dell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano, nato con l'obiettivo di creare una mappa del fabbisogno di finanziamenti a supporto della crescita delle PMI italiane al fine di offrire evidenze utili ai *policy makers* nazionali ed europei per la definizione di interventi mirati. Per perseguire tali finalità sono state avviate diverse iniziative, tra cui il finanziamento di due borse di dottorato di ricerca e l'istituzione di un Comitato Stakeholder, composto da rappresentanti del mondo accademico e delle istituzioni, da operatori di mercato, associazioni di categoria e centri di ricerca, concepito come *think tank* aperto e trasversale. Nel 2025, il Comitato si è riunito più volte

e ha lanciato diverse aree di analisi. In particolare, è stata realizzata una mappatura delle imprese italiane che ha consentito di fotografare una serie di informazioni riferite alle imprese aventi sede legale in Italia, costituite in forma di società di capitali, attive alla data di riferimento dell'analisi, non appartenenti a determinati settori (finanziario, *real estate* e pubblica amministrazione), né facenti parte di gruppi internazionali. È stato realizzato un primo confronto tra le imprese quotate e quelle non quotate. L'obiettivo è offrire una mappatura chiara del tessuto imprenditoriale, analizzando l'ecosistema delle PMI e il loro rapporto con il mercato dei capitali attraverso prospettive differenti e metodologie integrate. Gli esiti dei lavori condotti nell'ambito dell'Osservatorio sono contenuti nella prima edizione del *Rapporto PMI e mercato dei capitali*, presentato in occasione di un convegno tenutosi a febbraio 2026.

## 2 Gli studi e i report periodici

Nel 2025 le attività di studio e approfondimento hanno trovato compimento nella diffusione di numerosi lavori di ricerca e rapporti periodici. Come di consueto, la varietà dei temi affrontati è stata ampia e ha riguardato fenomeni di interesse per l'attività di vigilanza e le altre attività istituzionali. Molti lavori hanno beneficiato della costante collaborazione che la CONSOB intrattiene con i principali atenei italiani: il numero di convenzioni e protocolli stipulati con Università distribuite sul territorio nazionale è cresciuto, raggiungendo circa 40 accordi in essere a fine 2025.

Nella collana dei *Quaderni di finanza* è stato pubblicato un lavoro che ha approfondito il tema delle conoscenze sulla finanza sostenibile, la discrepanza tra la percezione soggettiva della propria competenza e la competenza effettiva (*overconfidence*) e il legame tra quest'ultima e gli investimenti in strumenti finanziari sostenibili, fornendo al contempo evidenze sul ruolo dei consulenti finanziari nelle decisioni di investimento in tale ambito.

Nella collana dei *Quaderni giuridici* sono stati pubblicati tre lavori di ricerca dedicati, rispettivamente, alla *gamification* degli investimenti finanziari, al fenomeno del *greenwashing* e al *target market* nella disciplina della *product governance*. La collana ha ospitato anche gli Atti del primo convegno celebrativo dei cinquant'anni della CONSOB, tenutosi in Sapienza il 24 ottobre 2024 e che ha visto illustri esponenti dell'accademia partecipare al dibattito sulla storia dell'Istituto.

La collana dei *Quaderni FinTech*, che ospita studi in materia di digitalizzazione dei processi di intermediazione finanziaria realizzati dalla CONSOB anche in collaborazione con l'Accademia, ha visto la

pubblicazione di quattro ulteriori lavori. Il primo ha illustrato un prototipo di intelligenza artificiale sviluppato a supporto dell'attività di vigilanza per l'identificazione di potenziali casi di *greenwashing* con riguardo al mercato delle obbligazioni verdi, mentre il secondo studio ha approfondito le implicazioni connesse all'adozione di sistemi di intelligenza artificiale (IA) nell'ambito dell'attività di vigilanza svolta dalla CONSOB. Il terzo lavoro è stato dedicato allo sviluppo di un indicatore innovativo di *greenwashing* che misura il divario tra obiettivi dichiarati per l'allocazione dei proventi delle emissioni obbligazionarie e quelli successivamente rendicontati nelle *disclosure* di sostenibilità. Infine, il quarto studio ha analizzato il fenomeno dell'aggregazione dei dati finanziari nell'ambito dell'evoluzione normativa e tecnologica dell'*open finance* nell'Unione europea, combinando un'indagine empirica con un'analisi giuridico-istituzionale.

Nella collana dei *Quaderni di finanza sostenibile*, sono stati pubblicati due ulteriori lavori dedicati rispettivamente alla *disclosure* dei fattori ESG nei piani industriali delle società e a un confronto dell'impatto della normativa europea in tema di sostenibilità sui sistemi giuridici nazionali.

Tra i report periodici, nel 2025 sono stati pubblicati il *Rapporto sulla rendicontazione non finanziaria delle società quotate italiane*, il *Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane* e due edizioni del *Bollettino statistico*. A inizio 2026 sono stati altresì pubblicati il *Rapporto Capital Markets in Italy* dedicato alle dinamiche strutturali e congiunturali che interessano il mercato finanziario italiano e la prima edizione del già citato *Rapporto PMI e mercato dei capitali*. Il primo analizza l'evoluzione del contesto economico e finanziario nel 2025, esaminando l'andamento dei mercati finanziari, le dinamiche del commercio globale e della finanza pubblica, lo sviluppo dei mercati dei capitali con particolare attenzione al posizionamento dell'Italia nel quadro europeo e internazionale. Il secondo sintetizza i lavori condotti nel primo anno di attività dell'Osservatorio PMI, istituito nel 2024 dalla CONSOB e dal Cetif dell'Università Cattolica con l'obiettivo di contribuire al dibattito scientifico e istituzionale attraverso un'analisi sistematica dei fattori che favoriscono o, al contrario, ostacolano l'accesso delle imprese ai mercati dei capitali.

### 3 I convegni e le altre iniziative

La CONSOB ha organizzato, come di consueto, molteplici eventi aperti al pubblico finalizzati ad alimentare il dialogo con il mondo accademico, le istituzioni e gli operatori sui temi dell'evoluzione dei mercati e della regolamentazione.

Il ciclo di eventi si è aperto a marzo con il secondo convegno celebrativo dei cinquant'anni della CONSOB organizzato presso l'Università Bocconi. La giornata di studio, che ha visto la partecipazione di illustri esponenti dell'Accademia e di istituzioni internazionali, è stata dedicata alle sfide per la CONSOB nel contesto dell'integrazione dei mercati dei capitali a livello europeo.

Ulteriori eventi sono stati organizzati, in collaborazione con l'Accademia, per la presentazione dei lavori di ricerca e della reportistica pubblicati dall'Istituto. È il caso, ad esempio, della presentazione delle evidenze dei Quaderni giuridici dedicati alla *gamification* degli investimenti finanziari e al *target market* nella disciplina della *product governance*. Similmente a luglio, in collaborazione con il Comitato Italiano per la Corporate Governance e Assonime, è stato organizzato un incontro dedicato agli strumenti di potenziamento dei diritti di voto, occasione nella quale sono stati presentati il *Rapporto CONSOB sulla corporate governance delle società quotate italiane* e altri contributi di analisi sullo stato di attuazione del Codice di Corporate Governance.

Nell'ultima parte dell'anno, l'attività seminariale ha posto attenzione, da un lato, ai profili giuridici dei mercati finanziari e, dall'altro, alle trasformazioni digitali e alle loro ricadute istituzionali. A ottobre si è svolto un seminario dal titolo *I contratti del mercato finanziario: fattispecie, regole e tutele* articolato in varie sessioni con docenti universitari ed esperti CONSOB, dedicato alle connessioni tra regolamentazione, strutture contrattuali e protezione degli investitori. A novembre si è invece tenuto il seminario in tema di *Digitalizzazione, sistema monetario e stabilità finanziaria*, organizzato in collaborazione con Sapienza Università di Roma, che ha offerto un momento di confronto sulle implicazioni delle nuove tecnologie digitali per economia e mercati, includendo la discussione di studi su competizione tra *stablecoins* e moneta digitale di banca centrale e sull'evoluzione della finanza transfrontaliera. La CONSOB ha altresì ospitato il seminario *Intelligenza Artificiale e Pubblica Amministrazione*, promosso dal Network dei Responsabili della Protezione Dati delle Autorità Amministrative Indipendenti, dedicato anche all'esigenza di strategie condivise per uno sviluppo etico e responsabile delle applicazioni di IA. Sempre a novembre si è tenuto l'incontro *Dalla tutela alla valorizzazione del risparmio* (organizzato dall'ACF con Sapienza Università di Roma e Associazione Nazionale per lo Studio dei Problemi del Credito-ANSPC) che ha avviato un confronto su canalizzazione del risparmio verso investimenti produttivi, richiamando sia il progetto europeo di Savings and Investments Union sia la riforma del TUF in corso. A dicembre, in collaborazione con il Comitato nazionale per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria (Comitato Edufin), si è tenuto un convegno dedicato a scuole, docenti ed

educazione economica e finanziaria, con presentazione dei risultati del primo Rapporto sull'educazione finanziaria nelle scuole italiane.

Come anticipato, a febbraio 2026 la CONSOB ha inoltre organizzato il convegno *PMI, competizione e mercati dei capitali: un confronto internazionale* in collaborazione con il Cetif dell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano nell'ambito del quale sono stati illustrati i contenuti della prima edizione del *Rapporto PMI e mercato dei capitali*.

## 4 Le modifiche alla normativa primaria

La CONSOB ha contribuito al processo di adeguamento dell'ordinamento interno alle novità normative introdotte a livello europeo, fornendo supporto tecnico al Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF).

### 4.1 Legge di delegazione europea 2024

Nel 2025 sono proseguiti i lavori, avviati nel 2024, volti alla definizione dei criteri di delega per l'adeguamento della disciplina domestica alla normativa di matrice europea, successivamente confluiti nella legge 13 giugno 2025, n. 91 (Legge di delegazione europea 2024 - LDE 2024).

Sulla base dei criteri di delega contenuti nella citata legge, l'Istituto ha prestato supporto al MEF nella predisposizione dello schema di decreto recante le disposizioni di adeguamento dell'ordinamento nazionale ai seguenti atti normativi: i) Regolamento (UE) 2023/2631, in materia di obbligazioni verdi europee e di informativa volontaria per le obbligazioni commercializzate come obbligazioni ecosostenibili e per le obbligazioni legate alla sostenibilità; ii) Regolamento (UE) 2023/2859, che istituisce un punto di accesso unico europeo (ESAP) che fornisce un accesso centralizzato alle informazioni pubbliche relative ai servizi finanziari, ai mercati dei capitali e alla sostenibilità; iii) Regolamento (UE) 2023/2845 (CSDR Refit), che modifica il Regolamento (UE) n. 909/2014 per quanto riguarda la disciplina di regolamento, la prestazione di servizi transfrontalieri, la cooperazione in materia di vigilanza, la prestazione di servizi accessori di tipo bancario e i requisiti per i depositari centrali di titoli di paesi terzi; iv) Direttiva (UE) 2024/790 e Regolamento (UE) 2024/791, che modificano, rispettivamente, MIFID II e MIFIR in materia di infrastrutture di mercato; v) pacchetto legislativo, composto dal Regolamento (UE) 2024/2987 e dalla Direttiva (UE) 2024/2994, recante principalmente la revisione del Regolamento EMIR sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni e circoscritte modifiche a ulteriori atti unionali.

Sempre in attuazione delle deleghe contenute nella LDE 2024 la CONSOB ha fornito supporto al governo per l'elaborazione dei decreti legislativi volti a recepire: i) il pacchetto Listing Act, comprendente un regolamento e due direttive<sup>7</sup> che investono in modo trasversale la disciplina europea in materia di prospetti, abusi di mercato ed emissione di azioni con diritti di voto plurimo; ii) la Direttiva (UE) 2024/927 che modifica le Direttive AIFMD e UCITS per quanto riguarda gli accordi di delega, la gestione del rischio di liquidità, le segnalazioni a fini di vigilanza, la fornitura dei servizi di custodia e di depositario e la concessione di prestiti da parte di fondi di investimento alternativi.

## 4.2 Legge di delegazione europea 2025

Nel 2025 sono stati altresì avviati i lavori tesi alla definizione dei criteri di delega per l'adeguamento dell'ordinamento domestico alla normativa UE da far confluire nella Legge di delegazione europea di futura emanazione. Nell'ambito del disegno di legge di delegazione europea 2025, approvato dalla Camera dei deputati a dicembre 2025 e dal Senato in via definitiva l'11 marzo 2026, sono previsti, tra gli altri, specifici criteri di delega per l'adeguamento nazionale alle disposizioni del Regolamento (UE) 2024/3005 sulla trasparenza e sull'integrità delle attività di rating ambientale, sociale e di governance.

## 4.3 La riforma del TUF

La legge 5 marzo 2024, n. 21 (Legge Capitali) ha previsto la delega per la riforma del TUF e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile (art. 19) con l'obiettivo di un riordino complessivo della normativa, allineato alle migliori pratiche europee, in grado di sostenere la crescita, l'innovazione e lo sviluppo del mercato dei capitali italiano. La citata legge è entrata in vigore il 27 marzo 2024. Le materie sulle quali la delega ha richiesto un intervento riguardano la disciplina su intermediari, mercati, emittenti e autorità di vigilanza. La delega legislativa, inoltre, è stata prorogata di ulteriori 12 mesi dalla legge 11 marzo 2025, n. 28, che ne ha altresì esteso il perimetro applicativo anche al regime sanzionatorio amministrativo e penale per gli illeciti di abuso di mercato.

Nel 2025 la CONSOB ha partecipato ai lavori preparatori del primo schema di decreto legislativo al fianco dei rappresentanti di altre

<sup>7</sup> Il citato pacchetto legislativo comprende il Regolamento (UE) 2024/2809 del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica i Regolamenti (UE) 2017/1129, (UE) n. 596/2014 e n. 600/2014; la Direttiva (UE) 2024/2810 del Parlamento europeo e del Consiglio del 23 ottobre 2024 sulle strutture con azioni a voto plurimo nelle società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in un sistema multilaterale di negoziazione; la Direttiva (UE) 2024/2811 del Parlamento europeo e del Consiglio del 23 ottobre 2024 che modifica la Direttiva 2014/65/UE e che abroga la Direttiva 2001/34/CE.

autorità e del mondo accademico, nell'ambito del Comitato di coordinamento istituito presso il MEF. In questo contesto l'Autorità, nel condividere gli obiettivi della riforma, ha formulato alcune osservazioni e proposte di modifica allo schema di decreto, guardando in modo bilanciato sia al lato dell'offerta di strumenti finanziari – e dunque all'esigenza di semplificazione delle norme a beneficio delle imprese – sia al lato della domanda di strumenti finanziari – con riferimento alla necessità di preservare l'adeguata tutela degli investitori istituzionali e *retail*, tenendo conto anche delle soluzioni adottate negli altri Stati membri dell'UE.

Lo schema di decreto, approvato in via preliminare l'8 ottobre 2025 dal Consiglio dei Ministri, è stato sottoposto all'esame del Parlamento per l'acquisizione dei relativi pareri. Nell'ambito dell'esame parlamentare si è svolto un ciclo di audizioni dei soggetti interessati a cui ha partecipato anche la CONSOB con l'audizione del 27 novembre 2025.

Le questioni rappresentate nel corso dell'audizione sono state elaborate a seguito di riflessioni e approfondimenti basati su un'analisi degli elementi di contesto utili a inquadrare il processo di riforma, delle principali soluzioni adottate negli ordinamenti esteri ove ritenute utili e pertinenti nonché delle evidenze tratte dall'attività di vigilanza svolta negli anni. Tali approfondimenti e riflessioni sono stati sistematizzati e coordinati all'interno di un documento di cui si sta valutando l'utilità di pubblicazione, al fine di dare evidenza delle analisi giuridiche ed economiche sottese alle osservazioni e alle proposte formulate dalla CONSOB nell'ambito della citata audizione parlamentare. I lavori parlamentari sul primo schema di decreto si sono conclusi a marzo con l'approvazione del decreto legislativo 27 marzo 2026, n. 47.

La CONSOB ha partecipato attivamente anche ai lavori relativi agli interventi di riforma del TUF contenuti nel secondo schema di decreto volti a rafforzare l'efficacia e la proporzionalità del sistema di *enforcement* delle autorità di vigilanza, nonché le garanzie per i soggetti destinatari dell'esercizio del potere sanzionatorio delle stesse (si veda la Parte A).

#### 4.4 Ulteriori attività normative

Il 25 settembre 2025 è stata pubblicata la legge 132/2025, contenente disposizioni e deleghe al governo per l'adeguamento dell'ordinamento nazionale al Regolamento (UE) 2024/1689 (AI Act) che stabilisce regole armonizzate sull'intelligenza artificiale (IA). Il Regolamento trova applicazione dal 2 agosto 2026, sebbene la proposta di revisione avanzata dalla Commissione europea preveda un'estensione di tale tempistica.

In particolare, l'art. 20 della citata legge designa l'Agenzia per l'Italia Digitale (AgID) e l'Agenzia per la Cybersicurezza Nazionale (ACN) quali autorità nazionali per l'intelligenza artificiale e conferma l'attribuzione alla Banca d'Italia, alla CONSOB e all'IVASS del ruolo di autorità di vigilanza del mercato, limitatamente ai sistemi di IA ad alto rischio immessi sul mercato, messi in servizio o utilizzati da istituti finanziari disciplinati dal diritto UE in materia di servizi finanziari.

Inoltre, l'art. 24 delega il governo ad adottare, entro dodici mesi, uno o più decreti legislativi per l'adeguamento della normativa nazionale all'AI Act, attribuendo alle Autorità, nei limiti delle loro competenze, tutti i poteri di vigilanza, ispettivi e sanzionatori previsti dalla fonte europea. La CONSOB partecipa ai lavori per l'esercizio delle citate deleghe, attualmente in corso, in coordinamento con le altre Autorità coinvolte per i profili di competenza del settore finanziario.

#### 4.5 L'analisi d'impatto della normativa primaria

Nel 2025 l'Istituto ha effettuato numerosi approfondimenti a supporto della formazione della normativa europea e nazionale nell'ambito dei propri processi interni di analisi istruttorie. Tale evoluzione si è resa opportuna sia in virtù del crescente rilievo assunto dalla disciplina dell'Unione e dalle relative misure di trasposizione che dell'esigenza di affinare le valutazioni sulle potenziali ricadute domestiche, così da meglio rispondere alle crescenti richieste di contributi tecnici nelle competenti sedi istituzionali.

In particolare, l'Istituto ha condotto analisi di impatto su profili specifici nell'ambito: i) del negoziato legislativo europeo Omnibus I, al fine di verificare il perimetro soggettivo di applicazione degli obblighi di *reporting* previsti dalla CSRD e dal Regolamento Tassonomia; ii) del negoziato legislativo europeo sul pacchetto Omnibus IV, riguardo alla definizione di una nuova categoria di imprese di media dimensione (*Small Mid-Cap* – SMC), alle quali verrebbero estese alcune semplificazioni e deroghe di cui attualmente beneficiano le piccole e medie imprese (PMI); iii) del negoziato legislativo europeo che ha condotto all'adozione della Direttiva (UE) 2025/2647 che ha modificato la Direttiva 2013/11/UE sulla risoluzione alternativa delle controversie dei consumatori, al fine di quantificare gli oneri derivanti dalla possibilità di presentare ricorsi anche in formato non digitale; iv) del negoziato legislativo europeo relativo alla revisione del Regolamento (UE) 2019/2088 (SFDR) relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, mediante simulazioni volte a verificare i possibili effetti dell'applicazione delle nuove categorie di fondi sostenibili sul mercato italiano; v) dell'attuazione della delega di cui all'art. 19 della

legge 5 marzo 2024, n. 21 (Legge Capitali), per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal TUF.

Nel complesso, tali attività hanno rafforzato un approccio fondato su evidenze di tipo quantitativo, affiancando alle valutazioni qualitative – quali analisi di contesto, costruzione di opzioni regolatorie e *trade-off* – stime di costi e oneri, simulazioni e verifiche in base a dati di mercato, così da rendere più solida l'analisi degli impatti e supportare una più chiara comprensione delle interrelazioni tra obiettivi di tutela, efficienza e semplificazione.

## 5 L'attività regolamentare e l'analisi d'impatto

### 5.1 L'attuazione della Legge Capitali

Nel 2025, la CONSOB ha attuato due importanti deleghe conferite dalla Legge Capitali e concernenti: le disposizioni attuative della nuova disciplina sulla lista del consiglio di amministrazione (art. 147-ter.1, TUF) e quelle, in ambito sanzionatorio, dell'istituto degli impegni (art. 196-ter, TUF).

In particolare, la disciplina introdotta dall'art. 12 della Legge Capitali contempla espressamente la facoltà per le società italiane con azioni quotate in un mercato regolamentato di prevedere in statuto che il consiglio di amministrazione (CdA) uscente possa presentare una lista di candidati per l'elezione dell'organo amministrativo, dettando al tempo stesso una serie di condizioni per l'esercizio di tale facoltà e definendo il meccanismo di elezione dei componenti del consiglio. La medesima disposizione ha altresì demandato al potere regolamentare della CONSOB il compito di stabilire le disposizioni attuative della nuova disciplina.

Le modifiche regolamentari sono state adottate al termine di un approfondito esame che ha registrato due fasi di consultazione con il mercato. La prima, svoltasi alla fine del 2024, con lo scopo di definire una compiuta disciplina idonea ad assicurare la certezza del quadro normativo di riferimento in materia di elezione e nomina dei componenti del CdA, superando i maggiori dubbi interpretativi che sono stati posti in merito al testo dell'art. 147-ter.1 del TUF; la seconda consultazione, avente ad oggetto le possibili modifiche da apportare al Regolamento Emittenti, predisposte alla luce dei commenti pervenuti nella prima consultazione.

Alla luce dell'esigenza emersa in sede di consultazione di chiarire la portata e l'ambito della delega regolamentare l'Istituto ha ritenuto opportuno acquisire un parere interpretativo dal Consiglio di

Stato di cui si è tenuto conto nella definizione delle disposizioni regolamentari adottate con delibera n. 23725 del 29 ottobre 2025.

Al riguardo, è stata condotta un'analisi d'impatto della regolamentazione (AIR) che ha approfondito i principali profili rilevanti ai fini della regolarità e stabilità degli esiti assembleari, formulando diverse opzioni regolatorie e valutandone i possibili effetti. La base informativa utilizzata per l'AIR ha valorizzato i contributi pervenuti nelle consultazioni (24 nella fase preliminare e 20 nella successiva), le posizioni espresse dagli operatori e dall'accademia, nonché il parere interpretativo reso dal Consiglio di Stato il 24 luglio 2025.

Le evidenze raccolte hanno supportato l'opzione di prevedere che alla votazione sui singoli candidati partecipino tutti i soci. Sul versante della rappresentanza delle minoranze, l'impostazione selezionata combina un criterio generale orientato alla governabilità con spazi significativi di autonomia statutaria, nel rispetto della soglia minima prevista dalla disciplina primaria. L'effetto atteso è duplice: da un lato, evitare configurazioni che possano compromettere la capacità decisionale dell'organo, dall'altro, lasciare alle società la possibilità di adattare il modello ai propri assetti proprietari e di governance, riducendo il rischio di soluzioni *'one size fits all'* non efficienti. Gli oneri incrementali sono stati valutati come contenuti, in quanto riconducibili principalmente ad adeguamenti procedurali e informativi, a fronte di benefici attesi in termini di maggiore certezza applicativa, trasparenza del processo di nomina e riduzione del rischio di contenzioso.

In materia di sanzioni amministrative, il nuovo art. 196-ter del TUF (introdotto dall'art. 23 della Legge Capitali) ha introdotto, per le violazioni di competenza della CONSOB, l'istituto degli impegni, prevedendo la possibilità che il procedimento sanzionatorio dell'Istituto venga anticipatamente definito senza che si giunga all'irrogazione delle sanzioni. Al termine del processo di consultazione con il mercato avviato all'inizio del 2025, l'Istituto ha pertanto adottato, con la delibera n. 23597 del 4 giugno 2025, le modifiche del proprio regolamento sui procedimenti sanzionatori, essenzialmente finalizzate a dettare una disciplina per la presentazione e la valutazione degli impegni (per una descrizione delle caratteristiche dell'istituto degli impegni si veda il capitolo VII 'L'attività sanzionatoria').

Anche in tale ambito è stata condotta un'analisi d'impatto strutturata attorno a tre principali obiettivi. In primo luogo, è stata valutata la riduzione dei tempi procedurali e del rischio di contenzioso che l'istituto degli impegni può generare rispetto al procedimento ordinario. In secondo luogo, si è verificato che tali benefici potessero essere conseguiti senza introdurre ulteriori oneri informativi a carico dei destinatari delle contestazioni, preservando al contempo la linearità delle fasi procedurali e l'adeguatezza dell'istruttoria. In terzo luogo,

è stata esaminata l'opportunità di aggiornare il procedimento ordinario e la disciplina della pubblicazione dei provvedimenti per rafforzare la coerenza complessiva del quadro procedurale e affinare il bilanciamento tra esigenze di trasparenza e tutela dei dati personali.

Quanto alla base dati, l'AIR si è fondata sulle statistiche relative ai procedimenti sanzionatori conclusi nel periodo 2016–2024, con specifico riguardo a volumi, esiti, durata media e andamento delle impugnazioni, così da disporre di una *baseline* empirica adeguata a valutare la plausibilità e la proporzionalità degli impatti attesi dell'innovazione procedurale.

I benefici attesi dall'intervento normativo sono riconducibili, da un lato, alla riduzione dei costi complessivi per i soggetti coinvolti (anche per la minore probabilità e intensità del contenzioso) e, dall'altro, a un migliore impiego delle risorse dell'Autorità, grazie alla possibilità di concentrare l'istruttoria ordinaria sui casi che richiedono un accertamento pieno. In prospettiva, la pubblicazione degli esiti e degli impegni può rafforzare la funzione preventiva e favorire la *compliance*, offrendo indicazioni utili al mercato.

Parallelamente, l'analisi ha considerato anche affinamenti del procedimento ordinario (rafforzamento dell'istruttoria e delle scansioni procedurali, contrasto a condotte dilatorie) e un più puntuale bilanciamento tra trasparenza e tutela dei dati personali nella pubblicazione dei provvedimenti, secondo criteri di proporzionalità.

Con il medesimo intervento, si è altresì proceduto a una più ampia revisione del Regolamento sui procedimenti sanzionatori, apportando modifiche riguardanti il procedimento sanzionatorio 'ordinario' volte principalmente a favorire l'esercizio del diritto di difesa degli interessati, a rafforzare i presidi istruttori, a evitare pratiche dilatorie dei tempi del procedimento sanzionatorio e a garantire un'adeguata pubblicità dei provvedimenti sanzionatori nel rispetto della disciplina sui dati personali.

## 5.2 Altri interventi regolamentari

Accanto agli interventi derivanti dall'applicazione della Legge Capitali, è proseguito l'impegno della CONSOB nella definizione di semplificazioni procedurali e regolamentari finalizzate a rendere maggiormente attrattivo il mercato finanziario italiano, preservando al contempo la tutela degli investitori. La revisione delle regole in materia di appello al pubblico risparmio, con particolare riguardo al procedimento di approvazione dei prospetti e ai relativi tempi procedurali, è stata la principale attività attraverso la quale l'Istituto ha inteso offrire negli ultimi anni il proprio contributo.

Nel solco di tali interventi si collocano le modifiche, varate nel 2025, aventi ad oggetto l'abolizione del documento di quotazione (delibera n. 23683 del 1° ottobre 2025), per l'ammissione alle negoziazioni in Italia di quote o azioni sia di OICVM comunitari sia di FIA italiani e comunitari aperti riservati gestiti da un GEFIA UE.

Al riguardo, l'analisi d'impatto si è basata sul confronto tra i contenuti del documento domestico e i presidi informativi previsti dalla normativa dell'Unione e dagli orientamenti ESMA, al fine di verificare che la tutela informativa degli investitori restasse adeguatamente garantita.

Un altro rilevante intervento, sempre con riguardo al Regolamento Emittenti, è rappresentato dall'attribuzione del potere di approvazione dei prospetti relativi a titoli diversi da titoli di capitale al Responsabile della Divisione competente per materia, prevedendo che tale competenza permanga in capo alla Commissione solo in casi residuali (si veda il capitolo II 'La vigilanza sugli emittenti'). Con tale intervento si dà attuazione all'art. 95, comma 1, lettera e), del TUF, che demanda alla CONSOB il compito di stabilire con regolamento *«le procedure organizzative e decisionali interne per l'adozione dell'atto finale di approvazione del prospetto, anche mediante attribuzione della competenza a personale con qualifica dirigenziale»*, con la precisazione che tali procedure interne di approvazione dei prospetti possano essere *«anche differenziate in relazione alle caratteristiche dei prodotti finanziari, degli emittenti e dei mercati»*. Si è previsto, inoltre, che anche il certificato di approvazione previsto per il cosiddetto 'passaporto' possa essere adottato, per i prospetti relativi ai suddetti titoli, dal Responsabile di Divisione (delibera n. 23574 del 28 maggio 2025).

Con la delibera n. 23463 del 12 marzo 2025, sono state inoltre varate le modifiche al Regolamento Emittenti necessarie per attuare in Italia la nuova disciplina europea sulla rendicontazione di sostenibilità prevista dalla Direttiva CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive), recepita in Italia con il decreto legislativo 6 settembre 2024, n. 125.

Al riguardo, l'analisi d'impatto si è concentrata sulle modalità di controllo delle rendicontazioni di sostenibilità e sul modello di attestazione del dirigente. L'approfondimento è stato condotto secondo criteri di gradualità e proporzionalità, tenendo conto della fase di transizione e dell'evoluzione del contesto europeo.

Alla luce delle evidenze raccolte e in linea con le migliori prassi internazionali, il modello di vigilanza sulle rendicontazioni di sostenibilità introdotto con le modifiche adottate si fonda su un approccio misto basato sul rischio, sul campionamento casuale e la rotazione (si veda il capitolo II 'La vigilanza sugli emittenti'). Quanto all'attestazione,

l'analisi ha supportato uno schema standardizzato limitato agli elementi strettamente richiesti dalla normativa primaria, evitando adempimenti ulteriori in chiave di semplificazione.

Nel complesso, l'impostazione adottata è orientata a migliorare qualità, comparabilità e affidabilità dell'informazione di sostenibilità, con un avvio graduale e proporzionato.

Un altro intervento ha riguardato il complesso degli obblighi informativi che i fornitori di servizi di *crowdfunding*, autorizzati ai sensi dell'art. 4-sexies.1 del TUF, sono chiamati ad assolvere nei confronti della CONSOB (si veda il capitolo III 'La vigilanza sugli intermediari').

Anche in questo caso, l'analisi di impatto ha supportato la definizione di un set informativo essenziale al fine di evitare oneri eccessivi, puntando sul confronto tra informazioni *ex ante* (KIIS) ed evidenze *ex post* (in merito, ad esempio, alla raccolta effettiva e alla tipologia investitori), da cui ricavare indicatori di rischio di non conformità. È stata inoltre valorizzata la digitalizzazione dei flussi tramite una specifica piattaforma (SiCrowd) come canale unico di trasmissione, anche in vista delle informazioni da trasmettere all'ESMA. Il risultato è un impianto orientato a migliorare qualità e tempestività del dato, riducendo duplicazioni e massimizzando l'utilità dei flussi per la selezione dei casi rilevanti (si veda il capitolo III 'La vigilanza sugli intermediari').

### 5.3 Interventi di *soft law*

La CONSOB ha aggiornato la disciplina sulle operazioni di rafforzamento patrimoniale riservate a un unico investitore – come POC non standard, SEDA e SEF – alla luce della crescente diffusione di questi strumenti e dei rischi osservati per gli azionisti nel tempo.

L'esperienza applicativa ha infatti mostrato come tali operazioni, utilizzate soprattutto da società in tensione finanziaria, abbiano spesso determinato forti effetti diluitivi e un marcato deprezzamento delle azioni.

Sulla scorta di ciò, al termine del processo di consultazione, è stata emanata la comunicazione 13/2025 (che sostituisce la precedente del 2023) per fornire alle società con azioni quotate nei mercati regolamentati e/o negoziate su MTF indicazioni volte a disciplinare in modo organico la *disclosure* da rendere in occasione di POC *non standard*, di SEDA, di SEF e di tutte le altre tipologie di operazioni aventi caratteristiche analoghe quali, ad esempio, quelle realizzate mediante assegnazione di *warrant* a unico investitore.

Gli interventi riguardano, tra l'altro, il rafforzamento dell'informativa circa le motivazioni del ricorso all'operazione e degli obblighi di aggiornamento continuo durante tutta l'operazione; un regime più stringente di trasparenza sulle operazioni effettuate sul titolo e sulle motivazioni economiche dell'investimento, comprese eventuali posizioni corte. Ulteriori novità riguardano l'obbligo per le società di creare una sezione dedicata sul proprio sito, che raccolga in modo ordinato tutta l'informativa.

Nel complesso, la revisione mira a un livello di trasparenza significativamente più elevato, considerato necessario alla luce delle risultanze delle analisi delle operazioni realizzate sul mercato regolamentato italiano dal 2022. Le evidenze emerse nel corso dell'analisi d'impatto condotta in questo ambito hanno, infatti, confermato un profilo di rischio specifico per il mercato, riconducibile alla natura progressiva dell'operazione e alle possibili asimmetrie informative su condizioni economiche, stato di avanzamento e relativi effetti su capitale e prezzo. Sul piano empirico, le operazioni osservate risultano associate a marcati deprezzamenti del titolo (fino a circa -96% e -85% in più casi) e a effetti diluitivi significativi (in quattro casi tra 60% e 80%), senza che, nella maggior parte dei casi analizzati, lo strumento abbia consentito il risanamento delle società interessate.

Nel 2025 la CONSOB ha seguito l'evoluzione del contesto normativo a livello internazionale e le numerose attività connesse, intrattenendo altresì una costante collaborazione con le autorità di vigilanza estere (Tav. aIX.1). In particolare, la CONSOB ha fornito il proprio contributo in occasione della partecipazione a gruppi di lavoro su tematiche normative, di vigilanza e di approfondimento istituiti a livello internazionale ed europeo.

## 1 Lo sviluppo dei mercati dei capitali

A livello europeo, il 2025 ha visto l'avvio di un processo di profonda revisione del quadro normativo concernente i mercati finanziari con l'obiettivo di favorirne la maggiore integrazione e supportarne lo sviluppo a sostegno della crescita e della competitività.

Il 19 marzo 2025, con la comunicazione nota come Bussola per la competitività (Competitiveness Compass), la Commissione europea ha annunciato la nuova Strategia volta a promuovere l'Unione dei Risparmi e degli Investimenti (Savings and Investments Union - SIU) nell'ottica di favorire lo sviluppo di un ecosistema di finanziamento a beneficio degli investimenti diretti a sostenere gli obiettivi strategici dell'UE, in linea con le esigenze di maggiore canalizzazione del risparmio europeo verso investimenti produttivi evidenziate nel Competitiveness Compass.

La SIU costituisce un'evoluzione della Capital Markets Union (CMU) ed è volta a costruire un mercato unico dei capitali capace di affrontare sfide più ampie, come la transizione digitale e climatica e settori strategici quali la difesa.

In attuazione della nuova strategia, la Commissione europea ha pubblicato, in data 30 settembre, la *Raccomandazione sull'aumento della disponibilità di conti di risparmio e investimento con trattamento fiscale semplificato e vantaggioso*, rivolta agli Stati membri, in cui delinea un modello europeo per i conti di risparmio e investimento, basato sulle migliori pratiche esistenti, al fine di facilitare l'accesso ai mercati finanziari da parte degli investitori *retail*.

Sempre in tema di sviluppo dei mercati e nell'ambito della Retail Investment Strategy (RIS), al termine di un negoziato complesso e prolungato avviato nel 2023, il 18 dicembre 2025 si è raggiunto l'accordo politico sulle proposte di revisione di diversi atti normativi, tra cui le Direttive MiFID II, IDD, Solvency II, UCITS, AIFMD (contenute nella cosiddetta Direttiva Omnibus) e il Regolamento PRIIPs. La versione finale della RIS riflette il cambio di approccio occorso nel maggio 2025 per effetto della nuova strategia politica e regolatoria della Commissione europea e introduce modifiche, tra le altre, alla disciplina degli *inducements*, alla governance del prodotto e ai presidi di adeguatezza e appropriatezza degli investimenti.

Il 17 giugno 2025 è stata pubblicata una prima proposta di intervento legislativo collegata alla SIU, concernente la riforma del framework europeo in materia di cartolarizzazione e diretta a ridurre gli oneri regolatori e ampliare la partecipazione degli investitori anche istituzionali. Altre iniziative significative riguardano le proposte normative di revisione della normativa sui prodotti pensionistici individuali paneuropei (PEPP) e sulle istituzioni per la previdenza professionale (IORP), pubblicate dalla Commissione europea nel novembre 2025.

Sempre per favorire l'accesso al mercato da parte delle imprese, ancorché collegato al pacchetto Listing Act, si segnala la consultazione della Commissione sulla revisione del Regolamento Delegato (UE) 2019/980, riguardante il contenuto ridotto, il formato e la sequenza standardizzati del prospetto UE Follow-on e del prospetto di emissione UE Growth, che si è conclusa il 1° gennaio 2026.

In attuazione della SIU, il 4 dicembre 2025 la Commissione europea ha pubblicato pacchetto normativo Market Integration and Supervision (MISP), che interviene su numerosi plessi normativi concernenti i mercati finanziari (per dettagli si veda la Parta A).

La CONSOB ha partecipato al dibattito in sede europea connesso all'evoluzione del quadro normativo di riferimento. In particolare, sui temi della SIU e in coerenza con la propria strategia per il triennio 2025-2027, l'Istituto ha preso parte all'ampia consultazione pubblica svoltasi nel primo trimestre del 2025, finalizzata a raccogliere contributi utili alla prosecuzione dei lavori da parte della Commissione europea.

Con riguardo alle novità introdotte dal Regolamento Listing Act nella disciplina unionale sul prospetto, in coerenza con l'obiettivo di semplificazione e di più agevole applicazione della normativa, l'Istituto ha contribuito alla definizione del parere tecnico pubblicato dall'ESMA il 12 giugno 2025, su richiesta della Commissione europea, per l'adozione di atti delegati integrativi del Regolamento Prospetto e per valutare potenziali misure verso una maggiore armonizzazione a livello unionale della disciplina della responsabilità civile da prospetto. Tale

parere tecnico dell'ESMA, nella parte concernente il contenuto e il formato del prospetto standard, propone altresì requisiti informativi specifici per i *non-equity securities* pubblicizzati come aventi componenti o obiettivi ESG, nell'ottica di prevenire fenomeni di *greenwashing*.

In quest'ambito, inoltre, la CONSOB ha partecipato alla definizione del documento di consultazione riguardante gli Orientamenti dell'ESMA relativi ai cosiddetti *product supplements*, pubblicato il 18 febbraio 2025 con chiusura della consultazione il 19 maggio 2025, e del relativo *Final Report* che l'ESMA pubblicherà dopo l'adozione da parte della Commissione europea dell'atto delegato integrativo del Regolamento Listing Act. I nuovi orientamenti ESMA mirano a promuovere prassi di vigilanza convergenti delle autorità nazionali competenti, specificando le circostanze nella quali si dovrebbe ritenere che un supplemento introduca un nuovo tipo di titolo non già descritto in un prospetto di base e che, pertanto, precluderebbero l'approvazione del supplemento.

È poi proseguita la consueta partecipazione della CONSOB ai lavori dell'ESMA volti a promuovere un'applicazione uniforme e agevole della pertinente normativa settoriale europea (ad esempio, attraverso Q&As), anche con riguardo alle novità introdotte dal Regolamento Listing Act in materia di prospetto e alla nuova disciplina del Regolamento (UE) 2023/2631 (Regolamento Green Bonds).

## 2 L'innovazione tecnologica digitale e la risposta regolatoria

A livello internazionale ed europeo l'attenzione verso i temi dell'innovazione tecnologica nel settore finanziario è rimasta elevata. La CONSOB ha svolto un ruolo attivo in questo ambito, sia grazie all'impegno costante nell'ambito dei gruppi di lavoro internazionali, sia attraverso l'elaborazione di *non paper* congiunti con altre autorità europee, con l'obiettivo di garantire l'integrità dei mercati, la tutela degli investitori e la trasparenza nei settori più esposti alle trasformazioni digitali.

Con riferimento agli sviluppi regolamentari, nel 2025 la Commissione europea ha avviato un articolato processo di codificazione e razionalizzazione del quadro normativo e delle relative fonti, con l'obiettivo di agevolare il conseguimento degli obiettivi di digitalizzazione. L'iniziativa di riferimento in tema di innovazione è rappresentata dal cosiddetto pacchetto Omnibus VII pubblicato il 19 novembre 2025 e comprendente due proposte di regolamento volte alla riforma della disciplina in materia di dati e di sicurezza informatica, attraverso l'integrazione e la revisione delle disposizioni vigenti in un testo unico

coordinato (Digital Omnibus) e alla semplificazione e alla razionalizzazione dell'AI Act (Digital Omnibus on AI).

Con riguardo, invece, ai lavori delle istituzioni internazionali, l'OCSE ha avviato nella primavera del 2025 un progetto dedicato all'utilizzo dell'IA nei mercati finanziari italiani. L'iniziativa – promossa congiuntamente dalla Banca d'Italia con la collaborazione anche della CONSOB – nasce nell'ambito di un programma della Commissione europea di sostegno alle riforme strutturali negli Stati membri e si avvale di un Technical Support Instrument (TSI). L'obiettivo del progetto è analizzare opportunità e rischi dell'impiego dell'IA nei mercati finanziari italiani, offrendo indicazioni utili per informare le decisioni delle autorità pubbliche in materia di regolamentazione, supervisione e promozione dell'innovazione nel settore finanziario. Gli esiti saranno illustrati in un Report finale previsto per la primavera del 2026.

La CONSOB ha inoltre aderito alla *survey* dell'ESMA condotta al fine di valutare sfide e benefici connessi al crescente utilizzo dell'IA nei mercati finanziari. L'indagine ha avuto ad oggetto un campione costituito dalle imprese di investimento italiane impegnate nella negoziazione algoritmica (AT) e nel trading ad alta frequenza (HFT) e dalle sedi di negoziazione che abilitano l'AT e l'HFT sui loro mercati, al fine di analizzare alcuni aspetti specifici delle applicazioni dell'IA, come l'uso di modelli di *machine learning* nel trading algoritmico.

La CONSOB ha partecipato anche a un programma, promosso dall'ESMA con il coinvolgimento delle autorità nazionali e il supporto della DG Reform della Commissione europea, finalizzato allo sviluppo di strumenti di IA a supporto dell'attività di vigilanza (si veda il capitolo I 'La vigilanza sui mercati').

Nel 2025 diverse istituzioni internazionali hanno inoltre condotto approfondimenti e pubblicato documenti di analisi concernenti la diffusione dell'utilizzo dell'IA in ambito finanziario. Tra questi, la FinTech Task Force della IOSCO, a cui partecipa la CONSOB, ha predisposto il rapporto *Artificial Intelligence in Capital Markets: Use Cases, Risks, and Challenges* del marzo 2025, ponendo le basi per sviluppare raccomandazioni e linee guida<sup>8</sup>.

La CONSOB ha contribuito ai lavori dei tavoli internazionali sull'IA, sostenendo una posizione conforme alla normativa UE e ai principi sanciti nella strategia nazionale, al fine di allineare quanto più possibile le misure di policy ai principi europei, nazionali e di Istituto.

<sup>8</sup> Anche il Financial Stability Board ha pubblicato il Rapporto *Monitoring Adoption of Artificial Intelligence and Related Vulnerabilities in the Financial Sector* che analizza le implicazioni dell'IA per la stabilità finanziaria, suggerendo misure per mitigarne i rischi associati. In aggiunta, il Fondo Monetario Internazionale ha fornito raccomandazioni per affrontare le sfide connesse all'utilizzo dell'AI nel settore finanziario in due documenti dal titolo *AI Projects in Financial Supervisory Authorities e Regulatory Considerations Regarding Accelerated Use of AI in Securities Markets*.

L'impegno della CONSOB è significativo anche sulle tematiche connesse agli sviluppi dei mercati delle cripto-attività. Al riguardo, la CONSOB detiene la presidenza del Digital Finance Standing Committee (DFSC) dell'ESMA.

In tema di convergenza, il DFSC dell'ESMA si è impegnato nella definizione di orientamenti comuni su profili organizzativi, di condotta e di vigilanza applicabili ai prestatori di servizi per le cripto-attività (*crypto-assets service providers - CASPs*).

In tale ambito, un'attenzione specifica è stata dedicata alle attività di armonizzazione delle prassi di autorizzazione e vigilanza dei CASPs, al fine di prevenire approcci divergenti tra le autorità nazionali competenti. A supporto di tale processo, ESMA ha pubblicato il *Supervisory Briefing – Authorisation of CASPs under MiCA*, che fornisce indicazioni operative alle autorità di vigilanza sulle aspettative di supervisione, anche in un'ottica di vigilanza transfrontaliera.

In tale contesto, le Autorità europee di vigilanza (ESAs), inclusa l'ESMA, hanno diffuso nel 2025 comunicazioni per richiamare l'attenzione del pubblico sui principali rischi connessi alle cripto-attività e a chiarire, tra l'altro, che le tutele previste dal MiCAR non risultano pienamente assimilabili a quelle applicabili ai prodotti finanziari tradizionali.

Alla luce delle attività svolte in sede europea, la CONSOB ha intrattenuto costanti interlocuzioni con diverse autorità competenti dell'Unione europea, nell'ambito della cooperazione e dello scambio di informazioni soprattutto in connessione alle istruttorie relative alle domande di autorizzazione dei CASPs.

Al riguardo, si rammenta il *non paper* congiunto pubblicato dalla CONSOB, dall'Autorità austriaca FMA e da quella francese AMF a settembre 2025, contenente proposte di revisione del MiCAR al fine di ridurre la frammentazione del relativo quadro normativo e garantire, tra l'altro, l'armonizzazione delle prassi di vigilanza sull'offerta di cripto-attività *other than*.

In ambito ESMA, la CONSOB ha partecipato ai lavori che hanno portato alla pubblicazione degli Orientamenti sulle condizioni e sui criteri per la qualificazione delle cripto-attività come strumenti finanziari, alla pubblicazione di un *Reporting Manual* per la redazione del *white paper* in formato XBRL e di un template di *white paper* non obbligatorio messo a disposizione dall'ESMA per facilitare la *compliance* dei documenti alle prescrizioni del MiCAR.

Sono attualmente in corso lavori finalizzati a garantire l'armonizzazione in ambito europeo delle prassi concernenti la vigilanza sulle cripto-attività *other than*. Al riguardo, si rammenta inoltre che il Markets

Integration and Supervision Package (MISP) interviene sul tema della vigilanza sui CASPs, prefigurando una devoluzione di competenze all'ESMA più ampia rispetto a quella ipotizzata nel citato *non paper*.

Anche sugli sviluppi in atto nel settore delle crypto-attività l'impegno di approfondimento e studio a livello internazionale è stato significativo<sup>9</sup>.

Con specifico riferimento alla diffusione della tecnologia DLT, il 25 giugno l'ESMA ha pubblicato un rapporto *ESMA Report on the Functioning and Review of the DLT Pilot Regime - Pursuant to Article 14 of Regulation (EU) 2022/858* sul Regime Pilota DLT, con analisi del mercato e raccomandazioni per ampliarne la partecipazione.

In tale contesto, la CONSOB e l'Autorità francese AMF hanno condotto riflessioni congiunte per rendere il regime più competitivo e coerente con la futura SIU contenute nel documento *Towards a more competitive european pilot regime: a proposal for fostering experimentation by blockchain-based market infrastructure*. Numerose proposte di modifica del DLT Pilot Regime avanzate dalla Commissione europea con il MISP si pongono in continuità con le raccomandazioni espresse dall'ESMA e dalla CONSOB nei documenti appena richiamati.

In considerazione del potenziale trasformativo della tokenizzazione e della tecnologia DLT nell'emissione di strumenti finanziari, la gestione delle garanzie e le operazioni dei fondi di investimento, a livello internazionale sono state avviate numerose iniziative per sviluppare una comprensione condivisa sul suo impiego nei mercati dei capitali e sulle più opportune risposte regolatorie<sup>10</sup>.

In materia di sicurezza informatica e di resilienza digitale, la Commissione europea ha completato la pubblicazione delle misure di attuazione previste dal Digital Operational Resilience Act (DORA). Parallelamente, nel corso dell'anno le Autorità europee di supervisione hanno pubblicato le linee guida sulle attività di supervisione e l'elenco dei fornitori terzi di servizi ICT critici ai sensi del Regolamento DORA.

Nel 2025 il FMI, nell'ambito del Financial Sector Assessment Program (FSAP) ha pubblicato il rapporto tecnico *Euro Area: Technical Note on Cyber Risk and Financial Stability*, dedicato alla valutazione del rischio *cyber*. A giugno è stato avviato il FSAP per l'Italia, focalizzato sulla regolamentazione e sulle attività di vigilanza ed *enforcement*

9 Tra questi si segnala il rapporto congiunto *Recent developments in crypto-assets* pubblicato a gennaio 2025 dall'ESMA e dall'EBA.

10 Ad alcuni lavori ha contribuito anche la CONSOB, partecipando a gruppi internazionali dedicati ai temi della tokenizzazione e della tecnologia DLT dai quali sono scaturiti, fra gli altri, i rapporti: *Tokenisation of assets and distributed ledger technologies in financial markets* (OCSE, gennaio 2025), *Tokenization and Financial Market Inefficiencies* (IMF, gennaio 2025) e *Tokenization of Financial Assets* (IOSCO, novembre 2025).

relative al rischio *cyber*, con il coinvolgimento anche della CONSOB. A gennaio 2026 è stato diffuso il rapporto *Good Practices in Cyber Risk Regulation and Supervision*.

### 3 Le iniziative in materia di finanza sostenibile

Il processo di profonda semplificazione normativa in atto a livello europeo ha interessato anche e soprattutto le tematiche di sostenibilità.

In questo contesto, il 17 aprile 2025 è entrata in vigore la Direttiva (UE) 2025/794 (nota anche come ‘Stop the clock’), che posticipa di due esercizi finanziari l’applicazione degli obblighi di rendicontazione societaria di sostenibilità previsti dalla Direttiva (UE) 2022/2464 (CSRD) per talune categorie di soggetti (prevalentemente imprese di grandi dimensioni non quotate e PMI quotate).

Tuttavia, il fulcro delle misure adottate in materia di finanza sostenibile è rappresentato dal pacchetto denominato Omnibus I, che raccoglie proposte legislative volte ad alleggerire significativamente gli obblighi regolamentari in materia di finanza sostenibile, con particolare riguardo alla tassonomia, alla rendicontazione di sostenibilità e alla due diligence. Il 24 febbraio 2026 è stata pubblicata nella GUUE la Direttiva (UE) 2026/470 (Direttiva Omnibus I) che modifica, tra le altre, la CSRD e la Direttiva (UE) 2024/1760 (CS3D), prevedendo una significativa riduzione degli oneri regolamentari a carico delle imprese (si veda la Parte A e il capitolo II ‘La vigilanza sugli emittenti’).

Il 2025 ha rappresentato un anno di svolta anche per l’evoluzione degli standard europei di rendicontazione di sostenibilità (ESRS). In risposta al mandato ricevuto dalla Commissione europea, l’EFRAG, il 3 dicembre ha rilasciato il *Technical Advice* contenente gli standard semplificati, la cui adozione formale è prevista entro la prima metà del 2026 (si veda la Parte A).

Contestualmente, anche il CEAOB, attraverso il *Sustainability Support Team* di cui la CONSOB fa parte, ha rilasciato una *Opinion* sul parere tecnico dell’EFRAG nella quale ha espresso sostegno alla semplificazione degli standard, sottolineando però come la riduzione delle *disclosure* non debba compromettere qualità, comparabilità e verificabilità delle informazioni. Al riguardo, anche l’ESMA, a febbraio 2026, ha pubblicato la propria *Opinion* formulando raccomandazioni sulla necessità di rafforzare la tutela degli investitori e la stabilità finanziaria.

Con riguardo al Regolamento (UE) 2020/852 (Regolamento Tassonomia), l’8 gennaio 2026 è stato pubblicato il Regolamento

delegato (UE) 2026/73 volto ad apportare semplificazioni ai relativi atti delegati con riguardo agli obblighi informativi in materia di attività ecosostenibili. Sono, inoltre, in corso i lavori di revisione e semplificazione dei criteri di vaglio tecnico definiti nella normativa di livello 2 del Regolamento.

Inoltre, dopo una serie di consultazioni condotte dalla Commissione europea a partire dal 2023, il 20 novembre 2025 è stata pubblicata la proposta normativa di revisione del Regolamento (UE) 2019/2088 sull'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (SFDR), che prevede il passaggio da un framework di mera *disclosure* a un sistema di vera e propria categorizzazione dei prodotti sostenibili compresi nell'ambito della normativa, accompagnato da una semplificazione degli obblighi informativi posti a carico degli intermediari. La CONSOB ha partecipato alla fase antecedente alla pubblicazione della proposta normativa, collaborando nei fora europei alla predisposizione dei pareri del *Joint Committee* delle ESAs e dell'ESMA e supportando il MEF nell'analisi degli interventi di modifica, attraverso la proposta di iniziative di coerenza della normativa europea sulla sostenibilità finalizzate alla tutela degli investitori. Il nuovo approccio della Commissione introduce informative sintetiche e semplici, perseguendo un bilanciamento tra l'obiettivo di tutela degli investitori e quello di riduzione degli oneri per gli operatori.

Un ulteriore intervento significativo nella direzione della semplificazione è stato inserito nel pacchetto Omnibus IV, che estende, tra le altre, alcune semplificazioni e deroghe già previste per le PMI alla nuova categoria delle imprese di media dimensione (SMC) – come definite dalla Raccomandazione (UE) 2025/1099 della Commissione, adottata il 21 maggio 2025 – nonché misure in tema di digitalizzazione delle comunicazioni e definizione di specifiche tecniche comuni. Sono state previste anche nuove esenzioni dall'obbligo di prospetto, in determinate circostanze, per facilitare l'accesso ai mercati da parte delle imprese.

La CONSOB ha seguito i lavori di attuazione dei progetti di standard setting in tema di rendicontazione di sostenibilità avviati in ambito internazionale, inclusa la partecipazione in qualità di osservatore IOSCO ai lavori del *Transition Implementation Group* dell'IFRS Foundation, gruppo che si occupa di supportare l'implementazione degli standard di sostenibilità IFRS S1 e IFRS S2.

La CONSOB partecipa anche ai lavori del *Sustainability Reporting Working Group*, gruppo di lavoro permanente dell'ESMA che si occupa del coordinamento della vigilanza delle autorità nazionali in materia di informazioni di sostenibilità e contribuisce al processo dell'UE di sviluppo degli ESRS, monitora lo sviluppo degli standard di informativa

sulla sostenibilità dell'ISSB e fornisce pareri alla Commissione europea sulla legislazione in materia di rendicontazione sulla sostenibilità.

## 4 Le ulteriori iniziative

Nel 2025, a livello internazionale hanno suscitato particolare attenzione i temi relativi all'educazione finanziaria, al fenomeno dei *finfluencers*, alle misure volte a migliorare la sicurezza online nell'utilizzo delle piattaforme e dei *social media* e alle iniziative per rafforzare la resilienza dell'architettura finanziaria globale, con particolare riferimento all'intermediazione non bancaria (NBFI).

### 4.1 Le iniziative riferite agli intermediari non bancari

Negli ultimi anni, si è notevolmente intensificato il dibattito sui riflessi per la stabilità finanziaria connessi al significativo sviluppo del settore dell'intermediazione non bancaria (NBFI).

Con riferimento ai principali sviluppi del 2025, nella UE la Commissione europea ha adottato a novembre gli standard tecnici regolatori di livello 2 relativi agli strumenti di gestione della liquidità ai sensi della AIFMD e della UCITS (come modificate dalla AIFMD II). Inoltre, l'ESRB ha avviato i lavori per affrontare le vulnerabilità derivanti dai disallineamenti di liquidità dei fondi di investimento.

Anche il *Joint Committee* delle ESAs è intervenuto sul tema richiamando l'attenzione, nel rapporto *Risks and vulnerabilities in the EU financial system* pubblicato in autunno, sul diverso approccio agli investimenti alternativi già osservato nel Regno Unito e negli Stati Uniti e ora in graduale emersione anche nell'UE. Infine, il Financial Stability Board ha avviato un'indagine sullo stato di avanzamento dell'attuazione delle raccomandazioni emanate per il settore NBFI, i cui risultati preliminari sono illustrati nel *G20 Implementation Monitoring Review Interim Report* pubblicato a ottobre.

### 4.2 Le iniziative in tema di educazione finanziaria, i *finfluencers* e la sicurezza online

La Retail Investment Strategy dell'Unione europea ha introdotto misure volte a favorire l'accrescimento della cultura finanziaria dei cittadini e rafforzare la vigilanza sui *finfluencers*. L'uso dei canali digitali espone infatti gli investitori al dettaglio a frodi sempre più sofisticate, spesso abilitate dall'intelligenza artificiale. Per garantire una tutela più efficace e tempestiva, i regolatori stanno promuovendo la collaborazione anche con le piattaforme di *social media* e le istituzioni finanziarie.

Nel Regno Unito, la Financial Conduct Authority ha pubblicato linee guida sulle promozioni finanziarie sui *social media*. Anche la IOSCO ha pubblicato nel corso dell'anno una serie di rapporti relativi all'identificazione e la mitigazione dei rischi connessi all'utilizzo di canali digitali per gli investitori *retail*. In linea con tali iniziative, a giugno la CONSOB ha pubblicato un richiamo di attenzione sui rischi connessi all'attività degli *influencers* finanziari.

In questo ambito, l'ESMA ha pubblicato nell'aprile 2025 linee guida per prevenire le frodi nel settore delle cripto-attività, con particolare attenzione ai *social media* e ai gruppi online come potenziali diffusori di disinformazione (*Guidelines on supervisory practices for competent authorities to prevent and detect market abuse under the Markets in Crypto Assets Regulation*). L'8 gennaio 2026 l'ESMA ha inoltre pubblicato una Scheda informativa sui *finfluencers*, ripresa dalle varie autorità competenti nazionali, in cui vengono evidenziati 'suggerimenti per una promozione responsabile' da parte degli *influencers* finanziari e rammentate le disposizioni e gli obblighi informativi esistenti.

Tra le altre iniziative di convergenza operativa assunte dal DFSC dell'ESMA, si evidenzia altresì il progetto di un sistema di monitoraggio centralizzato degli abusi di mercato, il cui completamento è atteso nel 2026.

Considerato che per contrastare fenomeni globali sono necessarie iniziative globali, la IOSCO ha inaugurato diversi progetti: i) nel marzo 2025 ha attivato il portale di allerta I-SCAN; ii) a maggio ha pubblicato il *Public Statement on Combatting Online Harm and the Role of Platform Providers*; iii) nel corso dell'anno, tramite il Committee 4, di cui la CONSOB detiene la vicepresidenza, ha inviato una lettera alle principali piattaforme digitali con la richiesta di adottare misure concrete per bloccare o limitare le offerte di prodotti e servizi non autorizzati e i relativi messaggi pubblicitari.

Analoga iniziativa è stata contestualmente avviata dall'ESMA, a conferma della rilevanza globale del tema. Parallelamente, in alcune giurisdizioni – inclusa l'UE, con il Digital Services Act e la nuova disciplina sui servizi di pagamento – sono stati introdotti obblighi specifici per le piattaforme, volti a contrastare la diffusione di attività finanziarie illecite.

#### 4.3 Le altre iniziative

Nel corso dell'anno è proseguita la partecipazione alle azioni di vigilanza comuni (*Common Supervisory Action* – CSA) coordinate dall'ESMA, per favorire una maggiore omogeneità nell'applicazione

della normativa di riferimento e negli approcci ai controlli da parte delle varie autorità nazionali.

In particolare, l'Istituto ha preso parte alla CSA sui requisiti di sostenibilità previsti dalla MiFID II nella prestazione dei servizi d'investimento, in materia di adeguatezza e *product governance*, in continuità con l'azione avviata dalla CONSOB a livello domestico già a partire dal 2023.

La partecipazione alle CSA coordinate dall'ESMA ha riguardato anche l'area della gestione collettiva del risparmio e della prestazione di servizi di investimento. In particolare, nel 2025 sono stati approfonditi i profili inerenti all'efficacia delle funzioni di conformità alle norme e di revisione interna.

In continuità con gli anni precedenti, l'Istituto ha partecipato all'attività di individuazione delle principali aree di rischio a livello comunitario, coordinata dall'ESMA al fine di potenziare la convergenza dell'attività di supervisione.

Inoltre, è proseguita la partecipazione in ambito internazionale ai lavori, fra gli altri, dei comitati che si occupano di educazione finanziaria, prestazione dei servizi di investimento e della gestione collettiva (in particolare, presso l'OCSE, l'ESMA e la IOSCO).

Al riguardo, a novembre 2025, in collaborazione con le Autorità nazionali, fra cui la CONSOB, l'ESMA ha pubblicato il *Report on total costs of investing in UCITS and AIFs* con l'obiettivo di fornire una panoramica dei costi complessivi, anche relativi alla distribuzione, sostenuti dagli investitori nell'ambito dell'operatività in fondi UCITS e FIA.

La CONSOB ha inoltre proseguito la partecipazione ai gruppi di lavoro in sede europea nell'ambito del Committee of European Auditing Oversight Bodies (CEAOB) e in sede internazionale nell'ambito dell'International Forum of Audit Regulators – IFIAR.

Le attività svolte nell'ambito del CEOB hanno prevalentemente riguardato: i) l'evoluzione della normativa europea afferente alla revisione legale; ii) le innovazioni normative e le prassi operative introdotte in alcuni Stati membri nella vigilanza sui revisori (*settlement* degli *enforcement* e utilizzo di *audit quality indicators*); iii) l'evoluzione del mercato della revisione (in particolare, del fenomeno della progressiva crescita del *private equity* nel capitale delle società di revisione e dei relativi impatti sulla qualità dell'*audit* e sull'attività di vigilanza); iv) l'attività di *standard setting* sui principi applicabili all'*assurance* del *reporting* di sostenibilità; v) l'attività di cooperazione con le autorità di paesi terzi, e vi) l'attività di *market monitoring*.

Particolare rilievo riveste, inoltre, la partecipazione della CONSOB ai gruppi di lavoro istituiti in ambito CEAOB finalizzati a coordinare le attività di vigilanza delle NCAs e scambiare *best practices* e orientamenti interpretativi in materia di *enforcement* (Enforcement Subgroup) e di controlli di qualità (Inspection Subgroup) sui revisori, anche attraverso la partecipazione ai *Colleges of Regulators*.

Nel mese di luglio 2025 la CONSOB ha inviato alla Commissione europea il quarto *report* triennale nazionale sugli sviluppi nel mercato dei servizi di revisione legale destinati agli Enti di interesse pubblico, previsto dall'art 27 del Regolamento (UE) n. 537/2014 (Regolamento Audit). Il report 2025, analogamente al report 2022, contiene informazioni riguardanti la struttura e il grado di concentrazione del mercato della revisione legale degli EIP, l'attività di vigilanza svolta attraverso i controlli di qualità e ai relativi esiti.

La CONSOB ha presieduto i lavori del *Financial Reporting Working Group*, gruppo di lavoro permanente dell'ESMA che si occupa del coordinamento delle attività di vigilanza sulle informazioni finanziarie e delle relative attività di policy contribuendo attivamente alla definizione dell'agenda dei lavori volti a migliorare la trasparenza e la comparabilità delle informazioni finanziarie diffuse dagli emittenti. In tale ambito sono state sottoposte alle discussioni ESMA, in linea con gli Orientamenti sopramenzionati, diverse questioni emergenti e decisioni di vigilanza, al fine di adottare iniziative di vigilanza armonizzate alle *best practices* europee e individuare metodologie di supervisione comuni da introdurre a livello europeo.

CONSOB ha altresì contribuito alla predisposizione dello Statement ESMA *Reshaping performance: Implementation of IFRS 18 Presentation and Disclosure in Financial Statements*, volto a richiamare l'attenzione del mercato sulle modifiche agli schemi di bilancio e alla *disclosure* connesse all'entrata in vigore nel 2027 del nuovo principio contabile IFRS 18.

Nell'ambito della partecipazione al Comitato 1 dello IOSCO '*on Issuer Accounting, Audit and Disclosure*', la CONSOB ha contribuito alla redazione dello *Statement on the importance of high-quality valuation information in financial reporting* al fine di sottolineare l'importanza di fornire agli investitori informazioni finanziarie rilevanti e affidabili sulle valutazioni effettuate ai fini di bilancio, in una fase storica in cui si registrano crescenti incertezze sul fronte macroeconomico e degli scambi internazionali.

## 1 I principali elementi di novità

In linea con il Piano strategico 2025-2027, sono proseguiti nell'anno i lavori volti a rafforzare le attività di vigilanza con l'uso dell'intelligenza artificiale (IA), a potenziare la *cybersecurity* e a innovare le applicazioni e le infrastrutture. Si è proseguito nell'approccio al cosiddetto SupTech attraverso l'integrazione e lo sviluppo di tecnologie innovative a supporto delle attività istituzionali, al fine di ottimizzare le attività operative e rafforzare l'analisi *data driven*. Tali interventi hanno previsto la progressiva evoluzione in ottica *cloud* dei sistemi applicativi, l'evoluzione funzionale del *data warehouse* d'Istituto, l'integrazione nei modelli di vigilanza degli algoritmi di IA, la realizzazione delle fasi preliminari per l'avvio della piattaforma di intelligence *data lake* e delle strategie di *clouding* (Riquadro 1).

## 2 L'innovazione di processi, sistemi e strumenti

Nel 2025 si è dato avvio alle attività di realizzazione e di adozione preliminare degli strumenti tecnici e infrastrutturali della piattaforma di intelligence *data lake* a supporto dei modelli operativi basati sull'applicazione degli algoritmi di IA, di tipo sia generativo sia deterministico.

Nello specifico, il ciclo di vita delle iniziative di IA generativa (IAGEN) ha previsto l'impiego di tale tecnologia attraverso due possibili metodologie: una orientata al prodotto e una al progetto. Nel primo caso, le soluzioni IAGEN sono entrate nell'uso comune da parte dell'Istituto come strumenti di produttività individuale, regolati da un'apposita 'disposizione per l'utilizzo dell'IAGEN in CONSOB' entrata in vigore all'inizio del 2025. Nel secondo caso le tecnologie IAGEN sono state utilizzate nell'ambito dei progetti IA dell'Istituto, attraverso la loro integrazione nel software, grazie ad apposite interfacce tecniche (API) fruibili in modalità *cloud*, unitamente all'implementazione di specifici algoritmi di IA (Riquadro 2).

## Riquadro 1

### L'approccio SupTech

La CONSOB adotta un approccio di *Supervisory Technology* (o SupTech), orientato a integrare tecnologie digitali e strumenti di analisi avanzata nei processi di vigilanza, al fine di rafforzare l'efficacia, la tempestività e la capacità predittiva delle attività istituzionali.

L'approccio SupTech è basato sull'adozione sistematica e progressiva di tecnologie innovative, tra cui l'analisi dei dati su larga scala, l'intelligenza artificiale e l'automazione intelligente, consentendo anche di migliorare la qualità delle analisi, anticipare fenomeni rilevanti, individuare tempestivamente comportamenti anomali e ottimizzare l'impiego delle risorse.

Nell'ambito della strategia di trasformazione digitale, il SupTech consente di valorizzare il patrimonio informativo disponibile, digitalizzando i processi di vigilanza, attraverso l'uso coordinato di strumenti avanzati di *data analytics*, *machine learning* e automazione, permettendo altresì di rafforzare le capacità di monitoraggio e di rendere più proattiva l'azione di vigilanza.

Inoltre, l'adozione di tali strumenti contribuisce a rafforzare la capacità della CONSOB di coordinarsi con le autorità estere e di aderire agli standard e alle iniziative di cooperazione europea e internazionale nel campo della vigilanza digitale.

## Riquadro 2

### L'uso dell'IA Generativa

L'impiego della IA Generativa (IAGEN) in CONSOB punta a valorizzare le potenzialità di tali tecnologie per supportare l'analisi dei dati, l'efficientamento dei processi interni e il miglioramento dei servizi informativi, nel pieno rispetto del quadro normativo europeo in materia di tutela dei dati e affidabilità dei sistemi algoritmici.

L'Istituto adotta un duplice approccio all'impiego dell'IA Generativa: da un lato, un modello *product-oriented*, fondato sull'introduzione di strumenti di produttività individuale evoluta, capaci di supportare il personale nelle attività di analisi, redazione, sintesi documentale e gestione operativa dei flussi informativi. Questo approccio consente di standardizzare processi a basso valore aggiunto, ridurre i tempi di elaborazione e innalzare la qualità dei contenuti prodotti, nel rispetto delle policy interne e dei principi del quadro normativo europeo. Dall'altro lato, un modello *project-oriented*, volto a integrare modelli linguistici avanzati (Large Language Models) nei sistemi applicativi e nelle soluzioni SupTech già in uso o in fase di sviluppo. Questa integrazione consente di arricchire le capacità di analisi automatica dei documenti, attivare funzionalità di interrogazione semantica del patrimonio informativo, supportare sistemi di *early warning* e rafforzare gli strumenti di vigilanza *risk-based*.

I due approcci sono complementari: mentre l'adozione di strumenti IAGEN 'chiavi in mano' mira a potenziare la produttività diffusa del personale, l'integrazione di modelli generativi nei sistemi SupTech rappresenta un'evoluzione strutturale dei processi di vigilanza e un rafforzamento della capacità analitica dell'Istituto.

Nell'anno è proseguita la realizzazione dei progetti di intelligenza artificiale a supporto dei modelli di vigilanza, implementando le prime versioni dei nuovi sistemi IA sia attraverso processi di ingegnerizzazione, a partire dalle precedenti fasi sperimentali, sia attraverso processi di industrializzazione nell'ambito dell'impianto informatico dell'Istituto, la cui strategia di *cloud* è in fase di progressiva razionalizzazione ed evoluzione.

Nello specifico sono state ultimate le attività di sviluppo dei progetti di IA previsti nell'anno a supporto delle attività di vigilanza finalizzate a determinare: i) casi di *greenwashing* e il calcolo di appositi indicatori di alert; ii) potenziali fenomeni di abusivismo finanziario sul web attraverso l'analisi delle segnalazioni sospette; iii) la classificazione dei casi di potenziale rischio economico e finanziario *ex art. 89-quater* delle società quotate; iv) l'applicazione di differenti processi di anonimizzazione dei provvedimenti dell'Istituto in funzione delle entità da sottoporre a segretezza. In questo ambito, la CONSOB è stata parte tecnica attiva nei progetti europei avviati dalla DG Reform della Commissione europea come Technical Support Instrument (TSI), in ambito ESG e abusi di mercato, con l'obiettivo di sperimentare soluzioni tecnologiche di IA, al fine di valutarne la loro implementazione nei processi di vigilanza e nell'impianto informatico dell'Istituto (si veda il capitolo I 'La vigilanza sui mercati').

Si è dato avvio, inoltre, alla modernizzazione dell'intero parco applicazioni dell'Istituto verso un'architettura *cloud*, nel rispetto dei criteri di accessibilità e dei più evoluti standard di sicurezza.

È stata definita una nuova procedura di sviluppo e manutenzione dei Servizi ICT, al fine di standardizzare il processo, migliorarne il governo e, al contempo, applicare il paradigma della cosiddetta *security by design*, in accordo al quale i presidi di *cybersecurity* costituiscono parte integrante e nativa del ciclo di vita di ogni progetto.

Da ultimo, nel corso del 2025, anche sulla base delle attività e delle esperienze realizzative, è stato avviato un processo di razionalizzazione e sistematizzazione del ciclo di vita dei modelli di intelligenza artificiale, che consentirà all'Istituto di dotarsi di una specifica politica di validazione *risk-based* dei modelli IA.

### 3 L'aggiornamento e la protezione dei sistemi informativi

Al fine di implementare le disposizioni del DORA nel 2025 è diventato operativo il registro delle informazioni relative ai contratti ICT delle entità finanziarie vigilate, anche al fine della successiva condivisione nel 2026 di tali informazioni con altre autorità.

È stato avviato il programma di modernizzazione delle applicazioni in architettura *cloud* che ha previsto la reingegnerizzazione della Intranet dell'Istituto, dell'applicativo di gestione dell'organigramma interno, del sistema per l'Arbitro delle Controversie Finanziarie, del sistema di comunicazione degli esposti, del sistema unico per l'approvazione dei prospetti e delle applicazioni gestionali *legacy*. È stata avviata, inoltre, la realizzazione del portale unico per la comunicazione degli obblighi informativi da parte dei soggetti vigilati che costituirà l'unico punto di accesso per la comunicazione di tali informazioni, secondo specifici profili di competenza. Tali sistemi saranno resi operativi a partire dai primi mesi del 2026.

È stata altresì realizzata la rivisitazione grafica e dei contenuti del sito internet dell'Istituto che nel 2026 sarà avviato in esercizio a valle delle attività di test.

È proseguito l'ammodernamento delle infrastrutture computazionali e di rete, fra cui la nuova infrastruttura WiFi per le sedi dell'Istituto e il potenziamento della capacità trasmissiva nella *server farm* di Roma, nonché gli aggiornamenti dei sistemi di memorizzazione di dati. Al fine di definire il perimetro delle esigenze a supporto della migrazione in *cloud* sono state svolte approfondite analisi dell'offerta del Polo Strategico Nazionale (PSN) e dei principali Cloud Service Provider (CSP) al fine di definire le esigenze infrastrutturali da approntare in ambito *cloud*.

Con riferimento alle attività di protezione dei sistemi informativi, considerato l'ulteriore, persistente incremento del volume di azioni *cyber* registrate nel corso dell'anno a carico della CONSOB, è stato ampliato il programma di attacchi simulati, già avviato nel corso del 2024 e mirato a rilevare e bonificare eventuali vulnerabilità, prevenendone in tal modo lo sfruttamento da parte di soggetti ostili.

Nel corso del 2025 sono stati inoltre acquisiti servizi di cosiddetta *awareness*, erogati tramite apposita piattaforma informatica, volti ad accrescere la sensibilità e le competenze di base in materia di *cybersecurity* da parte del personale, al fine di ridurre, con tale approccio, il rischio informatico dipendente da 'fattore umano'.

Sono stati inoltre acquisiti servizi di cosiddetta *external attack surface management*, anche questi erogati tramite piattaforma informatica, volti ad ampliare la capacità della CONSOB di rilevare e mitigare minacce che provengono da internet e dal *dark web* e rivolte alle infrastrutture potenzialmente esposte ad attacchi informatici esterni.

## 1 I principali elementi di novità

Nel 2025 è proseguita l'implementazione delle nuove attività volte al rafforzamento della gestione e della valorizzazione del personale (Tav. aXI.1 - Tav. aXI.2).

È stato avviato, in particolare, un progetto pluriennale per la mappatura delle competenze volto a valorizzare conoscenze e capacità dei dipendenti, colmare eventuali gap formativi (tramite la *gap analysis*) e sostenere percorsi di crescita coerenti con le esigenze organizzative e le aspirazioni individuali.

Nell'ambito di questo progetto sono stati definiti i primi percorsi professionali, riferiti al personale di nuova assunzione, ai capi ufficio di nuova nomina e al personale inserito nei Joint Examinations Teams (JET) previsti dal Regolamento DORA affiancando formazione strutturata e iniziative di *coaching*.

In particolare, il percorso dedicato al personale di nuova assunzione è finalizzato, da un lato, a favorire un inserimento il più possibile efficiente e produttivo di coloro che iniziano la propria esperienza lavorativa presso la CONSOB e, dall'altro, a migliorare la percezione dell'Istituto da parte del personale.

Il percorso previsto per i capi ufficio di nuova nomina è articolato in iniziative formative collettive e interventi di *coaching* individuale e prevede momenti di formazione svolti anche congiuntamente con il corrispondente personale della Banca d'Italia, favorendo occasioni di confronto e di condivisione di esperienze su modelli di leadership, gestione dei collaboratori e sviluppo delle competenze manageriali fondamentali nell'affrontare le principali sfide connesse alle responsabilità organizzative e gestionali.

Il percorso per i membri dei JET previsti dal Regolamento DORA mira a rafforzare le competenze specialistiche in materia di resilienza operativa digitale e di supervisione dei rischi ICT, favorendo lo sviluppo di professionalità altamente qualificate in un ambito tecnico.

## 2 L'organizzazione interna

Nel 2025 è stata effettuata una revisione complessiva delle mappe dei processi della CONSOB, aggiornando sia quelle di primo livello (attività dell'Istituto) sia quelle di secondo livello (attività delle singole unità), per riflettere il nuovo assetto organizzativo e le modifiche normative nazionali ed europee. È stata riconsiderata anche la metodologia per la rappresentazione e la numerazione dei processi, al fine di renderla di più immediata comprensione e agevole consultazione. È stata così definita, in coerenza con le *best practices* di settore, una 'struttura ad albero', che descrive l'attività della CONSOB attraverso 18 compiti, articolati in 102 processi, che a loro volta si disaggregano in 273 sottoprocessi. Tale impianto metodologico permette di condurre analisi a diversi livelli (maggiormente aggregate in caso di processi, più analitiche in caso di sottoprocessi).

È stata, inoltre, avviata la revisione del Manuale della struttura, nel quale sono descritte le competenze delle unità organizzative e le relative interazioni. L'attività sarà completata nei primi mesi del 2026.

Nel corso dell'anno sono state predisposte quattro nuove procedure in materia di: prospetti di titoli diversi dai titoli di capitale; sviluppo e manutenzione dei servizi ICT; anonimizzazione dei provvedimenti sanzionatori e degli impegni; gestione delle istanze di rateazione dei pagamenti delle sanzioni.

## 3 La gestione delle risorse umane e la formazione

Nel 2025 sono stati conclusi due concorsi pubblici finalizzati al reperimento di risorse per il potenziamento del settore informatico (in particolare, tre Esperti dell'Area Manageriale e Alte Professionalità e sette Assistenti dell'Area operativa, vincitori dei concorsi in questione) da utilizzare nell'ambito dei programmi di aggiornamento e ammodernamento dei sistemi informatici dell'Istituto, interessati tra l'altro da un progressivo passaggio alle infrastrutture di *cloud*, sia per le necessità derivanti dai progetti che si avvalgono delle nuove tecnologie da applicare negli ambiti di vigilanza, tra i quali l'utilizzo di sistemi di intelligenza artificiale generativa.

È stata, altresì, conclusa una selezione pubblica volta alla ricerca di una risorsa laureata, iscritta all'Albo dei giornalisti professionisti, da assumere con contratto di lavoro a tempo determinato in possesso di pluriennale esperienza come redattore nel settore economico-finanziario di testate giornalistiche. Inoltre, si è proceduto all'assunzione, con contratto di lavoro a tempo determinato, del nuovo responsabile dell'Ufficio Stampa.

Nel 2025 è, inoltre, proseguita la progressiva rotazione degli incarichi dirigenziali, in linea con quanto previsto dall'art. 68 della Parte I del Regolamento del personale della CONSOB vigente dal 1° luglio 2021, attività che continuerà anche nell'anno 2026 al fine di pervenire al completo rinnovamento dei responsabili degli Uffici, facendo ricorso all'istituto della *vacancy* interna.

Per quanto concerne le attività formative, nel 2025 è entrato a regime il nuovo ciclo quadriennale di corsi per il miglioramento della conoscenza della lingua inglese, attraverso la messa a disposizione del personale di una piattaforma interattiva e di corsi che sono stati strutturati – diversamente dal passato – in forma modulare (*general English* e *workshop* tematici) e in modalità online.

Tra le tematiche tecnico-specialistiche, sono state approfondite in particolare quelle legate alla sostenibilità, mediante uno specifico ciclo di webinar organizzato dal Funzionario Generale incaricato del coordinamento delle attività connesse con la finanza sostenibile, che ha coinvolto rappresentanti delle principali società di revisione italiane.

È stata, infine, posta a disposizione del personale l'offerta formativa su piattaforma di autoapprendimento concernenti tematiche relative alle *soft skills*.

## XII La gestione economico-finanziaria e le procedure acquisitive

### 1 I principali elementi di novità

Il programma di valorizzazione del patrimonio immobiliare della CONSOB ha ricevuto nell'ultimo anno un ulteriore impulso, con particolare riguardo alla sede di Roma, situata in un immobile condiviso con l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM).

Nel 2025, infatti, ha avuto esecuzione la Convenzione trilaterale del 5 dicembre 2024, con quale le due Autorità proprietarie del suddetto immobile hanno conferito all'Agenzia del Demanio – in qualità di Centrale di Committenza qualificata – tutte le attività e le funzioni proprie della Stazione appaltante per l'affidamento e l'esecuzione di lavori nonché per la fornitura di servizi di analisi e progettazione necessari alla definizione di un quadro tecnico rigoroso relativo all'immobile e al suo impatto ambientale. L'obiettivo è consolidare e finalizzare le politiche di sostenibilità dell'Istituto perseguite ormai da diversi anni e che hanno portato al raggiungimento, nel 2025, del minimo storico dei consumi energetici. A tale risultato hanno concorso anche interventi di ottimizzazione dell'efficienza degli impianti elettrici e dei sistemi di illuminazione proseguiti nell'anno.

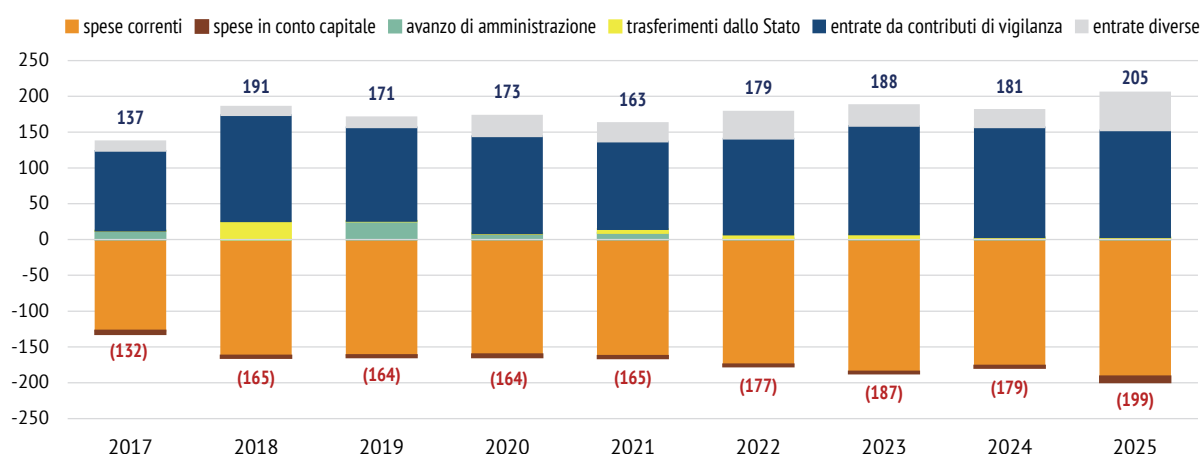
Con riferimento ai servizi interni, sono stati avviati i lavori per la sostituzione integrale degli impianti elevatori, finalizzati a innalzare i livelli di accessibilità, affidabilità e comfort, garantendo al contempo una gestione più efficiente della mobilità verticale all'interno della sede.

Nel 2025, è stato altresì stipulato un nuovo Accordo tra la CONSOB e l'AGCM nell'ambito della suddetta Convenzione volto a disciplinare la gestione congiunta di procedure afferenti all'immobile che ospita le rispettive sedi.

### 2 La gestione finanziaria

La spesa complessiva per l'esercizio 2025, stimata a preconsuntivo, è pari a 198,9 milioni di euro, con un incremento di circa 20 milioni di euro rispetto al dato del consuntivo 2024 (Fig. 17 e Tav. aXII.1).

**Fig. 17 Bilancio**



Si vedano le note alla Tav. aXII.1 dell'Appendice statistica.

In particolare, la spesa corrente (191,5 milioni di euro) sale di 15,1 milioni di euro, mentre la spesa in conto capitale (7,4 milioni di euro) è in aumento di 4,9 milioni di euro.

L'incremento delle spese correnti è principalmente riconducibile all'esigenza di sostenere i processi di innovazione tecnologica e di accelerare la transizione digitale, in coerenza con gli obiettivi strategici dell'Istituto.

La crescita dei costi del personale è riconducibile al differenziale retributivo derivante dal riconoscimento degli adeguamenti stipendiali correlati all'andamento dell'inflazione e alle progressioni di carriera. Inoltre, a seguito della Sentenza 135/2025 della Corte costituzionale che ha dichiarato l'illegittimità dell'art. 13, comma 1, del d.l. 66/2014 in materia di limiti retributivi, si registra un incremento della spesa relativa alle retribuzioni lorde dei componenti della Commissione e di parte dell'alta dirigenza.

L'incremento della spesa in conto capitale è da ricondurre essenzialmente alle maggiori spese per investimenti informatici, ascrivibili alle acquisizioni di prodotti hardware e software.

Le entrate complessive (comprensive dell'avanzo di amministrazione 2024) sono risultate pari a 205,2 milioni di euro, di cui 149,2 milioni di euro per entrate da contributi di vigilanza (72,7% del totale), 52,8 milioni di euro (25,7%) per entrate diverse (interessi attivi e proventi finanziari, utilizzo fondi ripristino immobilizzazioni, sanzioni amministrative pecuniarie riscosse per la violazione delle norme che disciplinano le attività della parte II - Disciplina degli intermediari, del TUF e somme liquidate a favore dell'Istituto da provvedimenti giudiziari) e per l'utilizzo del Fondo per la tutela stragiudiziale dei risparmiatori e

degli investitori e del Fondo oneri per rinnovi contrattuali. Si aggiungono, i trasferimenti da parte dello Stato al Fondo per la tutela stragiudiziale dei risparmiatori e degli investitori per 0,2 milioni di euro, destinato a rendere gratuito l'accesso alle procedure di risoluzione dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF) istituito dalla CONSOB e per 0,9 milioni di euro per il finanziamento rinveniente dal Fondo per la gestione della *cybersecurity* (Tav. aXII.2).

### 3 L'acquisizione e la gestione di beni, servizi e lavori

Il Codice dei contratti pubblici (d.lgs. 36/2023 e successive modifiche) prevede un sistema di qualificazione delle Stazioni Appaltanti, che determina quali amministrazioni possono affidare ed eseguire lavori, servizi e forniture. In questo ambito, la CONSOB risulta attualmente inserita nell'Elenco delle Stazioni Appaltanti qualificate. Lo status di Stazione appaltante qualificata, conseguito nel 2023 e confermato nel 2025 ha validità fino a luglio 2026.

Nello specifico la CONSOB dispone del livello più elevato di qualificazione per l'affidamento di servizi e forniture ('qualificazione avanzata' o di 'terzo livello') che le consente di operare senza alcun limite di importo (SF1), mentre per l'affidamento dei lavori è titolare di una 'qualificazione intermedia' (o di 'secondo livello') che le permette di procedere fino alla soglia comunitaria attualmente pari a 5.538.000 euro (L2).

Nel 2025 la CONSOB ha svolto procedure di affidamento di diverse tipologie. In particolare, le oltre 140 procedure acquisitive esperite dalla CONSOB nell'anno sono state espletate per il tramite di Piattaforme Digitali di Approvvigionamento (PAD) certificate dall'Autorità Nazionale Anticorruzione (ANAC), nello specifico tramite il Mercato Elettronico della Pubblica Amministrazione (MEPA), l'Application Service Provider (ASP) e TuttoGare, in ottemperanza agli obblighi di digitalizzazione posti dal citato Codice (art. 19 e seguenti).

Le PAD rappresentano, infatti, lo strumento attraverso il quale viene tracciato il ciclo di vita dei contratti pubblici (di qualunque importo, sia nei settori ordinari che nei settori speciali) nelle fasi di programmazione, progettazione, pubblicazione, affidamento ed esecuzione, mediante servizi digitali interoperabili con l'infrastruttura della Piattaforma Digitale Nazionale Dati (PDND).

L'impiego delle citate PAD ha riguardato tanto la fase procedurale quanto la stipula dei relativi contratti nonché la fase esecutiva, attraverso la compilazione delle relative schede. Il tutto, con evidenti

benefici in termini di trasparenza, conservazione documentale, ottemperanza agli obblighi informativi di legge e accessibilità agli atti.

Nel 2025 è proseguita anche la proficua e strategica collaborazione con la Banca d'Italia e con le altre Autorità aderenti al protocollo d'intesa per la gestione in comune delle procedure di appalto congiunto, ossia l'AGCM, l'ANAC, l'Agenzia per la Cybersicurezza Nazionale (ACN), l'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni (IVASS).

L'espletamento congiunto di procedure si è rivelato, come negli anni passati, oltremodo utile per accrescere l'efficacia e l'efficienza dell'azione amministrativa delle Autorità aderenti, sia in un'ottica di condivisione e reciproco miglioramento delle prassi e dei processi di lavoro, sia in un'ottica di razionalizzazione e contenimento dei costi, tanto amministrativi (vale a dire i costi connessi all'espletamento delle procedure stesse da parte di un'unica Stazione appaltante) quanto operativi, attraverso la realizzazione di risparmi generati dai maggiori volumi delle acquisizioni.

In tale ambito sono state esperite le seguenti procedure di gara 'congiunte': i) procedura aperta in sei lotti, svolta dalla Banca d'Italia in qualità di Stazione appaltante anche per conto della CONSOB, per l'affidamento dei servizi di vigilanza armata presso le sedi di Roma (Lotto 5) e Milano (Lotto 6); ii) procedura aperta congiunta con la Banca d'Italia per l'affidamento della fornitura di energia elettrica e degli altri servizi e prestazioni accessorie associati per i rispettivi stabili istituzionali per il quadriennio 2026/2029; iii) procedura aperta congiunta relativa all'affidamento dei servizi di assistenza sanitaria e medicina preventiva in favore del personale della Banca d'Italia, della CONSOB, dell'AGCM, dell'ACN e dell'IVASS.

# XIII I controlli giurisdizionali sull'attività della CONSOB

## 1 Il contenzioso sui provvedimenti di vigilanza

Nel corso del 2025, si è registrato un lieve aumento delle impugnazioni avverso provvedimenti di vigilanza e sanzionatori adottati dalla CONSOB, innanzi sia al Giudice amministrativo che agli Organi della Giurisdizione Ordinaria (Tav. aXIII.1).

Nella materia degli intermediari, la Corte di Cassazione ha ribadito il proprio orientamento sul rapporto tra i poteri della CONSOB e dell'AGCM nel caso in cui accertate violazioni delle regole di condotta gravanti in capo ai soggetti abilitati costituiscano anche 'pratiche commerciali scorrette' ai sensi del Codice del consumo. Decidendo il ricorso di una banca avverso una sentenza della Corte d'Appello di Milano che aveva confermato le sanzioni inflitte dalla CONSOB per inosservanza delle regole di comportamento e procedurali nella valutazione di adeguatezza degli investimenti, la Suprema Corte ha affermato che *«in materia di sanzioni amministrative nei confronti degli intermediari mobiliari, ove la condotta sanzionata consista nella violazione, da parte di soggetti che svolgono funzioni di direzione, amministrazione o controllo di istituti bancari, dei doveri relativi alla sfera organizzativa, preordinati alla tutela non solo del cliente, ma anche della trasparenza e correttezza dell'operato della banca e dell'integrità del mercato, si applicano le norme contenute nel TUF con competenza sanzionatoria della CONSOB, ai sensi degli artt. 5, 21 e 190 del medesimo testo unico e non dell'AGCM»*.

Sul tema della responsabilità degli esponenti aziendali di Sgr a fronte di carenze nelle misure e tutele necessarie a garantire la corretta prestazione del servizio di gestione collettiva, la Corte d'Appello di Venezia ha ritenuto inidonea a escludere la responsabilità dell'Amministratore Delegato e Direttore Generale l'allegazione dell'inerzia dell'organo di supervisione strategica nella definizione di un adeguato assetto organizzativo della società. I Giudici lagunari hanno osservato che il ricorrente *«era l'unico Amministratore Delegato e Direttore Generale di SGR nonché componente del CdA, per cui la mancanza di un adeguato assetto organizzativo della società dal medesimo rappresentata gli imponeva, quale dovere suo proprio, una attivazione primaria nella verifica dell'adeguatezza delle politiche aziendali, della politica di gestione del*

*rischio, dell'assetto delle funzioni aziendali, nonché della idoneità dei flussi informativi in ordine ai fatti di gestione rilevanti, soprattutto se, come affermato, aveva riscontrato le carenze dei relativi assetti e doveva assumere decisioni strategiche in assenza di adeguati presidi»; dunque, il ricorrente, «anziché sentirsi 'vittima' di un CdA assente o inerte che, peraltro, aveva accentrato in lui ogni potere, aveva il dovere di valutare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo societario e di verificare la regolarità del generale andamento della gestione della SGR, con l'obbligo di assumere ogni opportuna iniziativa per assicurare che la società si uniformasse ad un comportamento diligente, corretto e trasparente».*

Il TAR del Lazio ha respinto cinque ricorsi recanti domande di risarcimento dei danni asseritamente conseguenti a un provvedimento di revoca dell'autorizzazione e liquidazione coatta amministrativa di una Sim, precedentemente annullato dal TAR del Lazio con sentenza confermata dal Consiglio di Stato. I Giudici hanno innanzitutto rammentato il costante orientamento della giurisprudenza amministrativa secondo cui *«La responsabilità della Pubblica Amministrazione per il risarcimento dei danni da illegittimo esercizio di una funzione pubblica deriva dalla violazione delle regole di imparzialità, correttezza e buona fede»*, ma *«non è ricollegabile alla mera adozione ed esecuzione di un atto illegittimo né alla negligenza o imperizia del funzionario agente, occorrendo invece l'accertamento di un evento dannoso incidente su un interesse rilevante per l'ordinamento ed eziologicamente connesso ad un comportamento dell'Amministrazione connotato da dolo o colpa»*; nel caso esaminato, il TAR ha rimarcato che la norma attributiva del potere liquidatorio conferisce *«all'Amministrazione un elevato grado di discrezionalità tecnica ai fini dell'esercizio del potere in relazione a situazioni fattuali particolarmente complesse»* e tale potere *«è espressione del principio di tutela del risparmio di cui all'art. 47 della Costituzione ed è finalizzato garantire, per un verso, i singoli risparmiatori e, per altro verso, il corretto funzionamento e l'affidabilità del sistema finanziario»*, concludendo che, nel caso di specie, la valutazione delle amministrazioni è *«stata compiuta in un quadro di riferimento normativo, giuridico e fattuale, inidoneo a palesare negligenza ovvero imperizia nell'esercizio di un potere orientato alla tutela dei risparmiatori e del sistema finanziario nel suo complesso»*. Tre delle cinque sentenze rese dal TAR sono state impugnate innanzi al Consiglio di Stato.

Nella materia dei mercati, la Suprema Corte ha cassato con rinvio la sentenza della Corte d'Appello di Milano che aveva annullato una sanzione CONSOB in un caso di comunicazione illecita di informazioni privilegiate. I Giudici di legittimità hanno rimarcato che il relativo elemento oggettivo *«non richiede che l'informazione privilegiata sia 'certa', ma postula esclusivamente che l'informazione privilegiata sia di 'carattere preciso'»*, riferendosi *«ad un complesso di circostanze esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza o ad un*

*evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà. Pertanto, un'informazione può assumere carattere privilegiato anche qualora si riferisca a un complesso di circostanze (passate o future) o a un evento (passato o futuro) che possono incidere sul prezzo degli strumenti finanziari non certi – come afferma la CDA di Milano – ma ragionevolmente prevedibili». Nella medesima sentenza, la Corte territoriale ha altresì precisato che «la fattispecie dell'art. 187-bis, comma 1, lett. b), TUF, consiste nella comunicazione illecita della informazione da parte dell'insider primario (colui che, per il ruolo svolto all'interno della società, è in condizione di conoscere l'informazione privilegiata) non richiede che la comunicazione abbia efficienza causale rispetto alla condotta illecita dell'extraneus», sanzionabile quale insider 'secondario' dall'art. 187-bis, comma 4, del TUF. Il giudizio di rinvio, promosso dal soggetto sanzionato, è attualmente in corso.*

La Corte d'Appello di Milano ha confermato la sanzione pecuniaria inflitta dalla CONSOB a una società fiduciaria cosiddetta 'statica' per inosservanza dell'obbligo sancito dall'art. 16, par. 2. del Regolamento (UE) n. 596/2014 relativo agli abusi di mercato ai sensi del quale *«chiunque predisponga o esegua a titolo professionale operazioni stabilisce e mantiene dispositivi, sistemi e procedure efficaci per individuare e segnalare ordini e operazioni sospette. Qualora tale persona nutra il ragionevole sospetto che un ordine o un'operazione su qualsiasi strumento finanziario, inoltrato o eseguito presso o al di fuori di una sede di negoziazione, possa costituire abuso di informazioni privilegiate, manipolazione di mercato o un tentativo di abuso di informazioni privilegiate o di effettuare una manipolazione di mercato, lo comunica immediatamente»*. La Corte, in particolare, ha respinto il motivo di ricorso basato sulla estraneità della società ricorrente dal novero dei soggetti sottoposti a tale obbligo, ritenendo che l'espressione «a titolo professionale» non valga a significare *«che la predisposizione, così come l'esecuzione, di operazioni finanziarie, debba costituire l'esclusivo oggetto dell'attività professionale dell'obbligato, apparendo sufficiente, ad avviso della Corte, che si inserisca in esso in modo ordinario, non eccezionale ed anomalo, sì da giustificare che il soggetto si doti appunto, in modo stabile, dei sistemi e delle procedure atte alla detection»* delle operazioni sospette, come accaduto nel caso sottoposto alla Corte ambrosiana in ragione del fatto che la società *«ha organizzato, per la fiduciante, la vendita delle azioni costituente operazione sospetta, e che tanto ha fatto quale atto ordinario di esercizio della propria attività professionale»*. La sentenza è stata impugnata per revocazione innanzi alla medesima Corte d'Appello.

Nella materia degli emittenti, con specifico riguardo alla disciplina dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari, si segnala la pronuncia con cui il TAR del Lazio ha confermato la legittimità dei provvedimenti di sospensione cautelare e divieto adottati dalla CONSOB – ai sensi dell'art. 99, comma 1, rispettivamente, lett. b) e lett. c) – nei

confronti di un'attività di offerta avente ad oggetto *non-fungible token* (NFT), promossa tramite piattaforme online da soggetti esteri.

In particolare, il Giudice amministrativo, condividendo la ricostruzione dell'Autorità, ha ritenuto che l'NFT offerto – «*pur se connotato, per alcuni limitati aspetti, dal riscontro di alcune caratteristiche del contratto tipico di compravendita*» – presentasse «*gli elementi costitutivi [...] della nozione di 'investimento di natura finanziaria' (ricompreso, insieme agli strumenti finanziari, nella più ampia categoria dei prodotti finanziari ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. u) del T.U.F.), ossia: i) l'impiego di capitale (corrispondente al corrispettivo dell'acquisto del token); (ii) la promessa/aspettativa di rendimento di natura finanziaria (corrispondente al bonus periodico erogato in conseguenza dell'acquisto, nonché agli ulteriori bonus istantanei e ciclici descritti nelle condizioni generali di contratto); (iii) l'assunzione di un rischio connesso al suddetto impiego di capitale (corrispondente al c.d. 'rischio emittente', ossia al rischio della non solvibilità della ricorrente, rispetto all'obbligo di corresponsione dei bonus ricollegati all'acquisto degli NFT de quibus, ovvero di riacquisto, decorsi 25 mesi, dei detti token)*».

Il Tribunale ha disatteso, inoltre, le censure con cui controparte rimarcava «*l'ontologica diversità tra i prodotti e servizi oggetto delle attuali condizioni di vendita dalla Società e la nozione di 'prodotto finanziario' ai sensi del T.U.F.*», affermando la totale «*irrilevanza delle condotte successive di parte ricorrente relative a token aventi caratteristiche asseritamente diverse*» rispetto quelle accertate dalla CONSOB con riguardo all'offerta di NFT inizialmente posta in essere.

Sempre con riguardo alla disciplina degli emittenti, e in particolare agli obblighi di *disclosure* discendenti dal Regolamento CONSOB in materia di Operazioni con Parti Correlate (adottato con delibera n. 17221/2010, Regolamento OPC), si segnala la pronuncia con cui la Corte d'Appello di Roma, nel confermare le sanzioni irrogate dalla CONSOB, ha precisato che le informazioni da rendere nel documento previsto dal combinato disposto degli artt. 114, comma 5, del TUF e 5, comma 1, del richiamato Regolamento OPC non possono essere dal pubblico ricavate *per relationem*, e per di più da documenti precedentemente pubblicati, atteso che «*le norme di riferimento impongono che venga fornita al mercato, contestualmente alla sua conclusione, ogni informazione utile per comprendere e valutare l'operazione con parti correlate di maggiore rilevanza oggetto dell'obbligo di disclosure, non potendo gravare sul mercato l'onere di ricercare aliunde la fonte di informazioni integrative*».

A tale conclusione, la Corte è pervenuta osservando, sul piano generale, che il Regolamento OPC ha «*definito specifici presidi a garanzia della correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate, prevedendo un regime procedurale e di trasparenza* –

*diversamente articolato in ragione delle differenti categorie di operazioni – basato anche su estesi obblighi di motivazione e di informazione nei confronti del mercato. Con riferimento a quest'ultimo profilo, non può non riconoscersi che una completa informativa al pubblico contribuisce all'efficienza informativa dei mercati dei capitali, imponendo trasparenza su operazioni, quali quelle con parti correlate, in quanto potenzialmente condizionate dalla sussistenza del rapporto di correlazione».*

La Corte d'Appello di Milano è recentemente tornata sul tema dell'estensione dell'obbligo, gravante sul collegio sindacale, di comunicare alla CONSOB, ai sensi dell'art. 149, comma 3, del TUF, le irregolarità riscontrate nell'attività di vigilanza, confermando l'orientamento già enunciato dalla giurisprudenza di merito e da quella di legittimità.

In particolare, i Giudici meneghini hanno precisato che «*La norma declina un precetto per cui qualsiasi irregolarità riscontrata dal collegio nell'attività di vigilanza è di interesse della CONSOB al fine della tutela degli investitori e del mercato*». Conforta tale interpretazione l'affermazione di principio di legittimità secondo cui «*In tema di controllo sulla legittimità della gestione delle società quotate in borsa, ai sensi dell'art. 149, comma 3, del d.lgs. n. 58 del 1998, il collegio sindacale deve comunicare senza indugio alla CONSOB tutte le irregolarità riscontrate nell'attività di vigilanza cui è tenuto, senza che l'adempimento sia subordinato ad una valutazione discrezionale circa la rilevanza delle stesse; depongono in tal senso la formulazione letterale della norma che fa riferimento alle "irregolarità", senza ulteriori qualificazioni - e anche la sua "ratio", finalizzata a scongiurare le incertezze operative che deriverebbero dalla opposta soluzione*» (Cass. 17.05.2018 n. 12110).

Inoltre, la Corte territoriale - disattendendo le argomentazioni dei ricorrenti, a detta dei quali l'obbligo in questione avrebbe potuto essere assolto anche per mezzo della informativa fornita dai sindaci, ai sensi dell'art. 153, comma 1, del TUF e dell'art. 2429, comma 2, c.c., nella 'Relazione all'Assemblea degli Azionisti' - ha evidenziato come quest'ultima «*assolva ad una finalità completamente diversa dalla comunicazione di cui all'art. 149, comma 3, del TUF in quanto diretta a fornire ai soci e al mercato (prima dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio dell'emittente quotato) informazioni generali sull'attività svolta dal collegio sindacale, nonché sulle omissioni e sui fatti censurabili rilevati. La stessa, dunque, risponderebbe ad una finalità meramente informativa*». Per l'effetto, la Corte milanese ha concluso che «*è consequenziale ritenere come la relazione ex art. 153 del TUF non possa, su un piano sistematico, sostituire la comunicazione di cui all'art. 149, comma 3, del TUF, operando i due istituti su piani, anche sistematicamente, distinti*».

Con riferimento alla disciplina della revisione legale, nel corso del 2025 si è concluso dinanzi alla Corte d'Appello di Milano il

procedimento giurisdizionale di opposizione (nell'ambito del quale il Collegio aveva deciso di dare ingresso ad apposita Consulenza Tecnica d'Ufficio) promosso da una società di revisione avverso una sanzione amministrativa pecuniaria irrogata dalla CONSOB in ragione della violazione di molteplici principi di revisione.

Sebbene la predetta consulenza tecnica avesse ritenuto non fondato l'addebito al revisore, da parte della CONSOB, di due paragrafi del Principio di Revisione n. 540, la Corte di merito – pur precisando *«di poter condividere pienamente le conclusioni cui è giunto il CTU»* – ha ritenuto che non fosse *«necessario né opportuno procedere ad una riduzione della sanzione irrogata»*. Ad avviso dei Giudici meneghini, infatti, *«deve ritenersi applicabile al caso di specie, per analogia, il principio sancito dalla Suprema Corte con la sentenza n. 29395/24, secondo cui, nel procedimento di opposizione avverso le sanzioni amministrative pecuniarie, il giudice, nel caso di contestazione della misura delle stesse, è autonomamente chiamato a controllarne la rispondenza alle previsioni di legge, senza essere soggetto a parametri fissi di proporzionalità correlati al numero ed alla consistenza degli addebiti, e può reputare congrua l'entità della sanzione inflitta in riferimento ad una molteplicità di incolpazioni anche qualora escluda l'esistenza di alcune di esse; egli, inoltre, non è chiamato a controllare la motivazione dell'ordinanza-ingiunzione, ma a determinare la sanzione entro i limiti edittali previsti, allo scopo di commisurarla all'effettiva gravità del fatto concreto, desumendola globalmente dai suoi elementi oggettivi e soggettivi, senza che sia tenuto a specificare i criteri seguiti, dovendosi escludere che la sua statuizione sia censurabile in sede di legittimità ove quei limiti siano stati rispettati e dalla motivazione emerga come, nella determinazione, si sia tenuto conto dei parametri previsti dall'art. 11 della l. n. 689 del 1981 (Sez. 2 -, Sentenza n. 11481 del 15/06/2020, Rv. 658267 - 01)»*.

Ciò premesso, avendo la CONSOB *«applicato una sanzione inferiore alla sanzione media prevista»* la Corte ha concluso che *«tenuto conto della gravità delle violazioni accertate e della natura del soggetto sanzionato, al fine di garantire una sufficiente dissuasività della sanzione e impedire che la società ricorrente resti insensibile al carattere afflittivo e intimidatorio della stessa, sia opportuno confermare l'importo della sanzione irrogata con la delibera impugnata»*.

Con riguardo alle sanzioni amministrative adottate dall'Istituto nei confronti delle società di revisione per violazioni della disciplina antiriciclaggio prevista dal d.lgs. 231/2007, la Corte d'Appello di Milano e la Corte di Cassazione, in due distinte vicende sottoposte alla rispettiva cognizione, hanno avuto occasione di operare talune importanti precisazioni. Nella prima di tali vicende, la Corte meneghina ha ritenuto corretta la valutazione – svolta dalla CONSOB – circa la sussistenza, presso il soggetto vigilato, di *«carenze strutturali delle*

*procedure interne» e la presenza di una distribuzione dei compiti caratterizzata da una «attribuzione generica» delle attività di verifica, tale da determinare «incertezze o ritardi nell'attivazione ed esecuzione degli adempimenti antiriciclaggio». Sono necessarie, infatti, secondo la richiamata pronuncia, adeguate procedure a livello centralizzato, nelle quali le responsabilità siano chiaramente attribuite in capo ai singoli in quanto l'attribuzione di incarichi in via alternativa, «in assenza di un meccanismo di coordinamento tra i diversi soggetti responsabili, conduce al rischio di incertezza circa l'effettiva esecuzione degli adempimenti antiriciclaggio da parte dei soggetti indicati».*

Con particolare riguardo al processo di «profilatura del rischio della clientela [che riveste] valenza centrale nel sistema di contrasto ai fenomeni antiriciclaggio», occorre, secondo la Corte territoriale, che siano rispettati in modo puntuale di obblighi di conservazione e registrazione prescritti dal Regolamento CONSOB n. 20570/2018 *«in attuazione dell'approccio basato sul rischio che pervade l'intera disciplina di settore.... Diversamente opinando, in situazioni di assenza di una determinazione del profilo di rischio dei clienti dei soggetti obbligati, le disposizioni di cui agli articoli 23 e 24 del Decreto in tema di adeguata verifica semplificata e rafforzata (volte a graduare gli obblighi di adeguata verifica in base alla rischiosità della clientela) non potrebbero operare in concreto».* La Corte d'Appello ha, altresì, confermato - con specifico riguardo ai presupposti dell'intervento della CONSOB - l'orientamento (già espresso in precedenza) secondo il quale, ai sensi dell'art. 62, comma 5, d.lgs. 231/2007, è sufficiente a radicare la competenza di quest'ultima *«la duplice circostanza che sia contestata una 'violazione grave, ripetuta o sistematica' degli illeciti antiriciclaggio e che il sanzionato abbia ricevuto almeno un incarico di revisione da parte di un ente di interesse pubblico o di un ente sottoposto a regime intermedio. Non vale quindi ad escludere i poteri di controllo e di sanzione della CONSOB la circostanza, per vero eventuale, che le violazioni contestate siano riferibili a incarichi non appartenenti in senso stretto alla materia della revisione, o che l'illecito sia stato addebitato con riguardo ad una controparte non qualificabile come 'ente di interesse pubblico o a regime intermedio'».*

Nella vicenda sottoposta alla sua cognizione, la Suprema Corte – in accoglimento del ricorso promosso dall'Istituto avverso una sentenza con cui la Corte meneghina, in applicazione del principio del *favor rei*, aveva ridotto l'entità delle misure pecuniarie complessivamente irrogate a una società di revisione – ha affermato che le sanzioni previste per la violazione della disciplina antiriciclaggio non rivestono natura sostanzialmente penale; infatti, *«i principi convenzionali declinati dalla [...] sentenza Grande Stevens [non] possono portare a ritenere sempre sostanzialmente penale una disposizione qualificata come amministrativa dall'ordinamento interno, specie quando, come nella specie, la sanzione sia contenuta nel limite edittale massimo di un milione di euro, stante l'assenza*

*di una afflittività economica particolarmente spinta, e l'illecito contestato non dia luogo ad alcuna sanzione accessoria, di talché non sarebbe possibile una sua equiparazione, quanto a tipologia, severità, incidenza patrimoniale e personale, alle sanzioni appunto irrogate dalla CONSOB per manipolazione del mercato».*

Da ciò consegue, secondo il Giudice di legittimità, l'inapplicabilità alle sanzioni *de quibus* del principio del *favor rei*, in via generale operante esclusivamente per le sanzioni amministrative che, alla luce dei criteri *Engel*, presentino natura sostanzialmente 'punitiva' e destinato, pertanto, a non estendersi automaticamente all'intero sistema sanzionatorio amministrativo; le sanzioni prive di tale natura – tra le quali vanno annoverate quelle previste per la materia dell'antiriciclaggio – risultano, dunque, sottoposte ai «*principi di legalità, irretroattività e di divieto dell'applicazione analogica di cui all'art. 1 legge 24 novembre 1981, n. 689*» con conseguente «*assoggettamento della condotta illecita alla legge del tempo del suo verificarsi, con conseguente inapplicabilità della disciplina posteriore più favorevole ... senza che possano trovare applicazione analogica, attesa la differenza qualitativa delle situazioni considerate, gli opposti principi di cui all'art. 2, secondo e terzo comma, cod. pen., i quali, recando deroga alla regola generale dell'irretroattività della legge, possono, al di fuori della materia penale, trovare applicazione solo nei limiti in cui siano espressamente richiamati dal legislatore (n.d.r., ad esempio, per ciò che attiene alle sole "violazioni commesse anteriormente all'entrata in vigore del decreto legislativo 25 maggio 2017, n. 90" per effetto della previsione di favor contemplata dall'art. 69, comma 1, del d.lgs. n. 231 del 2007)*».

## 2 La verifica in sede giurisdizionale

### 2.1 Le decisioni di rilievo nell'ambito di cause civili per omessa vigilanza

Nel corso del 2025 la Corte di Cassazione ha annullato con rinvio, per difetto assoluto di motivazione in ordine all'accertamento dell'omissione di vigilanza e della colpa della CONSOB, una sentenza della Corte d'Appello di Roma che aveva accolto le domande risarcitorie proposte nei confronti dell'Autorità per omessa vigilanza sull'agente di cambio Guido de Asmundis.

Con altra pronuncia, ad oggi definitiva, la Corte d'Appello di Milano ha confermato il rigetto, in precedenza pronunciato dal Tribunale di Milano in primo grado, delle domande risarcitorie proposte nei confronti della CONSOB da numerosi investitori, che lamentavano la distrazione delle somme affidate a due imprese di investimento comunitarie – una delle quali operativa in Italia anche mediante

succursale – e contestavano alla CONSOB l'omessa vigilanza su detti intermediari. La Corte ha ribadito che gli investitori non avevano provato il danno, essendo irrilevante, a tal fine, il fatto di essere stati indennizzati dai Fondi di Garanzia degli Stati membri di origine delle imprese di investimento

La Corte d'Appello di Venezia, con sentenza ad oggi definitiva, ha confermato il rigetto, in precedenza pronunciato dal Tribunale di Vicenza in primo grado, della domanda risarcitoria proposta nei confronti della CONSOB da un investitore in azioni di una banca popolare veneta posta in l.c.a. nel 2017, ritenendo corretta la decisione del Tribunale che aveva escluso omissioni di vigilanza della CONSOB, evidenziando, tra l'altro, che i prospetti informativi della banca erano *«idonei ad avvisare i clienti dei pericoli insiti nell'acquisto delle azioni»*, ragione per la quale neppure era ipotizzabile il nesso di causalità tra l'ipotetica omissione di vigilanza e il danno.

Con riguardo a una stessa vicenda risarcitoria, la Corte d'Appello di L'Aquila, con sentenza ad oggi definitiva, ha respinto le domande proposte da numerosi investitori che avevano agito per la condanna, tra gli altri, della CONSOB, per i danni subiti a seguito della sottoscrizione di contratti di investimento con un intermediario comunitario operante in Italia senza stabilimento di succursali. La Corte d'Appello, confermando nel merito la sentenza resa in primo grado dal Tribunale di Pescara, dopo avere premesso che, in base alla legge, *«la responsabilità degli organi di controllo è subordinata all'accertamento di un comportamento omissivo connotato da dolo e colpa grave»*, ha ritenuto che, alla luce della documentazione agli atti del giudizio, potesse *«escludersi una condotta di tal genere»* in quanto la CONSOB, nella vicenda di causa, aveva attivato la cooperazione internazionale avviando *«un'intensa corrispondenza con la autorità di vigilanza anglosassone ed all'esito degli accertamenti svolti [aveva] adottato i provvedimenti sanzionatori»*; di conseguenza la Corte ha escluso *«profili di responsabilità da omessa vigilanza in capo a CONSOB»*. Anche il Tribunale di Salerno, con sentenza ad oggi definitiva, ha rigettato la domanda risarcitoria proposta nei confronti della CONSOB da un ulteriore investitore che, lamentando il mancato rimborso delle quote di un fondo di investimento straniero, addebitava il danno all'Autorità per asserite omissioni di vigilanza sullo stesso intermediario comunitario, quale società di gestione del fondo, oltretutto su due istituti bancari. Nel caso in commento, dopo aver inquadrato l'azione proposta verso la CONSOB nell'ambito della responsabilità aquiliana ex art. 2043 c.c. e aver precisato che il diritto risarcitorio del danneggiato si prescrive nel termine di cinque anni a partire dalla percezione del danno, il Tribunale ha ritenuto insussistenti tutte le omissioni di vigilanza contestate alla CONSOB, accertando,

quanto all'intermediario comunitario, il corretto esercizio dei poteri attribuiti alla CONSOB, tenuto conto della ripartizione dei poteri tra la CONSOB e l'Autorità di vigilanza dello Stato membro d'origine in forza del principio del cosiddetto *'home country control'*; quanto agli istituti bancari, il Tribunale ha rilevato il difetto di allegazione, ancor prima che di prova, delle omissioni di vigilanza contestate alla CONSOB, non avendo il danneggiato indicato in base a quali norme l'Autorità avrebbe avuto l'obbligo di agire e le circostanze di fatto che le avrebbero imposto di attivarsi. Il Tribunale in aggiunta ha ritenuto, altresì, che l'investitore avesse concorso a causare il danno da lui preteso, per aver egli dichiarato di essere consapevole del conflitto di interessi in cui verteva il *'director'* dell'intermediario comunitario, e ha escluso, in ogni caso, che vi fosse dolo o colpa grave della CONSOB, stante la condotta dolosa e delittuosa di ostacolo all'esercizio delle funzioni di vigilanza che è stata posta in essere dallo stesso *'director'* dell'intermediario.

Con una sentenza ad oggi definitiva il Tribunale di Ancona ha rigettato, ritenendola infondata, la domanda risarcitoria proposta nei confronti della CONSOB da una Fondazione bancaria, azionista rilevante di una banca emittente titoli diffusi, che lamentava il danno connesso con la sottoscrizione di azioni emesse dalla banca - il cui valore era stato poi azzerato dalla Banca d'Italia nell'ambito delle misure di risoluzione della banca adottate nel novembre del 2015 ai sensi del d.lgs. n. 180/2015 - effettuato in adesione all'aumento di capitale del 2012 e assistito da prospetto informativo approvato dalla CONSOB. In particolare, il Tribunale ha ritenuto correttamente esercitati dalla CONSOB i poteri di vigilanza a essa attribuiti dalla legge nell'ambito dell'istruttoria per l'approvazione del prospetto e, dunque, insussistente l'omissione di vigilanza a essa contestata, rilevando, da un lato, che la CONSOB era più volte intervenuta nei confronti dell'emittente pretendendo e ottenendo l'inclusione nel prospetto di *«tutte le informazioni in quel momento conoscibili»* e idonee a consentire agli investitori di valutare compiutamente la situazione economico-patrimoniale e le prospettive future dell'emittente per *«formarsi un'idea consapevole della reale rischiosità dell'investimento»* e, dall'altro lato, che all'epoca dell'approvazione del prospetto la CONSOB non era in possesso di alcun elemento di sospetto circa la presenza di carenze informative, men che meno di falsità, nel prospetto, *«soltanto successivamente scoperte - all'esito di un lungo percorso - ed imputabili in via esclusiva alla condotta contraria a buona fede e correttezza tenuta dagli amministratori [della banca, ndr], i quali condizionando i dati di bilancio hanno alterato la situazione economica, patrimoniale e finanziaria della banca»* come riflessa dalle informazioni contenute nel prospetto, *«ingannando sia le autorità di vigilanza che gli investitori circa le prospettive future concretamente realizzabili»* dall'emittente.

## 2.2 Le ipotesi di ostacolo alla vigilanza

Oltre alle ipotesi di abusi di mercato (si veda il capitolo I ‘La vigilanza sui mercati’), nel 2025 è stato definito, all’esito del primo grado, un giudizio per ostacolo all’esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza in cui la CONSOB era costituita parte civile con sentenza di proscioglimento per intervenuta prescrizione.

Un altro giudizio per ostacolo è stato definito agli effetti civili mediante transazione nel corso del primo grado.

Inoltre, un giudizio per ostacolo all’esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza (riguardante una banca popolare) è stato definito in grado di appello con la conferma della condanna dell’imputato e delle statuizioni civili. Nella sentenza, la Corte d’Appello di Venezia ha confermato il diritto della CONSOB al risarcimento del danno non patrimoniale *«nella forma della lesione dell’immagine, tenendo conto del fatto che la compromissione della credibilità dell’attività svolta dall’autorità di vigilanza si rivela significativa, alla luce della risonanza della vicenda e dell’impatto che il default di un istituto [...] ha avuto sul tessuto economico e sociale»*.

Infine, due giudizi per ostacolo all’esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza (riguardanti due banche popolari), sono stati definiti innanzi alla Corte di Cassazione con il rigetto dei ricorsi proposti dagli imputati, con conseguente conferma delle statuizioni civili favorevoli alla CONSOB.

Quanto alla normativa applicabile, in una delle decisioni la Suprema Corte ha ritenuto corretta la decisione dei Giudici di merito secondo cui l’imputato era *«stato chiamato a rispondere nella qualità di Direttore Generale [...], funzione della quale era stato investito a far data dal 26 aprile 2014, e, comunque, nella qualità di ‘dominus dei processi deliberativi dell’ente e delle relative scelte di politica gestionale’ [...]. Funzioni, quella formale e quella sostanziale (da considerarsi rilevante, giusta il disposto di cui all’art. 2639 cod. civ., testualmente applicabile a tutti i reati del ‘Titolo XI del Libro Quinto’ del codice civile, sotto il quale figurano anche le due fattispecie criminose previste dall’art. 2638 cod. civ.), che egli aveva esercitato effettivamente e fino in fondo [...]»*.

# Appendice statistica **C**



# Indice delle tavole

|           |                                                                                                                                             |            |
|-----------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>I</b>  | <b>LA VIGILANZA SUI MERCATI</b>                                                                                                             | <b>155</b> |
|           | <u><i>Le piattaforme di negoziazione, gli scambi e l'integrità informativa dei mercati</i></u>                                              | <u>155</u> |
|           | Tav. al.1 Piattaforme di negoziazione italiane                                                                                              | 155        |
|           | Tav. al.2 Principali indicatori per le sedi di negoziazione EXM, MIV ed EGM di Borsa Italiana                                               | 156        |
|           | Tav. al.3 <i>Exchange traded products</i> sul mercato ETFPlus                                                                               | 157        |
|           | Tav. al.4 <i>Covered warrants</i> e <i>certificates</i> quotati sul SeDeX                                                                   | 157        |
|           | Tav. al.5 Scambi di titoli obbligazionari su mercati italiani                                                                               | 158        |
|           | Tav. al.6 Modifiche ai Regolamenti dei mercati regolamentati e alle relative disposizioni di attuazione nel 2025                            | 159        |
|           | Tav. al.7 Modifiche alle regole di funzionamento di sistemi multilaterali di negoziazione nel 2025                                          | 160        |
|           | Tav. al.8 Sospensione e revoca di strumenti finanziari <i>equity</i> negoziati su Euronext Milan ed Euronext Growth Milan nel 2025          | 160        |
|           | Tav. al.9 Istanze ricevute e provvedimenti adottati relativi al regime di trasparenza pre- e post-negoziazione                              | 161        |
|           | <u><i>Le vendite allo scoperto</i></u>                                                                                                      | <u>161</u> |
|           | Tav. al.10 Posizioni nette corte su azioni italiane                                                                                         | 161        |
|           | <u><i>Gli studi societari e i giudizi di rating</i></u>                                                                                     | <u>162</u> |
|           | Tav. al.11 Distribuzione degli studi per tipologia                                                                                          | 162        |
|           | <u><i>Gli abusi di mercato</i></u>                                                                                                          | <u>162</u> |
|           | Tav. al.12 Segnalazioni di operazioni sospette                                                                                              | 162        |
|           | Tav. al.13 Indagini in materia di abusi di mercato                                                                                          | 163        |
|           | Tav. al.14 Richieste di dati e notizie in materia di abusi di mercato                                                                       | 163        |
|           | Tav. al.15 Costituzioni di parte civile della CONSOB in procedimenti penali per abusi di mercato e relativi esiti                           | 164        |
| <b>II</b> | <b>LA VIGILANZA SUGLI EMITTENTI</b>                                                                                                         | <b>165</b> |
|           | <u><i>L'informativa sugli assetti proprietari</i></u>                                                                                       | <u>165</u> |
|           | Tav. all.1 Comunicazioni relative agli assetti proprietari di società quotate italiane                                                      | 165        |
|           | <u><i>Le offerte al pubblico di acquisto e di scambio</i></u>                                                                               | <u>165</u> |
|           | Tav. all.2 Offerte pubbliche di acquisto e/o scambio su azioni ordinarie                                                                    | 165        |
|           | <u><i>Le operazioni con parti correlate e gli organi di controllo</i></u>                                                                   | <u>166</u> |
|           | Tav. all.3 Documenti informativi su operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate pubblicati nel 2025 dalle società quotate italiane | 166        |

|                                                                                                                                                                |                            |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------|
| <i><a href="#">L'informazione fornita dagli emittenti</a></i>                                                                                                  | <i><a href="#">166</a></i> |
| Tav. all.4 Vigilanza sull'informativa societaria e sugli assetti proprietari                                                                                   | 166                        |
| Tav. all.5 Rendicontazioni di sostenibilità pubblicate ai sensi della normativa e sottoposte a vigilanza della CONSOB                                          | 167                        |
| <i><a href="#">I prospetti informativi</a></i>                                                                                                                 | <i><a href="#">167</a></i> |
| Tav. all.6 Vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di strumenti azionari                                                    | 167                        |
| Tav. all.7 Vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di strumenti <i>non-equity</i>                                           | 168                        |
| Tav. all.8 Offerte di obbligazioni, <i>certificates</i> e <i>covered warrants</i> di banche per tipologia di strumento                                         | 168                        |
| Tav. all.9 Soggetti autorizzati dalla CONSOB all'emissione di titoli di risparmio per l'economia meridionale, numero emissioni e controvalore collocato        | 168                        |
| Tav. all.10 Offerta al pubblico e/o ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari <i>non-equity</i> – documenti 'passaportati'                          | 169                        |
| Tav. all.11 KIDs notificati nel 2025 ai sensi del Regolamento PRIIPs per tipologia di prodotto                                                                 | 169                        |
| Tav. all.12 KIDs notificati nel 2025 per settore e provenienza geografica dei <i>manufacturer</i> dei PRIIPs                                                   | 169                        |
| <b>III LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI</b>                                                                                                                     | <b>170</b>                 |
| <i><a href="#">Gli intermediari bancari e le imprese di investimento</a></i>                                                                                   | <i><a href="#">170</a></i> |
| Tav. all.1 Intermediari per servizi di investimento autorizzati                                                                                                | 170                        |
| Tav. all.2 Banche, Sim e imprese di investimento comunitarie e di paesi terzi                                                                                  | 170                        |
| Tav. all.3 Albo delle Sim                                                                                                                                      | 171                        |
| <i><a href="#">Le società di gestione di portali di crowdfunding</a></i>                                                                                       | <i><a href="#">171</a></i> |
| Tav. all.4 Soggetti per servizi di crowdfunding autorizzati iscritti al registro tenuto dall'ESMA ai sensi dell'art. 14 del Regolamento (UE) 2020/1503         | 171                        |
| <i><a href="#">La protezione degli investitori e la gestione degli esposti</a></i>                                                                             | <i><a href="#">171</a></i> |
| Tav. all.5 Esposti                                                                                                                                             | 171                        |
| Tav. all.6 Esposti procedibili per soggetto coinvolto e oggetto della segnalazione                                                                             | 172                        |
| <b>IV LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ DI REVISIONE</b>                                                                                                              | <b>173</b>                 |
| <i><a href="#">Le società di revisione</a></i>                                                                                                                 | <i><a href="#">173</a></i> |
| Tav. alV.1 Soggetti abilitati all'attività di revisione dei conti incaricati da enti di interesse pubblico (EIP) ed enti sottoposti a regime intermedio (ESRI) | 173                        |
| Tav. alV.2 Distribuzione degli incarichi di revisione sui bilanci delle società quotate                                                                        | 173                        |
| Tav. alV.3 Tipologie di cessazione anticipata dell'incarico di revisione legale dei conti                                                                      | 174                        |
| Tav. alV.4 Giudizi delle società di revisione sui bilanci delle società quotate in mercati regolamentati italiani                                              | 174                        |
| <b>V L'ATTIVITÀ ISPETTIVA E IL CONTRASTO ALL'ABUSIVISMO</b>                                                                                                    | <b>175</b>                 |
| <i><a href="#">L'attività ispettiva</a></i>                                                                                                                    | <i><a href="#">175</a></i> |
| Tav. aV.1 Accertamenti ispettivi avviati e conclusi                                                                                                            | 175                        |
| Tav. aV.2 Soggetti sottoposti ad accertamenti ispettivi                                                                                                        | 175                        |
| Tav. aV.3 Aree di indagine delle verifiche ispettive avviate                                                                                                   | 175                        |

|                                                                                                                                                                                      |            |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <i>La prevenzione e il contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo</i>                                                                                              | <i>175</i> |
| Tav. aV.4 Soggetti sottoposti a verifiche ispettive in materia di antiriciclaggio                                                                                                    | 175        |
| <i>L'attività di contrasto all'abusivismo</i>                                                                                                                                        | <i>176</i> |
| Tav. aV.5 Materia delle istruttorie per ipotesi di abusivismo                                                                                                                        | 176        |
| Tav. aV.6 Accertamenti su siti internet in materia di abusivismo                                                                                                                     | 176        |
| Tav. aV.7 Provvedimenti per prestazione abusiva dei servizi di investimento, offerta abusiva di prodotti finanziari e pubblicità relativa all'offerta abusiva di prodotti finanziari | 176        |
| <b>VI L'ATTIVITÀ DI COMUNICAZIONE E LE ALTRE ATTIVITÀ A TUTELA DELL'INVESTITORE</b>                                                                                                  | <b>177</b> |
| <i>La gestione del sito internet e le relazioni con l'esterno</i>                                                                                                                    | <i>177</i> |
| Tav. aVI.1 Accessi alle pagine del sito internet                                                                                                                                     | 177        |
| Tav. aVI.2 Richieste scritte di documentazione e informazioni relative all'attività della CONSOB                                                                                     | 177        |
| <i>L'attività dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie</i>                                                                                                                       | <i>178</i> |
| Tav. aVI.3 Ricorsi ricevuti dall'Arbitro per le Controversie Finanziarie                                                                                                             | 178        |
| Tav. aVI.4 Intermediari coinvolti nei ricorsi ricevuti dall'Arbitro per le Controversie Finanziarie                                                                                  | 178        |
| <b>VII L'ATTIVITÀ SANZIONATORIA</b>                                                                                                                                                  | <b>179</b> |
| <i>I provvedimenti sanzionatori</i>                                                                                                                                                  | <i>179</i> |
| Tav. aVII.1 Sanzioni pecuniarie irrogate dalla CONSOB                                                                                                                                | 179        |
| Tav. aVII.2 Provvedimenti sanzionatori per violazioni di norme in materia di abusi di mercato                                                                                        | 179        |
| Tav. aVII.3 Provvedimenti sanzionatori per violazioni di obblighi di prevenzione e trasparenza del Regolamento MAR                                                                   | 180        |
| Tav. aVII.4 Sanzioni pecuniarie irrogate nei confronti di intermediari mobiliari                                                                                                     | 181        |
| Tav. aVII.5 Sanzioni amministrative irrogate per violazioni della disciplina in materia di emittenti e società di revisione                                                          | 182        |
| <b>IX L'ATTIVITÀ INTERNAZIONALE</b>                                                                                                                                                  | <b>183</b> |
| <i>L'attività in ambito internazionale</i>                                                                                                                                           | <i>183</i> |
| Tav. aIX.1 Scambio di informazioni fra la CONSOB e le autorità di vigilanza estere                                                                                                   | 183        |
| <b>XI LA GESTIONE DELLE RISORSE UMANE</b>                                                                                                                                            | <b>184</b> |
| <i>L'organizzazione interna</i>                                                                                                                                                      | <i>184</i> |
| Tav. aXI.1 Il personale                                                                                                                                                              | 184        |
| Tav. aXI.2 Distribuzione del personale per qualifica e area organizzativa                                                                                                            | 184        |
| <b>XII LA GESTIONE ECONOMICO-FINANZIARIA E LE PROCEDURE ACQUISITIVE</b>                                                                                                              | <b>185</b> |
| Tav. aXII.1 Schema riassuntivo delle spese e delle entrate                                                                                                                           | 185        |
| Tav. aXII.2 Contribuzioni per categoria di soggetti vigilati                                                                                                                         | 185        |

|                                                                      |                            |
|----------------------------------------------------------------------|----------------------------|
| <b>XIII I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB</b>   | <b>186</b>                 |
| <i><a href="#">Il contenzioso sui provvedimenti di vigilanza</a></i> | <i><a href="#">186</a></i> |
| Tav. aXIII.1 Ricorsi contro atti adottati o proposti dalla CONSOB    | 186                        |
| <b>I LAVORI DI COMMISSIONE</b>                                       | <b>186</b>                 |
| Tav. a.1 Riunioni e delibere adottate                                | 186                        |

---

## Avvertenze

Nelle tavole si utilizzano i seguenti segni convenzionali:

- rilevazione quantitativa nulla;
- fenomeno non esistente;
- .... fenomeno esistente ma dati non noti;
- .. i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato.

Fonte dei dati: se la fonte non è espressamente citata, i dati riportati nelle tavole si intendono acquisiti dalla CONSOB nell'ambito dell'esercizio delle attività istituzionali di vigilanza.

# I LA VIGILANZA SUI MERCATI

## Le piattaforme di negoziazione, gli scambi e l'integrità informativa dei mercati

Tav. al.1 Piattaforme di negoziazione italiane

| gestore                                   | piattaforma           | strumenti negoziati     | ctrv. negoziazioni <sup>1</sup> |          |                   | numero contratti <sup>2</sup> |                   | ctrv. medio contratti <sup>3</sup> |                   |
|-------------------------------------------|-----------------------|-------------------------|---------------------------------|----------|-------------------|-------------------------------|-------------------|------------------------------------|-------------------|
|                                           |                       |                         | n.                              | 2025     | var. <sup>4</sup> | 2025                          | var. <sup>4</sup> | 2025                               | var. <sup>4</sup> |
| mercati regolamentati                     |                       |                         |                                 |          |                   |                               |                   |                                    |                   |
| Borsa Italiana                            | Euronext Milan        | azioni, diritti         | 206                             | 845,7    | 30,5              | 89.914                        | 21,7              | 9,4                                | 7,2               |
|                                           | Euronext MIV Milan    | fondi chiusi e FIA      | 4                               | 0,05     | 40                | 9,5                           | 2                 | 4,9                                | 37,2              |
|                                           | MOT                   | obbligazioni            | 1.727                           | 298,8    | 0,9               | 6.975                         | -11,3             | 42,8                               | 13,7              |
|                                           | ETFPlus               | fondi quotati           | 2.221                           | 153,6    | 44,4              | 12.101                        | 40,1              | 12,7                               | 3,1               |
|                                           | IDEM                  | derivati                | 111.786                         | 1.069    | 12,5              | 22.150                        | 10,3              | 48,3                               | 2                 |
| MTS                                       | MTS Italy             | obbligazioni            | 150                             | 10.572,3 | 41,4              | 1.842                         | 28,6              | 5.739,5                            | 10,4              |
| sistemi multilaterali di negoziazione     |                       |                         |                                 |          |                   |                               |                   |                                    |                   |
| Borsa Italiana                            | Global Equity Market  | azioni                  | 1.020                           | 20,4     | 33,4              | 2.514                         | 56,5              | 8,11                               | -14,8             |
|                                           | Trading After Hours   | azioni                  | 598                             | 3,52     | 37                | 383,53                        | 43,5              | 9,17                               | -4,6              |
|                                           | Euronext Growth Milan | azioni, diritti         | 252                             | 2,04     | -3,3              | 821,74                        | -14,7             | 2,48                               | 13,4              |
|                                           | Euronext Access Milan | obbligazioni            | 383                             | 0,62     | 19                | 5,87                          | -14,8             | 106,4                              | 39,5              |
|                                           | SeDeX                 | securitised derivatives | 25.574                          | 24,6     | 25                | 3.061                         | 25,2              | 8,04                               | -0,2              |
|                                           | ATFund                | fondi                   | 69                              | 0,09     | -58,4             | 1,52                          | -18,4             | 59,2                               | -49               |
|                                           | EuroTLX               | azioni                  | 427                             | 0,18     | -76,8             | 27,42                         | -73,3             | 6,74                               | -13,1             |
|                                           |                       | obbligazioni            | 1.685                           | 12,15    | -8,1              | 573,5                         | 1,5               | 21,2                               | -9,4              |
|                                           |                       | certificates            | 8.045                           | 10,86    | 23,9              | 777,6                         | 9,9               | 13,9                               | 12,8              |
| MTS                                       | BondVision Europe     | obbligazioni            | 23.861                          | 763,1    | 21                | 176,9                         | 33,2              | 4.313,9                            | -9,1              |
|                                           | CashDomestics         | obbligazioni            | 669                             | 1283,8   | 75,3              | 136                           | 47,2              | 9.442,3                            | 19,1              |
|                                           | EBM                   | obbligazioni            | 898                             | 136,3    | 14,9              | 33,4                          | -3,1              | 4.084,2                            | 18,5              |
| Vorvel Sim                                | Vorvel Equity Auction | azioni                  | 19                              | 10       | 6,2               | 23,1                          | 1,1               | 4,5                                | 5,1               |
|                                           | Vorvel Equities       | azioni                  | 38                              | 4,8      | -                 | 689                           | -                 | 6,9                                | -                 |
|                                           | Vorvel Bonds          | obbligazioni            | 1.505                           | 22,6     | -11,9             | 628,4                         | 4,3               | 36,0                               | -15,5             |
|                                           | Vorvel RFQ            | obbligazioni            | 190                             | 0        | -                 | 0                             | -                 | 0                                  | -                 |
|                                           | Vorvel Certificates   | certificates            | 237                             | 3,33     | 156,8             | 1.402,5                       | 130               | 2,38                               | 11,6              |
| internalizzatori sistematici <sup>5</sup> |                       | azioni                  | 134                             | 74,8     | 3                 | 5.076,5                       | 13                | 14,7                               | -8                |
|                                           |                       | altri strumenti         | 20.438                          | 807,1    | 35                | 2.667,4                       | 20                | 302,6                              | 6                 |
|                                           |                       | di cui:                 |                                 |          |                   |                               |                   |                                    |                   |
|                                           |                       | titoli di Stato         | 3.571                           | 99,4     | -61               | 129,7                         | -12               | 766,2                              | -53               |
|                                           |                       | obblig. di gruppo       | 343                             | 3,1      | 27                | 5,7                           | 40                | 539,5                              | -38               |
|                                           |                       | bancarie                | 1.886                           | 10,9     | 285               | 9                             | 105               | 659,5                              | 36                |
|                                           |                       | corporate               | 4.145                           | 8        | 47                | 18,1                          | 119               | 882,7                              | 67                |

Fonte: elaborazioni su dati forniti dalle piattaforme di negoziazione. A seguito dell'acquisizione del Gruppo Borsa Italiana da parte di Euronext NV alcuni mercati sono stati scorporati e/o hanno assunto diversa denominazione; in dettaglio i mercati MTA, MIV, IDEM, AIM Italia ed ExtraMOT sono stati ridenominati rispettivamente 'Euronext Milan', 'Euronext MIV Milan', 'Euronext Derivatives Milan' (dal 24 marzo 2024), 'Euronext Growth Milan' ed 'Euronext Access Milan'. Inoltre, dal 12 febbraio 2024 i segmenti di mercato 'Vorvel Bonds' e 'Vorvel Bonds Order Driven' sono confluiti nell'unico sistema multilaterale di negoziazione 'Vorvel Bonds' dedicato alla negoziazione in obbligazioni mentre da febbraio 2025 è attivo il segmento 'Vorvel Equities'. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. <sup>1</sup> In miliardi di euro. <sup>2</sup> In migliaia. <sup>3</sup> In migliaia di euro.

<sup>4</sup> Variazioni percentuali rispetto all'anno precedente. <sup>5</sup> Sono esclusi i dati relativi agli operatori che hanno cessato l'attività.

**Tav. al.2 Principali indicatori per le sedi di negoziazione EXM, MIV ed EGM di Borsa Italiana**  
(valori monetari in miliardi di euro)

|                                             | 2019 | 2020 | 2021 | 2022  | 2023 | 2024 | 2025    |
|---------------------------------------------|------|------|------|-------|------|------|---------|
| <b>EXM</b>                                  |      |      |      |       |      |      |         |
| capitalizzazione <sup>1</sup>               | 660  | 628  | 798  | 645   | 795  | 824  | 1.041,8 |
| di cui % costituenti Ftse Mib               | 79,5 | 81,5 | 80,2 | 81,4  | 87,2 | 83,6 | 87,9    |
| in % del Pil                                | 36,8 | 36,8 | 43,5 | 32,0  | 37,0 | 37,6 | 47,2    |
| controvalore scambi                         | 529  | 594  | 597  | 553   | 559  | 654  | 865,2   |
| n. società vigilate <sup>1</sup>            | 239  | 237  | 231  | 222   | 225  | 210  | 199     |
| società ammesse a quotazione <sup>2</sup>   | 8    | 8    | 8    | 6     | 10   | 2    | 0       |
| di cui Ipo                                  | 4    | 1    | 5    | 3     | 4    | 1    | 0       |
| società revocate <sup>3</sup>               | 10   | 10   | 14   | 15    | 8    | 17   | 11      |
| <b>EGM</b>                                  |      |      |      |       |      |      |         |
| capitalizzazione <sup>4</sup>               | 6,5  | 5,9  | 11,5 | 10,6  | 8,0  | 8,2  | 10,1    |
| controvalore scambi                         | 2,9  | 2,0  | 4,5  | 3,0   | 2,2  | 2,1  | 2,2     |
| n. società vigilate <sup>4</sup>            | 132  | 138  | 173  | 189   | 202  | 209  | 212     |
| di cui nuove ammissioni                     | 33   | 22   | 43   | 26    | 33   | 21   | 21      |
| <b>indicatori complessivi</b>               |      |      |      |       |      |      |         |
| capitalizzazione                            | 667  | 634  | 810  | 656   | 803  | 832  | 1.051,9 |
| società vigilate                            | 371  | 375  | 404  | 411   | 427  | 419  | 411     |
| Ftse Mib (var. %) <sup>5</sup>              | 28,3 | -5,4 | 23,0 | -13,3 | 28,0 | 12,6 | 31,5    |
| Ftse Italia Mid Cap (var. %) <sup>5</sup>   | 18,3 | -5,8 | 30,8 | -21,0 | 13,1 | 7,2  | 23,2    |
| Ftse Italia Small Cap (var. %) <sup>5</sup> | 28,1 | -4,6 | 50,8 | -14,4 | 2,1  | -0,3 | 30,2    |
| Ftse Italia STAR (var. %) <sup>5</sup>      | 28,0 | 14,1 | 44,7 | -28,3 | 3,3  | -5,1 | 10,2    |

Fonte: Bollettino statistico CONSOB ed Euronext. Dati di fine anno parzialmente stimati. <sup>1</sup> I dati riguardano le azioni di società italiane ed estere quotate su mercati regolamentati italiani per le quali la CONSOB è l'autorità nazionale competente ai sensi dell'art. 4 del Regolamento MAR e dell'art. 27 del Regolamento MiFIR. Il dato relativo alla capitalizzazione è di fonte Euronext ed è calcolato su un perimetro differente rispetto al Bollettino statistico CONSOB, poiché non include le società estere. Il dato include le società quotate sul MIV. <sup>2</sup> Dati relativi alle nuove società ammesse a seguito di IPO, scissioni, fusioni e passaggi di mercato. Il dato Ipo non include le operazioni riferite ai passaggi dall'EGM all'EXM. <sup>3</sup> Dati relativi alle società revocate a seguito di OPA, fusioni, passaggi di mercato e altri provvedimenti ai sensi del Regolamento di Borsa Italiana. <sup>4</sup> I dati riguardano le azioni di società italiane ed estere con azioni ammesse alle negoziazioni su sistemi multilaterali di negoziazione italiani per le quali la CONSOB è l'autorità nazionale competente ai sensi dell'art. 4 del Regolamento MAR e dell'art. 27 del regolamento MiFIR. <sup>5</sup> Variazioni percentuali rispetto all'anno precedente.

**Tav. al.3 *Exchange traded products* sul mercato ETFPlus**

(dati di fine periodo; valori monetari in miliardi di euro)

|             |                        | Etf azionari<br>avanzati | Etf azionari<br>emergenti | Etf<br>obbligazionari | Etf altro | Etc / Etn | <i>totale</i> | <i>numero<br/>contratti<sup>1</sup></i> |
|-------------|------------------------|--------------------------|---------------------------|-----------------------|-----------|-----------|---------------|-----------------------------------------|
| <b>2019</b> | controvalore negoziato | 39,9                     | 7,0                       | 30,0                  | 9,1       | 19,7      | <b>105,7</b>  | <b>5,17</b>                             |
|             | patrimonio gestito     | 29,9                     | 5,2                       | 37,9                  | 8,5       | 6,7       | <b>88,3</b>   |                                         |
| <b>2020</b> | controvalore negoziato | 44,3                     | 7,7                       | 30,6                  | 17,9      | 31,6      | <b>132,1</b>  | <b>8,87</b>                             |
|             | patrimonio gestito     | 30,7                     | 5,6                       | 42,0                  | 15,6      | 7,6       | <b>101,6</b>  |                                         |
| <b>2021</b> | controvalore negoziato | 32,3                     | 7,0                       | 29,6                  | 25,0      | 27,2      | <b>121,1</b>  | <b>8,54</b>                             |
|             | patrimonio gestito     | 48,3                     | 5,7                       | 44,7                  | 17,2      | 7,3       | <b>123,2</b>  |                                         |
| <b>2022</b> | controvalore negoziato | 36,2                     | 4,8                       | 30,3                  | 20,4      | 28,9      | <b>120,6</b>  | <b>8,98</b>                             |
|             | patrimonio gestito     | 39,6                     | 5,7                       | 39,5                  | 16,3      | 8,0       | <b>109,2</b>  |                                         |
| <b>2023</b> | controvalore negoziato | 29,1                     | 3,6                       | 23,8                  | 9,4       | 19,6      | <b>85,5</b>   | <b>7,13</b>                             |
|             | patrimonio gestito     | 54,7                     | 5,6                       | 42,7                  | 11,2      | 7,0       | <b>121,4</b>  |                                         |
| <b>2024</b> | controvalore negoziato | 39,5                     | 4,4                       | 27,5                  | 13,3      | 21,8      | <b>106,5</b>  | <b>8,6</b>                              |
|             | patrimonio gestito     | 71,7                     | 7,7                       | 50,2                  | 12,7      | 8,4       | <b>150,7</b>  |                                         |
| <b>2025</b> | controvalore negoziato | 60,6                     | 6,9                       | 30,8                  | 21,0      | 34,4      | <b>153,6</b>  | <b>12,1</b>                             |
|             | patrimonio gestito     | 86,9                     | 11,0                      | 59,8                  | 16,5      | 13,2      | <b>187,4</b>  |                                         |

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. <sup>1</sup> Dati in milioni.

**Tav. al.4 *Covered warrants* e *certificates* quotati sul SeDeX**

(dati di fine periodo; valori monetari in miliardi di euro)

|             | plain vanilla | investment | leverage | esotici | <b>totale</b> |           |        |         | <i>controvalore<br/>scambi</i> |
|-------------|---------------|------------|----------|---------|---------------|-----------|--------|---------|--------------------------------|
|             |               |            |          |         |               | in essere | nuove  | scadute |                                |
| <b>2019</b> | 4.320         | 1.512      | 2.390    | 383     | <b>8.605</b>  | 11.417    | 11.036 |         | <b>18,4</b>                    |
| <b>2020</b> | 4.200         | 1.944      | 3.312    | 222     | <b>9.678</b>  | 20.224    | 15.510 |         | <b>19,1</b>                    |
| <b>2021</b> | 4.949         | 2.441      | 4.558    | 37      | <b>11.985</b> | 23.973    | 15.552 |         | <b>18,0</b>                    |
| <b>2022</b> | 8.140         | 3.069      | 6.344    | 14      | <b>17.567</b> | 45.037    | 24.869 |         | <b>12,7</b>                    |
| <b>2023</b> | 8.275         | 3.157      | 7.859    | 444     | <b>19.735</b> | 43.660    | 41.492 |         | <b>13,6</b>                    |
| <b>2024</b> | 7.861         | 3.082      | 12.188   | 20      | <b>23.151</b> | 54.715    | 51.299 |         | <b>19,7</b>                    |
| <b>2025</b> | 8.486         | 3.358      | 13.727   | 3       | <b>25.574</b> | 82.447    | 78.894 |         | <b>24,6</b>                    |

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

**Tav. al.5 Scambi di titoli obbligazionari su mercati italiani**

(dati di fine periodo; miliardi di euro)

|             | MTS Italy <sup>1</sup> | BondVision<br>Europe<br>MTF | MTS Cash<br>Domestics<br>MTF | MTS EBM MTF | MOT <sup>2</sup> | EuroTLX<br>MTF | Vorvel<br>MTF | Euronext<br>Access Milan <sup>3</sup><br>MTF | <i>totale</i> |
|-------------|------------------------|-----------------------------|------------------------------|-------------|------------------|----------------|---------------|----------------------------------------------|---------------|
| <b>2019</b> | 921                    | 733                         | 661                          | 58          | 189              | 45             | 6             | 2                                            | <b>1.896</b>  |
| <b>2020</b> | 1.848                  | 877                         | 465                          | 38          | 203              | 32             | 5             | 2                                            | <b>2.967</b>  |
| <b>2021</b> | 3.964                  | 963                         | 751                          | 42          | 159              | 20             | 7             | ..                                           | <b>5.906</b>  |
| <b>2022</b> | 3.043                  | 723                         | 467                          | 61          | 156              | 18             | 5             | ..                                           | <b>4.473</b>  |
| <b>2023</b> | 4.145                  | 535                         | 584                          | 87          | 258              | 12             | 18            | ..                                           | <b>5.639</b>  |
| <b>2024</b> | 7.474                  | 630                         | 731                          | 119         | 296              | 13             | 26            | ..                                           | <b>9.289</b>  |
| <b>2025</b> | 10.572                 | 763                         | 1.284                        | 136         | 298              | 12             | 23            | ..                                           | <b>12.952</b> |

Fonte: elaborazioni su dati forniti da MTS, Borsa Italiana e Vorvel. L'eventuale mancata quadratura è dovuta agli arrotondamenti. <sup>1</sup> Mercato all'ingrosso dei titoli di Stato. <sup>2</sup> Inclusi gli scambi su obbligazioni negoziate sull'EuroMOT. <sup>3</sup> Ex ExtraMOT.

**Tav. al.6 Modifiche ai Regolamenti dei mercati regolamentati e alle relative disposizioni di attuazione nel 2025**

| gestore e modifica                                                    | oggetto della modifica                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | mercato interessato                                                                                                                                  |
|-----------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Borsa Italiana</b>                                                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |                                                                                                                                                      |
| Modifiche al Regolamento (delibera n. 23399 del 22 gennaio 2025)      | Armonizzazione delle previsioni relative alla gestione delle <i>corporate actions</i> per gli strumenti ETP<br><i>Best of book</i> : modifica del meccanismo di ordinamento delle proposte di negoziazione<br>Requisiti degli ETC/ETN<br>KID: modifica alle regole di condotta degli operatori<br>Introduzione di <i>fixed income futures</i> su Btp (decennale e trentennale), Bund, Oat e Bono<br>Calcolo del prezzo minimo e massimo diffusi al pubblico<br>Servizio di <i>pre-settlement</i> per i mercati<br><br>Inoltro ai sistemi di liquidazione dei contratti conclusi tramite <i>internal matching system</i><br>Introduzione della possibilità di quotare tranche di ABS senza <i>rating</i> (o con <i>rating</i> inferiore a "investment grade") sul segmento professionale<br>Regime di <i>listing</i> azionario e dei FIA | ETFplus<br><br>Euronext Derivatives Milan<br><br>Euronext Milan, MIV ed ETFPlus<br>Mercati <i>cash</i><br>MOT<br>Euronext Milan e Euronext MIV Milan |
| Modifiche alle Istruzioni (Assenso della CONSOB del 23 gennaio 2025)  | <i>Fixed income futures</i><br>Opzioni sull'indice di borsa FTSE MIB<br>Opzioni su azioni di tipo americano con consegna fisica<br>Opzioni su azioni di tipo europeo con liquidazione per differenziale<br>Opzioni su azioni di tipo europeo con consegna fisica                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | Euronext Derivatives Milan                                                                                                                           |
| Modifiche al Regolamento (delibera n. 23537 del 30 aprile 2025)       | Requisiti di ammissione dei FIA chiusi con riferimento alle finestre di riapertura<br>Estensione della funzionalità <i>best of book</i><br>Modalità di invio alle infrastrutture di post-trading dei contratti conclusi tramite <i>internal matching system</i><br>Introduzione di un nuovo <i>order type</i> denominato ' <i>Auction Volume Discovery</i> '                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | Euronext MIV Milan e Euronext Milan                                                                                                                  |
| Modifiche al Regolamento (determinazione n. 139 del 10 luglio 2025)   | Introduzione della funzionalità AutoRFQ<br>Disciplina relativa ai <i>green bonds</i> : recepimento delle novità introdotte dalla normativa europea                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | ETFplus<br>MOT                                                                                                                                       |
| Modifiche alle Istruzioni (Assenso della CONSOB del 10 luglio 2025)   | Opzione sull'indice FTSE MIB<br>Opzione su azioni di tipo europeo con consegna fisica                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | Euronext Derivatives Milan                                                                                                                           |
| Modifiche al Regolamento (delibera n. 23646 del 23 luglio 2025)       | Allineamento del regime della trasparenza pre-negoziazione per i derivati alle nuove previsioni della MiFIR Review                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | Euronext Derivatives Milan                                                                                                                           |
| Modifiche al Regolamento (determinazione n. 144 del 4 settembre 2025) | Definizione di <i>retail order</i> per il servizio <i>best of book</i>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | Mercati <i>cash</i>                                                                                                                                  |
| Modifiche alle Istruzioni (Assenso della CONSOB del 4 settembre 2025) | <i>Fixed income futures</i>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | Euronext Derivatives Milan                                                                                                                           |
| <b>MTS</b>                                                            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |                                                                                                                                                      |
| Modifiche al Regolamento (parere al MEF del 29 dicembre 2025)         | Requisiti di partecipazione<br>Disposizioni in tema di sospensione ed esclusione dalle negoziazioni<br>Cancellazione dei contratti                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | MTS Italy                                                                                                                                            |

**Tav. al.7 Modifiche alle regole di funzionamento di sistemi multilaterali di negoziazione nel 2025**

| gestore e modifica    | oggetto della modifica                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | MTF interessato                                                                                                              |
|-----------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Borsa Italiana</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |                                                                                                                              |
| Marzo 2025            | Estensione della funzionalità della distribuzione diretta anche per gli aumenti di capitale e per le offerte in vendita successive all'ammissione<br>Indipendenza dell'Euronext Growth Advisor<br>Introduzione della funzionalità <i>good-till-date</i> (GTD) <i>order</i><br>Disciplina della cancellazione dalla negoziazione di strumenti finanziari derivati cartolarizzati<br>Supporto alla liquidità da parte di un operatore <i>market maker</i> per i titoli di debito diversi da quelli quotati su almeno un mercato regolamentato o un MTF alla data di avvio delle negoziazioni<br>Determinazione del prezzo di riferimento di chiusura | Euronext Growth Milan<br><br>SeDeX e EuroTLX, Cert-X<br><br>EuroTLX, Bond-X<br><br>Borsa Italiana Global Equity Market (GEM) |
| Maggio 2025           | Modalità di negoziazione<br>Riduzione della tempistica del procedimento di ammissione da 10 a 5 giorni<br>Eliminazione di un richiamo non più attuale relativo al prezzo di riferimento<br>Corrispettivo in caso di offerta pubblica di scambio                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | SeDeX e EuroTLX<br>SeDeX<br>TAH<br>Euronext Growth Milan                                                                     |
| Dicembre 2025         | Eliminazione dei cosiddetti ' <i>market orders</i> '<br>Modalità di distribuzione mediante il mercato e definizione di flottante minimo<br>Definizione di mercato designato (eliminazione pubblicazione elenco)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | SeDeX e EuroTLX<br>Euronext Growth Milan                                                                                     |
| <b>MTS</b>            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |                                                                                                                              |
| Febbraio 2025         | Eliminazione del riferimento all'ammissione alle negoziazioni, lasciando il riferimento solo all'ammissione alla quotazione<br>Sostituzione del riferimento alla quotazione sul London Stock Exchange con un riferimento ai mercati del Regno Unito                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | BondVision EU MTF                                                                                                            |
| Settembre 2025        | Introduzione della funzionalità <i>portfolio trade</i> (PT) e <i>market on close</i> (MOC)<br>Affinamenti tecnici                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | BondVision EU MTF                                                                                                            |
| Novembre 2025         | Apertura anche il venerdì, con orari ridotti e senza obblighi di quotazione                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | MTS Cash Domestic MTF<br>Annex Israel                                                                                        |
| <b>Vorvel Sim</b>     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |                                                                                                                              |
| giugno 2025           | Estensione della funzionalità di <i>request for execution</i> (già attiva sul sistema multilaterale di negoziazione Vorvel Certificates) e possibilità di estensione degli orari di negoziazione, agli ETF, ETC/ETN e Fondi di investimento presenti nel Segmento <i>Vorvel Equities</i> del sistema multilaterale di negoziazione <i>Vorvel Bonds</i> .                                                                                                                                                                                                                                                                                           | Vorvel Bonds, segmento Vorvel Equities                                                                                       |

**Tav. al.8 Sospensione e revoca di strumenti finanziari *equity* negoziati su Euronext Milan ed Euronext Growth Milan nel 2025**

| mercato | revoche <sup>1</sup> | sospensioni |                                  |                                    |
|---------|----------------------|-------------|----------------------------------|------------------------------------|
|         |                      |             | a tempo determinato <sup>2</sup> | a tempo indeterminato <sup>3</sup> |
| EXM     | 11                   | 3           | 2                                | 1                                  |
| EGM     | 19                   | 11          | 4                                | 7                                  |
| MIV     | --                   | 2           | 2                                | --                                 |

<sup>1</sup> Le revoche su Euronext Milan (EXM) riguardano: 9 *delisting* a seguito di OPA, 1 su richiesta dell'emittente e 1 a seguito di liquidazione giudiziale. Le revoche su Euronext Growth Milan (EGM) riguardano: 11 *delisting* a seguito di OPA, 1 per mancata approvazione dei documenti contabili entro i termini, 2 su richiesta dell'emittente, 2 per mancata sostituzione dell'EGA entro i termini, 3 per assoggettamento a procedura concorsuale. <sup>2</sup> Tutte le sospensioni a tempo determinato sono state disposte in attesa della diffusione di comunicato stampa da parte dell'emittente. <sup>3</sup> Sospensioni a tempo indeterminato disposte: su EXM in un quadro di incertezza relativo alla governance e, su EGM, in un caso per mancata sostituzione dell'EGA entro i termini, nei restanti in attesa dell'approvazione del bilancio.

Tav. al.9 Istanze ricevute e provvedimenti adottati relativi al regime di trasparenza pre- e post-negoiazione

|      | istanze                             |                               | provvedimenti di sospensione dell'utilizzo delle deroghe |              |                  |                                                              |             |
|------|-------------------------------------|-------------------------------|----------------------------------------------------------|--------------|------------------|--------------------------------------------------------------|-------------|
|      | deroga pre-negoiazione <sup>1</sup> | differimento post-negoiazione | n. istruttorie                                           | n. strumenti | n. provvedimenti | di cui per superamento del massimale sul volume <sup>2</sup> |             |
|      |                                     |                               |                                                          |              |                  | su singola sede                                              | complessivo |
| 2019 | 21                                  | 1                             | 11                                                       | 15           | 6                | --                                                           | 6           |
| 2020 | 7                                   | 4                             | 12                                                       | 6            | 6                | --                                                           | 6           |
| 2021 | --                                  | 1                             | 10                                                       | 8            | 5                | --                                                           | 5           |
| 2022 | 12                                  | 1                             | 13                                                       | 9            | 7                | --                                                           | 7           |
| 2023 | 15                                  | 5                             | 12                                                       | 23           | 10               | --                                                           | 10          |
| 2024 | 2                                   | 1                             | 12                                                       | 62           | 12               | 3                                                            | 12          |
| 2025 | 6                                   | 1                             | 9                                                        | 74           | 9                | 0                                                            | 9           |

<sup>1</sup> Nel 2025 le istanze di deroga alla trasparenza pre-negoiazione presentate dalle sedi di negoziazione italiane, sottoposte alla valutazione dell'ESMA, sono collegate alle modifiche ai regolamenti dei mercati di Borsa Italiana autorizzate dalla CONSOB nel corso dell'anno. <sup>2</sup> Il superamento del massimale sul volume (*double volume cap* - DVC) viene stabilito ad esito delle comunicazioni mensili da parte dell'ESMA degli strumenti finanziari che hanno superato le soglie di volume negoziato previste e pari al 4% del volume negoziato a livello di singola sede di negoziazione e 8% del volume complessivo relativo a tutte le sedi di negoziazione dell'UE. La MiFIR Review sostituisce il DVC con un *single volume cap*, ossia l'applicazione di una soglia unica a livello europeo del 7%, a partire dal mese di ottobre 2025, e prevede l'applicazione diretta delle sospensioni da parte delle sedi di negoziazione, senza la necessità di un intervento istruttorio e dell'adozione di un provvedimento espresso di sospensione da parte delle autorità nazionali competenti.

## Le vendite allo scoperto

Tav. al.10 Posizioni nette corte su azioni italiane

(controvalori delle posizioni nette corte in milioni di euro)

### concentrazione degli investitori

|      | 1° investitore |      | 2° investitore |      | 3° investitore |     | 4° investitore |     | totale <sup>2</sup> |     |
|------|----------------|------|----------------|------|----------------|-----|----------------|-----|---------------------|-----|
|      | ctvl           | %    | ctvl           | %    | ctvl           | %   | ctvl           | %   | ctvl                | %   |
| 2019 | 1.179          | 19,5 | 632            | 10,5 | 367            | 6,1 | 274            | 4,5 | 6.036               | 100 |
| 2020 | 351            | 6,9  | 345            | 6,7  | 309            | 6,0 | 259            | 5,1 | 5.118               | 100 |
| 2021 | 622            | 8,3  | 613            | 8,2  | 489            | 6,5 | 389            | 5,2 | 7.474               | 100 |
| 2022 | 480            | 8,5  | 447            | 7,9  | 446            | 7,9 | 332            | 5,9 | 5.645               | 100 |
| 2023 | 508            | 7,7  | 491            | 7,4  | 420            | 6,3 | 345            | 5,2 | 6.639               | 100 |
| 2024 | 929            | 8,6  | 665            | 6,1  | 581            | 5,4 | 572            | 5,3 | 10.840              | 100 |
| 2025 | 1.263          | 9,9  | 625            | 4,9  | 517            | 4,0 | 510            | 4,0 | 12.772              | 100 |

### nazionalità degli investitori

|      | Regno Unito |      | Stati Uniti |      | territori UK <sup>1</sup> |      | Svizzera |     | totale <sup>2</sup> |       |
|------|-------------|------|-------------|------|---------------------------|------|----------|-----|---------------------|-------|
|      | ctvl        | %    | ctvl        | %    | ctvl                      | %    | ctvl     | %   | ctvl                | %     |
| 2019 | 1.996       | 33,1 | 1.937       | 32,1 | 1.258                     | 20,8 | 97       | 1,6 | 6.036               | 100,0 |
| 2020 | 1.926       | 37,6 | 2.468       | 48,2 | 142                       | 2,8  | 88       | 1,7 | 5.118               | 100,0 |
| 2021 | 2.142       | 28,7 | 3.174       | 42,5 | 226                       | 3,0  | 256      | 3,4 | 7.474               | 100,0 |
| 2022 | 1.690       | 29,9 | 2.987       | 52,9 | 86                        | 1,5  | 59       | 1,0 | 5.645               | 100,0 |
| 2023 | 2.065       | 31,1 | 3.291       | 49,6 | 56                        | 0,8  | 153      | 2,3 | 6.639               | 100,0 |
| 2024 | 3.659       | 33,8 | 5.761       | 53,1 | 227                       | 2,1  | 70       | 0,6 | 10.840              | 100,0 |
| 2025 | 3.435       | 26,9 | 7.095       | 55,5 | 516                       | 4,0  | 31       | 0,2 | 12.772              | 100,0 |

<sup>1</sup> Territori d'Oltremare Britannici. <sup>2</sup> Controvalore complessivo delle posizioni nette corte riferibili a tutti gli investitori.

## Gli studi societari e i giudizi di rating

**Tav. al.11 Distribuzione degli studi per tipologia**

(numero studi)

|                   | non<br>monografici | monografici |                                |                     |                                               |      |      | totale |
|-------------------|--------------------|-------------|--------------------------------|---------------------|-----------------------------------------------|------|------|--------|
|                   |                    |             | nazionalità degli intermediari |                     | tipologia di consiglio operativo <sup>2</sup> |      |      |        |
|                   |                    |             | italiani                       | esteri <sup>1</sup> | buy                                           | hold | sell |        |
| 2019              | 16.722             | 3.833       | 2.059                          | 1.774               | 54,6                                          | 38,9 | 5,8  | 20.555 |
| 2020              | 17.855             | 4.157       | 1.785                          | 2.372               | 56,7                                          | 37,4 | 5,8  | 22.012 |
| 2021              | 12.852             | 3.322       | 1.648                          | 1.674               | 63,9                                          | 31,6 | 4,3  | 16.175 |
| 2022              | 11.258             | 2.970       | 1.798                          | 1.172               | 69,9                                          | 24,9 | 3,9  | 14.228 |
| 2023              | 9.568              | 2.990       | 1.574                          | 1.416               | 68,2                                          | 27,3 | 4,3  | 12.558 |
| 2024              | 9.241              | 2.739       | 1.414                          | 1.325               | 63,7                                          | 32,8 | 3,5  | 11.980 |
| 2025 <sup>3</sup> | 7.803              | 3.687       | 2.172                          | 1.515               | 60,7                                          | 37,6 | 1,7  | 11.490 |

<sup>1</sup> Intermediari esteri con succursale in Italia. <sup>2</sup> Il dato include anche altri giudizi quali *under review*, *not rated* e simili, non riportati in tabella. Valori percentuali. <sup>3</sup> Dati parzialmente stimati. La ripartizione tra studi monografici e non monografici non è confrontabile con gli anni precedenti per la diversa metodologia adottata.

## Gli abusi di mercato

**Tav. al.12 Segnalazioni di operazioni sospette**

|             | da soggetti italiani<br>obbligati ai sensi<br>del Regolamento | da autorità<br>estere | da altre<br>fonti <sup>1</sup> | market<br>observations <sup>2</sup> | totale     | di cui per <sup>3</sup>                  |                            |                    |
|-------------|---------------------------------------------------------------|-----------------------|--------------------------------|-------------------------------------|------------|------------------------------------------|----------------------------|--------------------|
|             |                                                               |                       |                                |                                     |            | abuso di<br>informazioni<br>privilegiate | manipolazione<br>operativa | Altro <sup>4</sup> |
| <b>2019</b> | 276                                                           | 100                   | 22                             | ..                                  | <b>398</b> | 57                                       | 34                         | 9                  |
| <b>2020</b> | 241                                                           | 121                   | 8                              | 85                                  | <b>455</b> | 53                                       | 40                         | 7                  |
| <b>2021</b> | 303                                                           | 127                   | --                             | 27                                  | <b>457</b> | 67                                       | 32                         | 2                  |
| <b>2022</b> | 322                                                           | 138                   | --                             | 20                                  | <b>480</b> | 70                                       | 28                         | 2                  |
| <b>2023</b> | 326                                                           | 101                   | --                             | 13                                  | <b>440</b> | 62                                       | 35                         | 3                  |
| <b>2024</b> | 452                                                           | 107                   | --                             | 34                                  | <b>593</b> | 68                                       | 29                         | 3                  |
| <b>2025</b> | 419                                                           | 142                   | 5                              | 40                                  | <b>606</b> | 70                                       | 28                         | 3                  |

Si segnala che nel 2025 l'Istituto ha trasmesso a omologhe autorità estere segnalazioni ricevute da soggetti italiani relative a 75 condotte sospette verificatesi su mercati esteri. <sup>1</sup> La voce 'altre fonti' può includere investitori qualificati, emittenti, collegi sindacali. <sup>2</sup> Segnalazioni su base volontaria contenenti circostanziate descrizioni di condotte non necessariamente qualificabili come potenziale abuso di mercato ma nondimeno tali da alterare l'ordinato funzionamento delle negoziazioni. <sup>3</sup> Valori percentuali. Nel 2025 gli strumenti finanziari oggetto di segnalazione sono stati prevalentemente azioni (83%); seguono obbligazioni (8%) e derivati (5%). <sup>4</sup> La voce 'altro' include condotte: i) che integrano entrambe le fattispecie illecite (abuso di informazione privilegiata e manipolazione operativa) ovvero di manipolazione informativa, ii) che non risultano immediatamente identificabili sulla base delle informazioni in esse contenute, iii) poste in essere su sedi non vigilate dall'Istituto, iv) riferibili a fatti non riconducibili a possibili forme di abuso di mercato.

**Tav. al.13 Indagini in materia di abusi di mercato**

|                                                                                 | 2019      | 2020     | 2021      | 2022      | 2023      | 2024      | 2025      |
|---------------------------------------------------------------------------------|-----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>indagini in materia di abusi di mercato</b>                                  | 7         | 9        | 15        | 18        | 20        | 24        | 27        |
| <b>ipotesi di illeciti amministrativi e/o penali</b>                            | 6         | 3        | 6         | 7         | 8         | 6         | 10        |
| <i>di cui per abuso e/o comunicazione illecita di informazioni privilegiate</i> | 3         | 1        | 2         | 5         | 6         | 3         | 10        |
|                                                                                 |           |          |           |           |           |           |           |
| <b>soggetti coinvolti in ipotesi di abusi di mercato</b>                        | 2019      | 2020     | 2021      | 2022      | 2023      | 2024      | 2025      |
| <b>abuso e/o comunicazione illecita di informazioni privilegiate</b>            |           |          |           |           |           |           |           |
| intermediari autorizzati <sup>1</sup>                                           | --        | --       | --        | --        | --        | --        | --        |
| insider istituzionali <sup>2</sup>                                              | 5         | 1        | 5         | 6         | 8         | 1         | 8         |
| altri soggetti <sup>3</sup>                                                     | 9         | 7        | 30        | 19        | 10        | 6         | 20        |
| operatori esteri                                                                | --        | --       | --        | --        | --        | --        | --        |
| <b>totale</b>                                                                   | <b>14</b> | <b>8</b> | <b>35</b> | <b>25</b> | <b>18</b> | <b>7</b>  | <b>28</b> |
| <b>manipolazione di mercato</b>                                                 |           |          |           |           |           |           |           |
| intermediari autorizzati <sup>1</sup>                                           | --        | 1        | --        | --        | --        | --        | --        |
| insider istituzionali <sup>2</sup>                                              | 3         | 2        | 15        |           | 12        | 13        | --        |
| altri soggetti <sup>3</sup>                                                     | 5         | 1        | 7         | 3         | 1         | --        | --        |
| operatori esteri                                                                | 2         | --       | --        | --        | 2         | --        | --        |
| <b>totale</b>                                                                   | <b>10</b> | <b>4</b> | <b>22</b> | <b>3</b>  | <b>15</b> | <b>13</b> | <b>0</b>  |

<sup>1</sup> Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio. <sup>2</sup> Soci, amministratori, dirigenti di società quotate e altri insider primari. <sup>3</sup> Insider secondari (art. 187 -bis, comma 4, del TUF).

**Tav. al.14 Richieste di dati e notizie in materia di abusi di mercato**

(numero soggetti destinatari delle richieste)

|             | intermediari autorizzati <sup>1</sup> | società quotate e controllanti o controllate | soggetti privati     | pubbliche amministrazioni | autorità estere | totale |                                                        |
|-------------|---------------------------------------|----------------------------------------------|----------------------|---------------------------|-----------------|--------|--------------------------------------------------------|
|             |                                       |                                              | <i>di cui auditi</i> |                           |                 |        | <i>di cui per conto di autorità estere<sup>2</sup></i> |
| <b>2019</b> | 165                                   | 23                                           | 109                  | 15                        | 102             | 21     | <b>420</b> 17                                          |
| <b>2020</b> | 239                                   | 32                                           | 137                  | 3                         | 88              | 43     | <b>539</b> 8                                           |
| <b>2021</b> | 173                                   | 26                                           | 91                   | --                        | 91              | 61     | <b>442</b> 6                                           |
| <b>2022</b> | 253                                   | 40                                           | 143                  | 13                        | 97              | 20     | <b>553</b> 6                                           |
| <b>2023</b> | 238                                   | 37                                           | 152                  | 8                         | 122             | 16     | <b>565</b> 12                                          |
| <b>2024</b> | 326                                   | 24                                           | 116                  | 16                        | 116             | 20     | <b>602</b> 1                                           |
| <b>2025</b> | 165                                   | 30                                           | 139                  | 41                        | 48              | 23     | <b>405</b> 1                                           |

Il dato relativo alle pubbliche amministrazioni comprende gli accessi autonomamente effettuati dalla CONSOB all'Anagrafe dei rapporti finanziari gestita dall'Agenzia delle Entrate. <sup>1</sup> Banche, Sim, Sgr, agenti di cambio e gestori di mercati regolamentati. <sup>2</sup> Numero di soggetti coinvolti a fronte delle richieste ricevute da autorità estere (Tav. alX.1).

**Tav. al.15 Costituzioni di parte civile della CONSOB in procedimenti penali per abusi di mercato e relativi esiti**

| anno | costituzioni   | sentenze di primo grado                                                                    | sentenze di secondo grado                   | sentenze di Cassazione                               | sentenze di rinvio delle Corti d'Appello | transazioni |
|------|----------------|--------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------|------------------------------------------------------|------------------------------------------|-------------|
| 2019 | 3 <sup>1</sup> | 1 condanna<br>2 patteggiamenti                                                             | 1 condanna<br>1 incompetenza per territorio | 1 condanna<br>1 condanna con rinvio<br>1 assoluzione | 1 rideterminazione della pena            | 2           |
| 2020 | 2 <sup>2</sup> | 2 condanne<br>1 patteggiamento                                                             | 1 condanna                                  |                                                      | 1 rideterminazione della pena            | 2           |
| 2021 | 4 <sup>3</sup> |                                                                                            |                                             | 1 condanna                                           | 1 condanna                               |             |
| 2022 | 1 <sup>4</sup> | 3 condanne<br>1 assoluzione                                                                | 2 condanne<br>1 assoluzione                 | 1 condanna<br>1 assoluzione                          | 1 rideterminazione della pena            | 3           |
| 2023 | 4 <sup>5</sup> | 2 condanne<br>1 assoluzione<br>2 non luogo a procedere<br>2 patteggiamenti                 | 1 assoluzione                               | 2 condanne                                           |                                          | 1           |
| 2024 | 1 <sup>6</sup> | 1 condanna<br>1 assoluzione                                                                | 2 condanne                                  | 1 condanna agli effetti civili                       |                                          |             |
| 2025 | 1 <sup>7</sup> | 1 condanna<br>1 incompetenza per territorio<br>1 patteggiamento<br>1 non luogo a procedere | 1 condanna agli effetti civili              | 2 condanne                                           |                                          | 1           |

<sup>1</sup> Per manipolazione del mercato. <sup>2</sup> Per abuso di informazioni privilegiate. <sup>3</sup> Due per abuso di informazioni privilegiate, due per manipolazione del mercato. <sup>4</sup> Per manipolazione del mercato. <sup>5</sup> Uno per abuso di informazioni privilegiate, tre per manipolazione del mercato. <sup>6</sup> Per manipolazione del mercato. <sup>7</sup> Per abuso di informazioni privilegiate.

## II LA VIGILANZA SUGLI EMITTENTI

### L'informativa sugli assetti proprietari

Tav. all.1 Comunicazioni relative agli assetti proprietari di società quotate italiane

|                         | comunicazioni di partecipazioni rilevanti |                                        |                                     |                        | dichiarazioni di intenzioni <sup>1</sup> | comunicazioni di patti parasociali <sup>2</sup> |         |              |               |
|-------------------------|-------------------------------------------|----------------------------------------|-------------------------------------|------------------------|------------------------------------------|-------------------------------------------------|---------|--------------|---------------|
|                         | superamento della soglia rilevante        | variazione partecipazione già detenuta | riduzione entro la soglia rilevante | <i>totale</i>          |                                          | variazioni/rinnovi                              | stipule | scioglimenti | <i>totale</i> |
| <b>2019</b>             | 154                                       | 167                                    | 136                                 | <i>457</i>             | 31                                       | 62                                              | 39      | 25           | <i>126</i>    |
| <b>2020<sup>3</sup></b> | 341                                       | 212                                    | 166                                 | <i>719</i>             | 41                                       | 77                                              | 47      | 26           | <i>150</i>    |
| <b>2021</b>             | 204                                       | 267                                    | 173                                 | <i>644<sup>4</sup></i> | 34                                       | 99                                              | 19      | 52           | <i>170</i>    |
| <b>2022</b>             | 137                                       | 210                                    | 124                                 | <i>471</i>             | 11                                       | 79                                              | 36      | 24           | <i>139</i>    |
| <b>2023</b>             | 149                                       | 164                                    | 114                                 | <i>427</i>             | 19                                       | 51                                              | 28      | 14           | <i>93</i>     |
| <b>2024</b>             | 170                                       | 301                                    | 183                                 | <i>654</i>             | 44                                       | 76                                              | 34      | 29           | <i>139</i>    |
| <b>2025</b>             | 178                                       | 237                                    | 187                                 | <i>602</i>             | 24                                       | 83                                              | 31      | 22           | <i>136</i>    |

<sup>1</sup> Dichiarazioni di intenzioni ricevute dal 16 ottobre 2017, ai sensi dell'art. 120 del TUF, comma 4-*bis* (cosiddetta norma anti-scorrerie).

<sup>2</sup> Comunicazioni di patti parasociali rilevanti ai sensi dell'art. 122 del TUF. <sup>3</sup> Il dato sulle partecipazioni rilevanti nel 2020 include le comunicazioni effettuate ai sensi del regime temporaneo di trasparenza rafforzata sugli assetti proprietari delle società quotate 'ad azionariato particolarmente diffuso' ai sensi delle delibere 21326 e 21327 del 9 aprile 2020. <sup>4</sup> Di cui 76 riconducibili al regime temporaneo di trasparenza rafforzata degli assetti proprietari adottato da marzo 2020 e in vigore sino al 13 aprile 2021, che, per le comunicazioni delle partecipazioni rilevanti ai sensi dell'art. 120, comma 2 del TUF, prevedeva l'introduzione di soglie aggiuntive ridotte pari all'1% e al 3%, rispettivamente per le società PMI e non PMI ai sensi dell'art. 1 w-*quater*.1 del TUF.

### Le offerte al pubblico di acquisto e di scambio

Tav. all.2 Offerte pubbliche di acquisto e/o scambio su azioni ordinarie

|             | offerte obbligatorie (totalitarie) |                |                     | offerte volontarie |          | <i>totale di cui:</i> |            |                    |                    |                                 |                 |  |
|-------------|------------------------------------|----------------|---------------------|--------------------|----------|-----------------------|------------|--------------------|--------------------|---------------------------------|-----------------|--|
|             | acquisizione controllo             | consolidamento | obbligo di acquisto | totalitarie        | parziali |                       | <i>EGM</i> | <i>non quotate</i> | <i>concorrenti</i> | <i>finalizzate al delisting</i> | <i>OPS/OPAS</i> |  |
| <b>2019</b> | 4                                  | --             | 2                   | 4                  | 2        | <b>12</b>             | 4          | --                 | --                 | 9                               | --              |  |
| <b>2020</b> | 2                                  | --             | 5                   | 4                  | 2        | <b>13</b>             | --         | --                 | --                 | 8                               | 2               |  |
| <b>2021</b> | 5 <sup>1</sup>                     | --             | --                  | 11 <sup>2</sup>    | 1        | <b>17</b>             | 2          | 1                  | --                 | 14                              | --              |  |
| <b>2022</b> | 7                                  | --             | 3                   | 11 <sup>3</sup>    | 2        | <b>23</b>             | 4          | --                 | --                 | 20                              | 2 <sup>4</sup>  |  |
| <b>2023</b> | 7 <sup>5</sup>                     | --             | --                  | 11 <sup>6</sup>    | 3        | <b>21</b>             | 10         | --                 | --                 | 18                              | 1               |  |
| <b>2024</b> | 2                                  | 4              | 2                   | 10                 | 2        | <b>20</b>             | 5          |                    |                    | 19                              | 2               |  |
| <b>2025</b> | 5                                  | --             | 2                   | 12                 | 1        | <b>20</b>             | 7          | --                 | 1                  | 19                              | 4               |  |

I dati si riferiscono alle offerte soggette all'obbligo di pubblicazione di un prospetto. <sup>1</sup> L'offerta obbligatoria su azioni Guala Closures Spa era accompagnata anche da un'offerta volontaria totalitaria sui *warrant*. <sup>2</sup> L'offerta volontaria totalitaria su azioni CFT Spa era accompagnata anche da un'offerta volontaria totalitaria su azioni speciali e azioni a voto plurimo. <sup>3</sup> Le OPA promosse sulle azioni ordinarie di Banca di Cividale Spa e Sourcesense Spa sono state accompagnate da una offerta su *warrant* degli stessi emittenti; L'OPA sulle azioni ordinarie di Banca Carige Spa è stata accompagnata da una offerta su azioni di risparmio. <sup>4</sup> L'OPS Intek Group Spa è stata promossa contestualmente su azioni ordinarie, azioni di risparmio e *warrant* dello stesso emittente. <sup>5</sup> Le OPA promosse su Renenergetica Spa, Digital360 Spa, Sebino Spa, Cover 50 Spa hanno riguardato titoli negoziati su EGM e quindi sono obbligatorie ai sensi degli statuti sociali dei citati emittenti. <sup>6</sup> L'OPA su KME Group Spa è stata promossa contestualmente su azioni ordinarie, azioni di risparmio e *warrant* dello stesso emittente. Le OPA su Net Insurance Spa, Nice Footwear Spa e Reevo Spa sono state promosse contestualmente su azioni ordinarie e *warrant* degli stessi emittenti.

## Le operazioni con parti correlate e gli organi di controllo

**Tav. all.3 Documenti informativi su operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate pubblicati nel 2025 dalle società quotate italiane**

| tipologia di operazione                                         | controparte                                           |                                    |                         | totale    |
|-----------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|------------------------------------|-------------------------|-----------|
|                                                                 | amministratori / società riferibili ad amministratori | controllante / soci di riferimento | controllata / collegata |           |
| contratti di fornitura, servizi, sponsorizzazione, investimento | 2                                                     | 11                                 | 1                       | 14        |
| finanziamento                                                   | -                                                     | 11                                 | 2                       | 13        |
| operazioni sul capitale                                         | -                                                     | 20                                 | 1                       | 21        |
| trasferimento di asset                                          | 1                                                     | 5                                  | 4                       | 10        |
| <b>totale</b>                                                   | <b>3</b>                                              | <b>47</b>                          | <b>8</b>                | <b>58</b> |

## L'informazione fornita dagli emittenti

**Tav. all.4 Vigilanza sull'informativa societaria e sugli assetti proprietari**

|                                                                                                                                 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| richieste di informazioni <i>ex art. 115 del TUF</i> <sup>1</sup>                                                               | 394  | 314  | 366  | 271  | 268  | 251  | 351  |
| richieste di pubblicazione di dati e notizie <i>ex art. 114 del TUF</i>                                                         | 17   | 33   | 15   | 18   | 8    | 10   | 26   |
| esoneri e proroghe <i>ex art. 114, c. 6, del TUF</i>                                                                            | 4    | 1    | 4    | 5    | 2    | 2    | 3    |
| richieste di comunicazione di dati e notizie <i>ex art. 114, c. 3, del TUF</i>                                                  | --   | --   | 3    | 6    | 3    | 2    | 3    |
| richieste di pubblicazione immediata di raccomandazioni in presenza di <i>rumours ex art. 69-novies</i> , Regolamento Emittenti | 4    | 8    | 6    | 5    | 2    | 4    |      |
| ritardo di diffusione di informazioni privilegiate, <i>ex art. 17, c. 4 e c. 5, Regolamento MAR</i>                             | 322  | 323  | 412  | 401  | 303  | 358  | 411  |
| lettere di richiamo                                                                                                             | 4    | 1    | 1    | 8    | 1    | 1    | 4    |
| impugnative di bilancio                                                                                                         | --   | 1    | --   | --   | --   |      |      |
| procedimenti di non conformità <i>ex art. 154-ter, c. 7, del TUF</i>                                                            | 2    | 1    | 1    | 2    | 2    |      | 1    |
| segnalazioni all'Autorità Giudiziaria                                                                                           | 6    | 2    | 6    | 3    | 2    | 1    | 4    |

<sup>1</sup> Il dato comprende anche le richieste di informazioni sull'azionariato.

### Tav. all.5 Rendicontazioni di sostenibilità pubblicate ai sensi della normativa e sottoposte a vigilanza della CONSOB

Dichiarazioni non finanziarie (DNF) pubblicate ai sensi del d.lgs. 254/2016

|                                                                         | 2019             | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|-------------------------------------------------------------------------|------------------|------|------|------|------|------|
| <b>società che hanno pubblicato DNF</b>                                 | 208              | 204  | 210  | 211  | 208  | 213  |
| con azioni quotate                                                      | 152 <sup>1</sup> | 149  | 150  | 145  | 142  | 145  |
| con titoli quotati su mercati regolamentati diversi da quelli domestici | 28               | 22   | 20   | 24   | 24   | 25   |
| banche e assicurazioni non quotate                                      | 24               | 23   | 24   | 23   | 23   | 23   |
| emittenti che hanno pubblicato la DNF in via volontaria                 | 4                | 10   | 16   | 19   | 19   | 20   |

Rendicontazioni di sostenibilità pubblicate ai sensi del d.lgs. 125/2024

|                                                                      | 2025 |
|----------------------------------------------------------------------|------|
| <b>società che hanno pubblicato rendicontazioni di sostenibilità</b> | 140  |
| con azioni quotate                                                   | 137  |
| con obbligazioni quotate                                             | 3    |

I dati fino al 2024 si riferiscono alle dichiarazioni non finanziarie (DNF) pubblicate ai sensi del d.lgs. 254/2016. Dal 2025 i dati si riferiscono alle rendicontazioni di sostenibilità pubblicate ai sensi del d.lgs. 125/2024 dagli emittenti quotati che hanno l'Italia come Stato membro di origine e che sono sotto la vigilanza della CONSOB. <sup>1</sup> Il dato include una DNF pubblicata da società quotata su base volontaria.

### I prospetti informativi

#### Tav. all.6 Vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di strumenti azionari

(numero prospetti informativi)

|                                                                        | 2019      | 2020      | 2021      | 2022      | 2023      | 2024      | 2025     |
|------------------------------------------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|
| <b>ammissione alle negoziazioni di titoli azionari<sup>1</sup></b>     | 18        | 13        | 11        | 10        | 13        | 5         | 1        |
| di cui tramite offerta al pubblico                                     | 3         | 3         | --        | --        | --        | --        | --       |
| <b>aumenti di capitale in opzione ai soci<sup>2</sup></b>              | 2         | 5         | 8         | 4         | 6         | 5         | 3        |
| <b>altre offerte<sup>3</sup></b>                                       | --        | --        | --        | --        | --        | --        | 1        |
| <b>offerte di titoli non quotati di emittenti italiani<sup>4</sup></b> | --        | --        | 2         | 2         | 1         | 3         | 1        |
| <b>giudizi di equivalenza<sup>5</sup></b>                              | --        | --        | --        | --        | --        | --        | --       |
| <b>documenti di esenzione<sup>6</sup></b>                              | --        | --        | --        | 1         | 1         | --        | --       |
| <b><i>totale</i></b>                                                   | <b>20</b> | <b>18</b> | <b>21</b> | <b>17</b> | <b>21</b> | <b>13</b> | <b>6</b> |

I dati non includono i casi in cui, nel corso dell'istruttoria di approvazione del prospetto, l'emittente ha maturato la decisione di rinunciare all'obiettivo dell'ammissione a quotazione o dell'offerta al pubblico. <sup>1</sup> I dati riguardano le operazioni per le quali è stata concessa nel corso dell'anno l'approvazione del prospetto di ammissione alle negoziazioni, incluse operazioni di società già quotate non riconducibili ad aumenti di capitale in opzione. <sup>2</sup> Aumenti di capitale di società quotate (inclusi quelli con abbinati *warrants* e obbligazioni convertibili). <sup>3</sup> Il dato include offerte di vendita, pubbliche o private, o di sottoscrizione, non finalizzate all'ammissione a quotazione e i piani di *stock options* riservati ai dipendenti, mentre non comprende le offerte che hanno comportato il riconoscimento di prospetti esteri. <sup>4</sup> Sono inclusi i prospetti relativi a emittenti diffusi, a emittenti azioni non diffuse e a costituente banche; sono esclusi i prestiti obbligazionari, i *covered warrants* e *certificates* e le offerte riservate ai dipendenti. <sup>5</sup> A seguito dell'entrata in vigore del Regolamento (UE) 2017/1129 (Regolamento Prospetto), a partire dal 21 luglio 2019 non sono più emessi giudizi di equivalenza. <sup>6</sup> Si tratta di documenti sottoposti ad approvazione preventiva ai sensi dell'art. 1, paragrafo 6-bis, lettera b) del Regolamento (UE) 2017/1129. Non sono quindi inclusi i casi di esenzione ai sensi dell'art. 1, paragrafo 4, primo comma, lettere d-bis e d-ter, e dell'art. 1, paragrafo 5, primo comma, lettera b-bis del Regolamento Prospetto.

**Tav. all.7 Vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di strumenti *non-equity***  
(numero documenti)

|                                              | 2019       | 2020       | 2021       | 2022       | 2023       | 2024       | 2025       |
|----------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| documenti relativi a prestiti obbligazionari | 45         | 18         | 26         | 15         | 32         | 24         | 69         |
| <i>covered warrants e certificates</i>       | 13         | 13         | 7          | 17         | 11         | 11         | 11         |
| ammissione a quotazione di <i>warrants</i>   | 3          | 4          | 3          | 1          | --         | 2          | 1          |
| Oicr <sup>1</sup>                            | 384        | 319        | 370        | 426        | 405        | 445        | 447        |
| <b><i>totale</i></b>                         | <b>445</b> | <b>354</b> | <b>406</b> | <b>459</b> | <b>448</b> | <b>482</b> | <b>528</b> |

<sup>1</sup> Il dato comprende le offerte al pubblico di quote di fondi comuni e di azioni di Sicav, le ammissioni a quotazione di quote di partecipazione in fondi chiusi italiani e di strumenti finanziari emessi da società di gestione di diritto estero. Il dato include anche le commercializzazioni di nuovi comparti di Oicr esteri armonizzati.

**Tav. all.8 Offerte di obbligazioni, *certificates* e *covered warrants* di banche per tipologia di strumento**  
(prospetti domestici sottoposti al regime ordinario; valori monetari in milioni di euro)

|             | controvalore collocato |                                        |                      | numero titoli offerti |                                        |                      |
|-------------|------------------------|----------------------------------------|----------------------|-----------------------|----------------------------------------|----------------------|
|             | obbligazioni           | <i>certificates e covered warrants</i> | <b><i>totale</i></b> | obbligazioni          | <i>certificates e covered warrants</i> | <b><i>totale</i></b> |
| <b>2019</b> | 3.794                  | 6.791                                  | <b>10.585</b>        | 93                    | 107                                    | <b>200</b>           |
| <b>2020</b> | 472                    | 1.749                                  | <b>2.221</b>         | 41                    | 49                                     | <b>90</b>            |
| <b>2021</b> | 647                    | 1.461                                  | <b>2.108</b>         | 23                    | 428                                    | <b>451</b>           |
| <b>2022</b> | 3.084                  | 3.245                                  | <b>6.329</b>         | 31                    | 1.056                                  | <b>1.087</b>         |
| <b>2023</b> | 5.900                  | 3.674                                  | <b>9.574</b>         | 74                    | 1.038                                  | <b>1.112</b>         |
| <b>2024</b> | 2.363                  | 2.099                                  | <b>4.462</b>         | 56                    | 1.284                                  | <b>1.340</b>         |
| <b>2025</b> | 3.157                  | 6.170                                  | <b>9.328</b>         | 64                    | 1.651                                  | <b>1.715</b>         |

I dati si riferiscono alle offerte sottoposte al regime ordinario di cui agli artt. 94 e ss. del TUF.

**Tav. all.9 Soggetti autorizzati dalla CONSOB all'emissione di titoli di risparmio per l'economia meridionale, numero emissioni e controvalore collocato**  
(valori monetari in milioni di euro)

|                             | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|-----------------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| numero soggetti autorizzati | 2    | 1    | 1    | 2    | --   | 3    | 1    |
| numero emissioni            | 3    | 1    | 1    | 2    | --   | 4    | 2    |
| controvalore collocato      | 18   | 8    | 10   | 22   | --   | 33   | 6    |

Con l'entrata in vigore del d.m. 1° dicembre 2011 che disciplina i titoli di risparmio per l'economia meridionale sono state dettate le misure attuative dell'art. 8 comma 4 del d.l. 70/2011. La norma mira a consentire alle banche italiane, comunitarie ed extra-comunitarie, di emettere titoli di risparmio per favorire il riequilibrio territoriale dei flussi di credito per gli investimenti a medio e lungo termine delle piccole e medie imprese e per sostenere progetti etici nel Mezzogiorno. I titoli sono soggetti a un regime fiscale agevolato (aliquota sui redditi di capitale pari al 5% anziché al 20%).

**Tav. all.10 Offerta al pubblico e/o ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari *non-equity* – documenti ‘passaportati’**

|             | Lussemburgo | Germania | Irlanda | Regno Unito | Francia | altri | <i>totale complessivo</i> |
|-------------|-------------|----------|---------|-------------|---------|-------|---------------------------|
| <b>2019</b> | 264         | 89       | 74      | 18          | 47      | 14    | <b>506</b>                |
| <b>2020</b> | 256         | 73       | 92      | 21          | 47      | 39    | <b>528</b>                |
| <b>2021</b> | 213         | 89       | 115     | --          | 40      | 63    | <b>520</b>                |
| <b>2022</b> | 213         | 110      | 113     | --          | 45      | 64    | <b>545</b>                |
| <b>2023</b> | 244         | 105      | 106     | --          | 36      | 112   | <b>603</b>                |
| <b>2024</b> | 223         | 129      | 131     | --          | 49      | 166   | <b>698</b>                |
| <b>2015</b> | 274         | 92       | 111     | --          | 55      | 169   | <b>701</b>                |

La categoria ‘altri’ include Olanda, Austria, Liechtenstein, Svezia ed Estonia.

**Tav. all.11 KIDs notificati nel 2025 ai sensi del Regolamento PRIIPs per tipologia di prodotto**

| tipologia di prodotto finanziario <sup>1</sup> | nuovi prodotti |                         | updates          |                         | totale notifiche |                         |
|------------------------------------------------|----------------|-------------------------|------------------|-------------------------|------------------|-------------------------|
|                                                | numero         | <i>peso<sup>2</sup></i> | numero           | <i>peso<sup>2</sup></i> | numero           | <i>peso<sup>2</sup></i> |
| <b>securities</b>                              | 254.608        | <i>97,8</i>             | 7.695.778        | <i>94,4</i>             | 7.950.386        | <i>94,5</i>             |
| <b>derivatives</b>                             | 2.286          | <i>0,9</i>              | 315.421          | <i>3,9</i>              | 317.707          | <i>3,8</i>              |
| <b>IBIPs</b>                                   | 377            | <i>0,1</i>              | 109.131          | <i>1,3</i>              | 109.508          | <i>1,3</i>              |
| <b>CISs</b>                                    | 2.970          | <i>1,2</i>              | 35.964           | <i>0,4</i>              | 38.934           | <i>0,4</i>              |
| <b>deposits</b>                                | 1              | <i>..</i>               | 160              | <i>..</i>               | 161              | <i>..</i>               |
| <b><i>totale</i></b>                           | <b>260.242</b> | <b>100,0</b>            | <b>8.156.454</b> | <b>100,0</b>            | <b>8.416.696</b> | <b>100,0</b>            |

<sup>1</sup> Le classificazioni relative alla tipologia di prodotto finanziario sono indicate nelle Istruzioni operative per la notifica del KID dei PRIIPs del 22 dicembre 2017. Nello specifico: per *securities* si intendono obbligazioni, derivati cartolarizzati e *asset backed securities*; per *derivatives* si intendono gli strumenti derivati, sia Etd sia Otc; per IBIPs si intendono gli *insurance-based investment products*; per CISs si intendono i *collective investment schemes*; per *deposits* si intendono i depositi strutturati. <sup>2</sup> Percentuale sul totale.

**Tav. all.12 KIDs notificati nel 2025 per settore e provenienza geografica dei *manufacturer* dei PRIIPs**

(numero prodotti e *updates* per tipologia di *manufacturer* con almeno un KID notificato nel 2024)

| provenienza geografica | settore                                | numero prodotti | numero <i>updates</i> | <i>totale</i>    |
|------------------------|----------------------------------------|-----------------|-----------------------|------------------|
| <b>italiani</b>        |                                        | <b>3.614</b>    | <b>212.941</b>        | <b>216.555</b>   |
| <i>di cui:</i>         | <i>banche</i>                          | 2.777           | 122.377               | 125.154          |
|                        | <i>imprese di assicurazione</i>        | 325             | 87.537                | 87.862           |
|                        | <i>imprese di investimento</i>         | --              | 1                     | 1                |
|                        | <i>Sgr</i>                             | 473             | 2.990                 | 3.463            |
|                        | <i>società non finanziarie</i>         | 39              | 36                    | 75               |
| <b>esteri</b>          |                                        | <b>256.658</b>  | <b>7.943.471</b>      | <b>8.200.129</b> |
| <i>di cui:</i>         | <i>banche</i>                          | 225.065         | 7.327.969             | 7.553.034        |
|                        | <i>imprese di assicurazione</i>        | 52              | 21.594                | 21.646           |
|                        | <i>imprese di investimento</i>         | 28.592          | 559.329               | 587.921          |
|                        | <i>gestori collettivi</i>              | 2.528           | 32.943                | 35.471           |
|                        | <i>società di gestione dei mercati</i> | 421             | 1.636                 | 2.057            |
|                        | <b><i>totale complessivo</i></b>       | <b>260.272</b>  | <b>8.156.412</b>      | <b>8.416.684</b> |

### III LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI

#### *Gli intermediari bancari e le imprese di investimento*

**Tav. alII.1 Intermediari per servizi di investimento autorizzati**

|                                                                                                        | 2019       | 2020       | 2021       | 2022       | 2023       | 2024       | 2025       |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>totale soggetti autorizzati</b>                                                                     | <b>520</b> | <b>506</b> | <b>482</b> | <b>459</b> | <b>447</b> | <b>442</b> | <b>434</b> |
| <b>BANCHE</b>                                                                                          |            |            |            |            |            |            |            |
| <b>numero soggetti autorizzati</b>                                                                     | <b>452</b> | <b>442</b> | <b>418</b> | <b>398</b> | <b>386</b> | <b>382</b> | <b>377</b> |
| consulenza in materia di investimenti                                                                  | 405        | 405        | 367        | 378        | 355        | 349        | 346        |
| negoiazione per conto proprio                                                                          | 296        | 299        | 274        | 282        | 265        | 262        | 259        |
| esecuzione di ordini per conto dei clienti <sup>1</sup>                                                | 415        | 418        | 375        | 398        | 362        | 357        | 351        |
| assunzione a fermo e/o collocamento sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente | 131        | 134        | 120        | 127        | 114        | 114        | 115        |
| collocamento senza impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente                                   | 407        | 406        | 367        | 376        | 355        | 351        | 346        |
| gestione di portafogli                                                                                 | 125        | 125        | 109        | 116        | 106        | 104        | 106        |
| ricezione e trasmissione di ordini                                                                     | 417        | 418        | 377        | 386        | 366        | 362        | 357        |
| gestione di MTF                                                                                        | 4          | 3          | 2          | 2          | 3          | 3          | 3          |
| <b>numero medio di servizi per soggetto</b>                                                            | <b>4,9</b> | <b>5,0</b> | <b>5,0</b> | <b>5,0</b> | <b>5,0</b> | <b>5,0</b> | <b>5,0</b> |
| <b>SIM</b>                                                                                             |            |            |            |            |            |            |            |
| <b>numero soggetti autorizzati</b>                                                                     | <b>68</b>  | <b>64</b>  | <b>64</b>  | <b>61</b>  | <b>61</b>  | <b>60</b>  | <b>57</b>  |
| consulenza in materia di investimenti                                                                  | 52         | 52         | 47         | 47         | 45         | 45         | 44         |
| negoiazione per conto proprio                                                                          | 15         | 15         | 15         | 15         | 16         | 16         | 16         |
| esecuzione di ordini per conto dei clienti <sup>1</sup>                                                | 55         | 55         | 49         | 49         | 45         | 44         | 42         |
| assunzione a fermo e/o collocamento sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente | 5          | 5          | 5          | 5          | 5          | 5          | 5          |
| collocamento senza impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente                                   | 38         | 38         | 32         | 32         | 36         | 35         | 34         |
| gestione di portafogli                                                                                 | 33         | 33         | 26         | 26         | 25         | 25         | 26         |
| ricezione e trasmissione di ordini                                                                     | 36         | 36         | 35         | 35         | 39         | 39         | 36         |
| gestione di MTF                                                                                        | 1          | 1          | 1          | 1          | 1          | 1          | 1          |
| <b>numero medio di servizi per soggetto</b>                                                            | <b>3,7</b> | <b>3,7</b> | <b>3,5</b> | <b>3,4</b> | <b>3,5</b> | <b>3,5</b> | <b>3,6</b> |

Fonte: CONSOB e Banca d'Italia. <sup>1</sup> Sono inclusi anche i soggetti autorizzati 'di diritto' a tale servizio con la limitazione operativa della sottoscrizione e compravendita di strumenti finanziari di propria emissione, così come previsto dall'art. 10, comma 7, del decreto legislativo 3 agosto 2017, n. 129.

**Tav. alII.2 Banche, Sim e imprese di investimento comunitarie e di paesi terzi**

(numero di iniziative)

|                                                                  | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | di cui:                |                           |                       |
|------------------------------------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------------------------|---------------------------|-----------------------|
|                                                                  |      |      |      |      |      |      |      | richieste <sup>1</sup> | convocazioni <sup>2</sup> | richiami <sup>3</sup> |
| <b>banche</b>                                                    | 167  | 140  | 162  | 152  | 193  | 168  | 134  | 4                      | 8                         | --                    |
| <b>Sim, imprese di investimento comunitarie e di paesi terzi</b> | 53   | 42   | 20   | 26   | 46   | 22   | 80   | 2                      | --                        | --                    |

<sup>1</sup> Richieste di dati e notizie *ex art. 6-bis*, comma 4, *lett. a)*, del TUF. <sup>2</sup> Convocazione esponenti aziendali *ex art. 7*, comma 1, *lett. a)*, del TUF. <sup>3</sup> Richiami di attenzione art. 7, comma 1-*ter*, del TUF.

### Tav. all.3 Albo delle Sim

|                          | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 <sup>1</sup> | 2023 | 2024 | 2025 |
|--------------------------|------|------|------|-------------------|------|------|------|
| Sim iscritte a fine anno | 68   | 64   | 64   | 61                | 61   | 60   | 57   |
| Sim iscritte nell'anno   | 5    | 4    | 5    | 3                 | 5    | 2    | 2    |
| Sim cancellate nell'anno | 4    | 8    | 5    | 6                 | 5    | 3    | 5    |

<sup>1</sup> Il numero delle Sim iscritte a fine anno include una Sim fiduciaria dinamica.

### Le società di gestione di portali di crowdfunding

#### Tav. all.4 Soggetti per servizi di crowdfunding autorizzati iscritti al registro tenuto dall'ESMA ai sensi dell'art. 14 del Regolamento (UE) 2020/1503

|                                                                                                       | 2023 <sup>1</sup> | 2024 | 2025 |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|------|------|
| numero soggetti europei autorizzati                                                                   | 17                | 41   | 40   |
| <i>lending-based crowdfunding (art. 2, c. 1, lett. a), sub i) del Regolamento (UE) 2020/1503)</i>     | 9                 | 20   | 20   |
| <i>investment-based crowdfunding (art. 2, c. 1, lett. a), sub ii) del Regolamento (UE) 2020/1503)</i> | 12                | 27   | 26   |

<sup>1</sup> Dall'11 novembre 2023, data dalla quale hanno potuto operare esclusivamente i soggetti autorizzati ai sensi dell'art. 12 del Regolamento (UE) 2020/1503.

### La protezione degli investitori e la gestione degli esposti

#### Tav. all.5 Esposti

(numero esposti a fine anno)

|             | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025 <sup>1</sup> |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------------|
| ricevuti    | 2.838 | 2.778 | 2.574 | 2.742 | 2.713 | 2.742 | 3.344             |
| procedibili | 2.491 | 2.465 | 2.332 | 2.535 | 2.490 | 2.617 | 3.307             |

<sup>1</sup> Il dato relativo agli esposti ricevuti include quelli la cui procedibilità è in corso di valutazione. Sono considerati 'improcedibili' gli esposti: i) da cui non siano desumibili i soggetti vigilati, i fatti oggetto di doglianza e, in generale, elementi utili ai fini dell'attività di vigilanza della CONSOB; ii) dai quali non siano ravvisabili ipotesi di violazione di norme specifiche; iii) riguardanti soggetti o materie non rientranti nella competenza della CONSOB. Tre degli esposti ricevuti nel 2025 sono classificabili come 'qualificati', in quanto inoltrati a norma degli artt. 4-*undecies* e 4-*duodecies* del TUF (*whistleblowing*) e ai sensi della Direttiva di esecuzione (UE) 2015/2392 relativa al Regolamento MAR.

**Tav. all.6 Esposti procedibili per soggetto coinvolto e oggetto della segnalazione**

**soggetti coinvolti**

|             | banche | soggetti non autorizzati | emittenti | consulenti | società di revisione | Sim | altro | <i>totale</i> |
|-------------|--------|--------------------------|-----------|------------|----------------------|-----|-------|---------------|
| <b>2019</b> | 1.431  | 852                      | 244       | 27         | 10                   | 50  | 387   | <b>3.001</b>  |
| <b>2020</b> | 983    | 758                      | 348       | 17         | --                   | 219 | 233   | <b>2.558</b>  |
| <b>2021</b> | 865    | 1.138                    | 89        | 4          | 3                    | 16  | 21    | <b>2.136</b>  |
| <b>2022</b> | 813    | 1.342                    | 165       | 27         | 1                    | 160 | 132   | <b>2.640</b>  |
| <b>2023</b> | 865    | 1.248                    | 148       | 4          | 1                    | 132 | 123   | <b>2.521</b>  |
| <b>2024</b> | 684    | 1.557                    | 153       | 17         | 2                    | 111 | 165   | <b>2.689</b>  |
| <b>2025</b> | 660    | 2.261                    | 133       | 27         | 4                    | 116 | 182   | <b>3.383</b>  |

**oggetto degli esposti**

|             | prestazione servizi di investimento | abusivismi finanziari | piattaforme negoziazione | condotte consulenti | revisione contabile | governance e informativa societaria | altro | <i>totale</i> |
|-------------|-------------------------------------|-----------------------|--------------------------|---------------------|---------------------|-------------------------------------|-------|---------------|
| <b>2019</b> | 1.382                               | 854                   | 113                      | 41                  | 15                  | 155                                 | 440   | <b>3.000</b>  |
| <b>2020</b> | 1.213                               | 772                   | 404                      | 16                  | --                  | 117                                 | 25    | <b>2.547</b>  |
| <b>2021</b> | 926                                 | 1.148                 | 58                       | 2                   | 3                   | 71                                  | 61    | <b>2.269</b>  |
| <b>2022</b> | 842                                 | 1.352                 | 115                      | 10                  | 4                   | 110                                 | 268   | <b>2.701</b>  |
| <b>2023</b> | 761                                 | 1.257                 | 95                       | 13                  | 2                   | 108                                 | 337   | <b>2.573</b>  |
| <b>2024</b> | 592                                 | 1.562                 | 77                       | 13                  | 2                   | 102                                 | 372   | <b>2.720</b>  |
| <b>2025</b> | 290                                 | 2.243                 | 75                       | 33                  | 6                   | 68                                  | 714   | <b>3.429</b>  |

Il numero complessivo degli esposti può superare il numero totale degli esposti procedibili ricevuti a causa della riferibilità di ciascun esposto a più soggetti e/o a più oggetti. Con riferimento ai soggetti coinvolti, la categoria 'emittenti' include anche: emittenti di titoli diffusi, emittenti esteri di strumenti finanziari quotati in Italia ed emittenti di strumenti negoziati in sistemi multilaterali di negoziazione; la categoria 'Sim' include le società fiduciarie e le imprese di investimento comunitarie con e senza succursale; la categoria 'altro' include: imprese di assicurazione, Sgr, società di gestione di mercati regolamentati, società non più quotate, gestori collettivi esteri, offerenti, gestori di piattaforme di crowdfunding. Con riferimento all'oggetto degli esposti, la categoria 'abusivismi finanziari', introdotta a partire da gennaio 2015, include la prestazione abusiva di servizi di investimento, in precedenza compresa nella categoria 'prestazione servizi d'investimento', e le offerte abusive, in precedenza incluse nella categoria 'altro', tra gli esposti riferiti alle offerte al pubblico di sottoscrizione e vendita. La categoria 'altro' include gli esposti riferiti a: operazioni societarie straordinarie, procedure amministrative degli intermediari, offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita, offerta al pubblico di acquisto e/o scambio, gestione accentrata e dematerializzazione, crowdfunding.

## IV LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ DI REVISIONE

### Le società di revisione

**Tav. alV.1 Soggetti abilitati all'attività di revisione dei conti incaricati da enti di interesse pubblico (EIP) ed enti sottoposti a regime intermedio (ESRI)**

|                                | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | <i>di cui</i>               |                        |                                |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------------------|------------------------|--------------------------------|
|                                |       |       |       |       |       |       |       | <i>società di revisione</i> | <i>persone fisiche</i> | <i>federazioni<sup>1</sup></i> |
| <b>soggetti abilitati</b>      | 37    | 38    | 35    | 43    | 42    | 42    | 41    | 20                          | 19                     | 2                              |
| <b>EIP ed ESRI<sup>2</sup></b> | 1.400 | 1.360 | 1.392 | 1.399 | 1.345 | 1.225 | 1.218 |                             |                        |                                |

<sup>1</sup> Federazioni delle Cooperative del Trentino-Alto Adige (per il tramite di sette dipendenti, abilitati alla revisione legale). <sup>2</sup> Il dato 2025 include 695 EIP e 523 ESRI (non sono inclusi i fondi comuni d'investimento di diritto italiano).

**Tav. alV.2 Distribuzione degli incarichi di revisione sui bilanci delle società quotate**

| <b>società di revisione legale</b> |                  |                               |                      |                               |                        |                               |                  |                               |
|------------------------------------|------------------|-------------------------------|----------------------|-------------------------------|------------------------|-------------------------------|------------------|-------------------------------|
|                                    | <b>big four</b>  |                               | <b>società medie</b> |                               | <b>società piccole</b> |                               | <b>totale</b>    |                               |
|                                    | numero incarichi | quota di mercato <sup>1</sup> | numero incarichi     | quota di mercato <sup>1</sup> | numero incarichi       | quota di mercato <sup>1</sup> | numero incarichi | quota di mercato <sup>1</sup> |
| <b>2019</b>                        | 199              | 88                            | 19                   | 8                             | 8                      | 4                             | <b>226</b>       | <b>100</b>                    |
| <b>2020</b>                        | 200              | 91                            | 14                   | 6                             | 7                      | 3                             | <b>221</b>       | <b>100</b>                    |
| <b>2021</b>                        | 198              | 90                            | 15                   | 7                             | 7                      | 3                             | <b>220</b>       | <b>100</b>                    |
| <b>2022</b>                        | 191              | 89                            | 16                   | 7                             | 9                      | 4                             | <b>216</b>       | <b>100</b>                    |
| <b>2023</b>                        | 181              | 89                            | 13                   | 7                             | 9                      | 4                             | <b>203</b>       | <b>100</b>                    |
| <b>2024</b>                        | 182              | 87                            | 15                   | 7                             | 12                     | 6                             | <b>209</b>       | <b>100</b>                    |
| <b>2025</b>                        | 171              | 85                            | 18                   | 9                             | 12                     | 6                             | <b>201</b>       | <b>100</b>                    |

<sup>1</sup> Valori percentuali.

Tav. alV.3 Tipologie di cessazione anticipata dell'incarico di revisione legale dei conti

|                                                                                                                                                                     | revoca | risoluzione<br>consensuale | dimissioni |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|----------------------------|------------|
| 2019                                                                                                                                                                | 93     | 190                        | --         |
| 2020                                                                                                                                                                | 22     | 68                         | 2          |
| 2021                                                                                                                                                                | 12     | 87                         | 3          |
| 2022                                                                                                                                                                | 26     | 29                         | --         |
| 2023                                                                                                                                                                | 14     | 101                        | 6          |
| 2024                                                                                                                                                                | 10     | 60                         | 4          |
| 2025                                                                                                                                                                | 9      | 40                         | 4          |
| di cui:                                                                                                                                                             |        |                            |            |
| cambio del soggetto controllante                                                                                                                                    | --     | 19                         | --         |
| cambio del revisore del gruppo                                                                                                                                      | --     | 3                          | --         |
| perdita dello status di ente di interesse pubblico / ente sottoposto a regime intermedio                                                                            | 9      | 12                         | --         |
| grave e reiterata frapposizione di ostacoli allo svolgimento delle attività di revisione legale, ancorché non ricorrano gli estremi del reato di impedito controllo | --     | --                         | 1          |
| situazione sopravvenuta idonea a compromettere l'indipendenza                                                                                                       | --     | 1                          | 1          |
| sopravvenuta inidoneità a svolgere l'incarico per insufficienza mezzi propri                                                                                        | --     | --                         | 1          |
| altro motivo, di cui:                                                                                                                                               | --     | 5                          | 1          |
| adozione della policy del revisore unico di gruppo / per fondo comune-gestore                                                                                       | --     | 2                          | --         |
| cambio del gestore di fondo comune di investimento di diritto italiano gestito da Sgr / GEFIA UE / extra UE / SGE                                                   | --     | 2                          | --         |
| sostituzione decisa dai commissari straordinari (art. 72, co. 5-bis TUB                                                                                             | --     | 1                          | --         |

Tav. alV.4 Giudizi delle società di revisione sui bilanci delle società quotate in mercati regolamentati italiani

|                                                           | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025            |
|-----------------------------------------------------------|------|------|------|------|------|------|-----------------|
| giudizi negativi o impossibilità di esprimere un giudizio | 8    | 6    | 4    | 5    | 3    | 3    | 7               |
| giudizi con rilievi                                       | --   | 2    | 2    | 4    | 2    | 2    | 2               |
| giudizi con richiami di informativa                       | 6    | 8    | 14   | 15   | 6    | 11   | 10 <sup>1</sup> |

Fonte: relazioni delle società di revisione pubblicate nell'anno indicato in colonna e riferite all'esercizio precedente. I dati riguardano diverse tipologie di giudizi o rilievi che possono essere riferiti anche a uno stesso emittente. I «giudizi con rilievi» riguardano significative non conformità o disaccordi sui criteri contabili, limitazioni al procedimento di revisione e incertezze significative. I «giudizi negativi» riguardano situazioni in cui gli effetti dei rilievi sono così rilevanti da compromettere l'attendibilità e la capacità informativa del bilancio. L'«impossibilità di esprimere un giudizio» si verifica per grave limitazione delle informazioni, tale da non consentire di esprimere un giudizio, ovvero in presenza di significative situazioni di incertezza, che possono incidere sull'attendibilità del bilancio o sulla continuità aziendale. I «richiami di informativa» includono la segnalazione di significative incertezze connesse alla continuità aziendale (di cui al principio di revisione n. 700). <sup>1</sup> In tre casi i richiami di informativa hanno avuto ad oggetto «incertezze significative sulla continuità aziendale».

## V L'ATTIVITÀ ISPETTIVA E IL CONTRASTO ALL'ABUSIVISMO

### *L'attività ispettiva*

**Tav. aV.1 Accertamenti ispettivi avviati e conclusi**

|                    | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | di cui:     |              |               |              |
|--------------------|------|------|------|------|------|------|------|-------------|--------------|---------------|--------------|
|                    |      |      |      |      |      |      |      | I trimestre | II trimestre | III trimestre | IV trimestre |
| ispezioni avviate  | 23   | 13   | 14   | 15   | 17   | 15   | 21   | 3           | 3            | 7             | 8            |
| ispezioni concluse | 24   | 18   | 11   | 12   | 20   | 14   | 16   | 2           | 3            | 8             | 3            |

**Tav. aV.2 Soggetti sottoposti ad accertamenti ispettivi**

|                      | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|----------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| intermediari         | 9    | 7    | 7    | 8    | 9    | 5    | 10   |
| società quotate      | 3    | --   | 4    | 3    | 2    | 2    | 2    |
| società di revisione | 9    | 4    | 3    | 3    | 4    | 4    | 5    |
| altro                | 2    | 2    | --   | 1    | 2    | 4    | 4    |

La categoria 'società quotate' non include gli intermediari quotati, riportati nella categoria 'intermediari'.

**Tav. aV.3 Aree di indagine delle verifiche ispettive avviate**

|                                  | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|----------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| intermediari e prodotti          | 7    | 7    | 5    | 5    | 6    | 4    | 6    |
| emittenti e società di revisione | 6    | 2    | 4    | 4    | 5    | 3    | 6    |
| mercati                          | 2    | --   | 1    | 2    | --   | 1    | 1    |
| altro                            | 8    | 4    | 4    | 4    | 6    | 7    | 8    |

### *La prevenzione e il contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo*

**Tav. aV.4 Soggetti sottoposti a verifiche ispettive in materia di antiriciclaggio**

|                      | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|----------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| società di revisione | 6    | 2    | 3    | 1    | 3    | 3    | 3    |
| Sim o Sgr            | 1    | --   | 1    | 1    | --   | --   | 1    |

## L'attività di contrasto all'abusivismo

**Tav. aV.5 Materia delle istruttorie per ipotesi di abusivismo**

|      | intermediazione <sup>1</sup> | offerta al pubblico <sup>1</sup> | offerta e intermediazione | crowdfunding | segnalazioni inappropriate | totale |
|------|------------------------------|----------------------------------|---------------------------|--------------|----------------------------|--------|
| 2019 | 303                          | 63                               | 7                         | 5            | 2                          | 380    |
| 2020 | 285                          | 39                               | 10                        | 3            | 11                         | 348    |
| 2021 | 329                          | 24                               | 15                        | 1            | 13                         | 382    |
| 2022 | 266                          | 20                               | 18                        | 5            | 41                         | 350    |
| 2023 | 293                          | 19                               | 5                         | 1            | 31                         | 349    |
| 2024 | 293                          | 15                               | 4                         | 2            | 27                         | 341    |
| 2025 | 425                          | 26                               | 10                        | 5            | 63                         | 529    |

<sup>1</sup> Dal 2025 il dato include le istruttorie avviate ai sensi della disciplina MiCAR.

**Tav. aV.6 Accertamenti su siti internet in materia di abusivismo**

|                     | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025  |
|---------------------|------|------|------|------|------|------|-------|
| accertamenti svolti | 427  | 397  | 414  | 420  | 406  | 358  | 687   |
| siti web analizzati | 846  | 778  | 935  | 807  | 822  | 741  | 1.083 |

**Tav. aV.7 Provvedimenti per prestazione abusiva dei servizi di investimento, offerta abusiva di prodotti finanziari e pubblicità relativa all'offerta abusiva di prodotti finanziari**

|      | violazione delle disposizioni in tema di offerta al pubblico |                      | violazione delle disposizioni in materia di intermediari |                                                 | segnalazioni all'Autorità Giudiziaria | totale provvedimenti | totale siti internet oscurati |
|------|--------------------------------------------------------------|----------------------|----------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|---------------------------------------|----------------------|-------------------------------|
|      | sospensione cautelare <sup>1</sup>                           | divieto <sup>2</sup> | comunicazione a tutela dei risparmiatori                 | ordine di cessazione e oscuramento <sup>2</sup> |                                       |                      |                               |
| 2019 | 19                                                           | 22                   | 3                                                        | 164                                             | 218                                   | 426                  | 117                           |
| 2020 | 9                                                            | 11                   | 9                                                        | 185                                             | 208                                   | 422                  | 237                           |
| 2021 | 7                                                            | 7                    | 2                                                        | 183                                             | 210                                   | 409                  | 246                           |
| 2022 | 7                                                            | 4                    | 4                                                        | 183                                             | 199                                   | 397                  | 215                           |
| 2023 | 12                                                           | 10                   | 1                                                        | 167                                             | 190                                   | 380                  | 185                           |
| 2024 | 8                                                            | 9                    | 3                                                        | 180                                             | 206                                   | 406                  | 200                           |
| 2025 | 6                                                            | 8                    | 5                                                        | 230                                             | 258                                   | 507                  | 322                           |

<sup>1</sup> A partire dal mese di luglio 2019 la CONSOB si avvale del potere di oscurare i siti *internet* degli operatori che prestano servizi e attività di investimento in assenza di autorizzazione, destinatari dell'ordine di cessazione della condotta illecita. A partire da marzo 2020 tale potere di oscuramento è stato attribuito alla CONSOB anche in relazione ai siti *internet* mediante i quali sono svolte le abusive offerte al pubblico di prodotti finanziari che vengono sospese e vietate. Il numero dei siti *internet* oscurati risulta maggiore rispetto al numero dei riferiti provvedimenti (ordini di cessazione e sospensioni/divieti) in quanto gli stessi, in alcuni casi, sono stati assunti nei confronti di persone fisiche o giuridiche cui sono risultati riconducibili più siti *internet*. <sup>2</sup> Dal 2025 i dati includono gli interventi effettuati ai sensi della disciplina MiCAR.

## VI L'ATTIVITÀ DI COMUNICAZIONE E LE ALTRE ATTIVITÀ A TUTELA DELL'INVESTITORE

### La gestione del sito internet e le relazioni con l'esterno

**Tav. aVI.1 Accessi alle pagine del sito internet**  
(migliaia di accessi)

| pagine                            | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| home page (novità)                | 1.478 | 1.552 | 1.320 | 1.196 | 1.005 | 2.109 | 1.608 |
| per i risparmiatori               | 684   | 714   | 643   | 508   | 686   | 431   | 543   |
| per i soggetti vigilati           | 342   | 301   | 280   | 216   | 225   | 214   | 282   |
| per i giornalisti                 | 12    | 22    | 37    | 43    | 33    | 20    | 30    |
| la CONSOB                         | 1.034 | 1.019 | 704   | 1.063 | 893   | 718   | 1.937 |
| emittenti                         | 3.089 | 3.583 | 3.529 | 3.888 | 2.683 | 3.483 | 2.875 |
| intermediari e mercati            | 2.880 | 3.389 | 3.570 | 3.450 | 4.485 | 3.059 | 3.830 |
| decisioni della CONSOB/Bollettino | 903   | 840   | 1.675 | 1.629 | 1.564 | 2.641 | 1.016 |
| regolamentazione                  | 1.223 | 1.175 | 952   | 833   | 825   | 701   | 800   |
| pubblicazioni e comunicati        | 616   | 702   | 950   | 1.364 | 1.214 | 1.846 | 839   |
| altri siti                        | 8     | 6     | 5     | 3     | 3     | 2     | 3     |
| aiuto e mappa del sito            | 36    | 30    | 25    | 21    | 15    | 10    | 4     |
| versione in lingua inglese        | 1.718 | 1.975 | 1.243 | 962   | 1.356 | 1.118 | 1.027 |
| Autorità trasparente              | 130   | 94    | 99    | 127   | 90    | 158   | 237   |

Fonte: elaborazioni su dati Google Analytics e Web Analytics Italia (AgID).

**Tav. aVI.2 Richieste scritte di documentazione e informazioni relative all'attività della CONSOB**

|      | richiedenti                           |                                          |              | oggetto della richiesta            |                                        |                     |       | totale       |
|------|---------------------------------------|------------------------------------------|--------------|------------------------------------|----------------------------------------|---------------------|-------|--------------|
|      | investitori e operatori istituzionali | risparmiatori, studenti e altri soggetti | totale       | delibere, comunicazioni, prospetti | testi integrati di leggi e regolamenti | dati e informazioni | altro |              |
| 2019 | 595                                   | 1.403                                    | <b>1.998</b> | 251                                | 210                                    | 1.122               | 415   | <b>1.998</b> |
| 2020 | 650                                   | 1.530                                    | <b>2.180</b> | 245                                | 198                                    | 1.417               | 320   | <b>2.180</b> |
| 2021 | 654                                   | 1.666                                    | <b>2.320</b> | 248                                | 190                                    | 1.450               | 432   | <b>2.320</b> |
| 2022 | 560                                   | 1.940                                    | <b>2.500</b> | 140                                | 186                                    | 1.490               | 594   | <b>2.410</b> |
| 2023 | 650                                   | 2.150                                    | <b>2.800</b> | 150                                | 120                                    | 2.400               | 130   | <b>2.800</b> |
| 2024 | 505                                   | 2.500                                    | <b>3.005</b> | 132                                | 110                                    | 2.600               | 163   | <b>3.005</b> |
| 2025 | 750                                   | 1.859                                    | <b>2.609</b> | 199                                | 20                                     | 2.285               | 105   | <b>2.609</b> |

## L'attività dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie

**Tav. aVI.3 Ricorsi ricevuti dall'Arbitro per le Controversie Finanziarie**

|             | totale ricorsi ricevuti |                           | ricorsi ricevuti da residenti per area geografica <sup>1</sup> |        |             |               |
|-------------|-------------------------|---------------------------|----------------------------------------------------------------|--------|-------------|---------------|
|             |                         | <i>di cui procedibili</i> | Nord                                                           | Centro | Sud e Isole | <i>totale</i> |
| <b>2019</b> | 1.678                   | 1.406                     | 542                                                            | 380    | 748         | 1.670         |
| <b>2020</b> | 1.772                   | 1.534                     | 657                                                            | 314    | 791         | 1.762         |
| <b>2021</b> | 1.582                   | 1.355                     | 674                                                            | 294    | 601         | 1.569         |
| <b>2022</b> | 1.116                   | 797                       | 461                                                            | 190    | 456         | 1.107         |
| <b>2023</b> | 963                     | 729                       | 444                                                            | 197    | 301         | 942           |
| <b>2024</b> | 961                     | 783                       | 420                                                            | 237    | 285         | 942           |
| <b>2025</b> | 760                     | 584                       | 389                                                            | 164    | 194         | 747           |

Fonte: Arbitro per le Controversie Finanziarie. <sup>1</sup> Il dato non include i ricorsi presentati da soggetti residenti all'estero.

**Tav. aVI.4 Intermediari coinvolti nei ricorsi ricevuti dall'Arbitro per le Controversie Finanziarie**

|             | banche | Sgr | Sim | fornitori<br>servizi di<br><i>crowdfunding</i> | imprese<br>investimento<br>comunitarie | consulenti <sup>1</sup> | altro <sup>2</sup> | <i>totale</i> |
|-------------|--------|-----|-----|------------------------------------------------|----------------------------------------|-------------------------|--------------------|---------------|
| <b>2019</b> | 75     | 8   | 5   | --                                             | 5                                      | --                      | --                 | <b>93</b>     |
| <b>2020</b> | 68     | 11  | 7   | --                                             | 3                                      | --                      | --                 | <b>89</b>     |
| <b>2021</b> | 66     | 9   | 7   | 3                                              | 3                                      | 1                       | --                 | <b>89</b>     |
| <b>2022</b> | 61     | 7   | 3   | --                                             | 2                                      | 1                       | 1                  | <b>75</b>     |
| <b>2023</b> | 67     | 10  | 6   | --                                             | 1                                      | --                      | 2                  | <b>86</b>     |
| <b>2024</b> | 60     | 5   | 2   | 2                                              | 1                                      | --                      | 1                  | <b>71</b>     |
| <b>2025</b> | 65     | 6   | 4   | 5                                              | 2                                      | 1                       | 1                  | <b>84</b>     |

Fonte: Arbitro per le Controversie Finanziarie. <sup>1</sup> Il dato include sia i consulenti finanziari autonomi sia le società di consulenza finanziaria. <sup>2</sup> Il dato include, le società di gestione del risparmio UE, le imprese di paesi terzi diverse dalle banche autorizzate dalla CONSOB a operare in Italia mediante stabilimento di succursale e le imprese di assicurazioni.

## VII L'ATTIVITÀ SANZIONATORIA

### *I provvedimenti sanzionatori*

**Tav. aVII.1 Sanzioni pecuniarie irrogate dalla CONSOB**

(valori monetari in milioni di euro)

|                                                     | 2019        | 2020        | 2021       | 2022       | 2023       | 2024        | 2025       |
|-----------------------------------------------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|------------|
| <b>mercati</b>                                      | 4,3         | 9,1         | 2,1        | 3,1        | 2,1        | 9,0         | 2,4        |
| <i>di cui:</i>                                      |             |             |            |            |            |             |            |
| <i>abusi di mercato</i>                             | 4,3         | 8,8         | 1,1        | 2,9        | 1,5        | 3,1         | 1,0        |
| <i>altri obblighi MAR</i>                           | –           | 0,3         | 0,8        | 0,1        | 0,5        | 0,5         | 0,2        |
| <i>short selling</i>                                | 0           | 0           | 0,1        | 0          | ..         | 5,4         | 1,0        |
| <i>disciplina EMIR</i>                              | –           | ..          | 0,1        | 0,1        | 0,1        | --          | 0,2        |
| <b>intermediari</b>                                 | 1,6         | 0,9         | 0,8        | 0,3        | 0,1        | 0,2         | 0,2        |
| <b>emittenti e società di revisione<sup>1</sup></b> | 4,5         | 2,7         | 5,2        | 1,9        | 1,3        | 2,4         | 3,2        |
| <b><i>totale</i></b>                                | <b>10,4</b> | <b>12,7</b> | <b>8,1</b> | <b>5,3</b> | <b>3,5</b> | <b>11,6</b> | <b>5,8</b> |
| <b><i>numero soggetti sanzionati</i></b>            | <b>88</b>   | <b>109</b>  | <b>110</b> | <b>65</b>  | <b>67</b>  | <b>83</b>   | <b>80</b>  |

L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. I dati non includono i casi di offerta abusiva e *crowdfunding* nonché le persone giuridiche che rispondono in solido con gli autori delle violazioni in materia di abusi di mercato né i soggetti a cui, dal 2019, è stata applicata la misura amministrativa sanzionatoria della 'dichiarazione pubblica'. Nel 2022 ai soggetti sanzionati si aggiungono due persone giuridiche responsabili in solido con gli autori delle violazioni in materia di abusi di mercato. <sup>1</sup> Include le sanzioni irrogate per violazioni della disciplina in materia di partecipazioni rilevanti e patti parasociali, revisione legale, responsabilità degli organi di controllo. Nel 2025 il dato esposto non include un provvedimento sanzionatorio adottato in materia di *crowdfunding*.

**Tav. aVII.2 Provvedimenti sanzionatori per violazioni di norme in materia di abusi di mercato**

(valori monetari in milioni di euro)

|                                        | numero<br>casi | numero<br>soggetti<br>sanzionati | enti<br>responsabili<br>in solido | importo<br>sanzioni | importo<br>confische | n. soggetti<br>interessati da<br>pene accessorie | pene<br>accessorie<br>(mesi) |
|----------------------------------------|----------------|----------------------------------|-----------------------------------|---------------------|----------------------|--------------------------------------------------|------------------------------|
| <b>2019</b>                            | 11             | 25                               | 3                                 | 4,3                 | 0,8                  | 22                                               | 254                          |
| <b>2020</b>                            | 6              | 60                               | 7                                 | 8,8                 | 1,1                  | 57                                               | 473                          |
| <b>2021</b>                            | 4              | 11                               | 3                                 | 1,1                 | ..                   | 9                                                | 88                           |
| <b>2022</b>                            | 3              | 25                               | 3                                 | 2,9                 | 0,4                  | 24                                               | 243                          |
| <b>2023</b>                            | 7              | 32                               | 2                                 | 1,5                 | 0,4                  | 30                                               | 153                          |
| <b>2024</b>                            | 8              | 29                               | 5                                 | 3,1                 | 0,4                  | 24                                               | 239                          |
| <b>2025</b>                            | 5              | 14                               | 1                                 | 1                   | 0,1                  | 13                                               | 75                           |
| <i>di cui:</i>                         |                |                                  |                                   |                     |                      |                                                  |                              |
| <i>abuso informazioni privilegiate</i> | 4              | 6                                | --                                | 0,5                 | 0,1                  | 6                                                | 46                           |
| <i>manipolazione</i>                   | 1              | 8                                | 1                                 | 0,5                 | --                   | 8                                                | 29                           |

L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. L'abuso e la comunicazione illecita di informazioni privilegiate sono sanzionati ai sensi degli artt. 187-*bis*, *quater*, *quinquies* e *sexies* del TUF; la manipolazione del mercato è sanzionata ai sensi degli artt. 187-*ter*, *quater*, *quinquies* e *sexies* del TUF.

**Tav. aVII.3 Provvedimenti sanzionatori per violazioni di obblighi di prevenzione e trasparenza del Regolamento MAR**  
(valori monetari in milioni di euro)

|                                                                                                                                                     |                   | numero<br>casi | numero soggetti<br>sanzionati | importo delle<br>sanzioni | misure<br>amministrative <sup>1</sup> |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|----------------|-------------------------------|---------------------------|---------------------------------------|
| operazioni sospette ( <i>ex art. 16</i> )                                                                                                           | 2021              | 2              | 2                             | 0,1                       | --                                    |
|                                                                                                                                                     | 2022              | --             | --                            | --                        | --                                    |
|                                                                                                                                                     | 2023              | 1              | 1                             | 0,1                       | --                                    |
|                                                                                                                                                     | 2024              | 4              | 4                             | 0,3                       | --                                    |
|                                                                                                                                                     | 2025              | 1              | 1                             | 0,1                       | --                                    |
| comunicazione informazioni privilegiate e tenuta elenchi<br>persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate<br>( <i>ex artt. 17 e 18</i> ) | 2021              | 5              | 5                             | 0,3                       | --                                    |
|                                                                                                                                                     | 2022              | 3              | 3                             | 0,1                       | --                                    |
|                                                                                                                                                     | 2023              | 3              | 3                             | 0,2                       | --                                    |
|                                                                                                                                                     | 2024              | 3              | 3                             | 0,1                       | --                                    |
|                                                                                                                                                     | 2025              | 3              | 3                             | 0,1                       | --                                    |
| <i>internal dealing</i> ( <i>ex art. 19</i> )                                                                                                       | 2021              | 8              | 8                             | 0,1                       | 7                                     |
|                                                                                                                                                     | 2022              | --             | --                            | --                        | --                                    |
|                                                                                                                                                     | 2023              | 1              | 1                             | --                        | 1                                     |
|                                                                                                                                                     | 2024              | 4              | 4                             | 0,1                       | 5                                     |
|                                                                                                                                                     | 2025              | 1              | 1                             | ..                        | 2                                     |
| raccomandazioni di investimento ( <i>ex art. 20</i> )                                                                                               | 2021              | 1              | 1                             | 0,3                       | --                                    |
|                                                                                                                                                     | 2022              | --             | --                            | --                        | --                                    |
|                                                                                                                                                     | 2023              | 1              | 3                             | 0,2                       | --                                    |
|                                                                                                                                                     | 2024              | --             | --                            | --                        | --                                    |
|                                                                                                                                                     | 2025              | --             | --                            | --                        | --                                    |
| <i>totale</i>                                                                                                                                       | 2021              | <b>16</b>      | <b>16</b>                     | <b>0,8</b>                | <b>7</b>                              |
|                                                                                                                                                     | 2022              | <b>3</b>       | <b>3</b>                      | <b>0,1</b>                | <b>--</b>                             |
|                                                                                                                                                     | 2023 <sup>2</sup> | <b>6</b>       | <b>8</b>                      | <b>0,5</b>                | <b>1</b>                              |
|                                                                                                                                                     | 2024              | <b>11</b>      | <b>11</b>                     | <b>0,5</b>                | <b>5</b>                              |
|                                                                                                                                                     | 2025              | <b>5</b>       | <b>5</b>                      | <b>0,2</b>                | <b>2</b>                              |

L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. <sup>1</sup> Le misure amministrative possono includere, tra le altre: l'ingiunzione diretta al soggetto responsabile della violazione di porre termine alla condotta in questione e di non reiterarla; l'avvertimento pubblico che indica il responsabile della violazione e la natura della stessa; la revoca o sospensione dell'autorizzazione di una società di investimento; l'interdizione temporanea o permanente, nei confronti di chiunque eserciti responsabilità di direzione in una società di investimento o di qualsiasi altra persona fisica ritenuta responsabile della violazione, dall'esercizio di funzioni dirigenziali in società di investimento. <sup>2</sup> Nel 2023, nell'ambito di un provvedimento adottato nei confronti di una società per violazione dell'art. 20, sono state applicate anche due sanzioni interdittive accessorie per la durata di tre mesi e due mesi nei confronti dell'amministratore delegato e del suo socio della medesima società.

**Tav. aVII.4 Sanzioni pecuniarie irrogate nei confronti di intermediari mobiliari**  
(valori monetari in milioni di euro)

|                         | numero intermediari coinvolti |     |     |               | numero soggetti sanzionati <sup>1</sup> |     |     |               | importo delle sanzioni |     |     |               | pene<br>accessorie<br>(mesi) <sup>2</sup> |
|-------------------------|-------------------------------|-----|-----|---------------|-----------------------------------------|-----|-----|---------------|------------------------|-----|-----|---------------|-------------------------------------------|
|                         | banche                        | Sim | Sgr | <i>totale</i> | banche                                  | Sim | Sgr | <i>totale</i> | banche                 | Sim | Sgr | <i>totale</i> |                                           |
| <b>2019</b>             | 4                             | --  | 2   | <b>6</b>      | 24                                      | --  | 6   | <b>30</b>     | 1,3                    | --  | 0,2 | <b>1,6</b>    | --                                        |
| <b>2020</b>             | 3                             | 1   | 3   | <b>7</b>      | 6                                       | 1   | 5   | <b>12</b>     | 0,4                    | 0,1 | 0,5 | <b>0,9</b>    | 6                                         |
| <b>2021</b>             | 1                             | 2   | 1   | <b>4</b>      | 1                                       | 6   | 2   | <b>9</b>      | ..                     | 0,6 | 0,1 | <b>0,8</b>    | 48                                        |
| <b>2022</b>             | 2                             | --  | --  | <b>2</b>      | 12                                      | --  | --  | <b>12</b>     | 0,3                    | --  | --  | <b>0,3</b>    | --                                        |
| <b>2023<sup>3</sup></b> | 1                             |     | 1   | <b>2</b>      | 2                                       | --  | 2   | <b>4</b>      | ..                     | --  | --  | <b>0,1</b>    | --                                        |
| <b>2024</b>             | --                            | 1   | --  | <b>1</b>      | --                                      | 1   | --  | <b>1</b>      | --                     | 0,2 | --  | <b>0,2</b>    | --                                        |
| <b>2025</b>             | --                            | 1   | 2   | <b>3</b>      | --                                      | 1   | 2   | <b>3</b>      | --                     | 0,1 | 0,1 | <b>0,2</b>    | --                                        |

L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. <sup>1</sup> Il numero di soggetti sanzionati comprende sia le persone fisiche sia gli enti. Nel 2021 nei confronti di tre dei nove esponenti aziendali sanzionati è stata altresì applicata la sanzione accessoria della interdizione dallo svolgimento di funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso intermediari autorizzati per un totale di mesi quarantotto. <sup>2</sup> Sanzioni amministrative accessorie *ex art. 190-bis*, comma 3, del TUF. <sup>3</sup> Oltre ai soggetti indicati in tavola, nel 2023, sono state sanzionate anche: i) una persona fisica in qualità di responsabile della succursale italiana di una società di investimento di diritto cipriota, nei cui confronti sono state irrogate una sanzione amministrativa pecuniaria pari a euro 120 mila e la sanzione accessoria dell'interdizione dallo svolgimento di funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso soggetti autorizzati o presso fondi pensione per un periodo di 18 mesi; ii) una società con succursale italiana di gestione dei fondi di investimento alternativi (Gefia) di diritto maltese nei cui confronti è stata adottata una sanzione amministrativa pecuniaria pari a euro 75 mila.

**Tav. aVII.5 Sanzioni amministrative irrogate per violazioni della disciplina in materia di emittenti e società di revisione**

(valori monetari in milioni di euro)

|                                   | offerta al pubblico<br>di sottoscrizione<br>e di vendita | Opa | informativa<br>societaria<br>e finanziaria | partecipazioni<br>rilevanti e patti<br>parasociali | revisione<br>legale | responsabilità<br>organi di<br>controllo | <i>totale</i> |
|-----------------------------------|----------------------------------------------------------|-----|--------------------------------------------|----------------------------------------------------|---------------------|------------------------------------------|---------------|
| <b>numero casi</b>                |                                                          |     |                                            |                                                    |                     |                                          |               |
| <b>2019</b>                       | 14                                                       | --  | 1                                          | 1                                                  | --                  | --                                       | <b>16</b>     |
| <b>2020</b>                       | 15                                                       | --  | 1                                          | 2                                                  | 5                   | 1                                        | <b>24</b>     |
| <b>2021</b>                       | 16                                                       | --  | 4                                          | --                                                 | 12                  | --                                       | <b>32</b>     |
| <b>2022</b>                       | 1                                                        | --  | 2                                          | 2                                                  | 5                   | 2                                        | <b>12</b>     |
| <b>2023</b>                       | 3                                                        | --  | 3                                          | 2                                                  | 4                   | --                                       | <b>12</b>     |
| <b>2024</b>                       | 6                                                        | --  | 5                                          | 4                                                  | 5                   | 2                                        | <b>22</b>     |
| <b>2025</b>                       | 3                                                        | --  | 4                                          | 1                                                  | 6                   | 3                                        | <b>17</b>     |
| <b>numero soggetti sanzionati</b> |                                                          |     |                                            |                                                    |                     |                                          |               |
| <b>2019</b>                       | 31                                                       | --  | 1                                          | 1                                                  | --                  | --                                       | <b>33</b>     |
| <b>2020</b>                       | 18                                                       | --  | 1                                          | 3                                                  | 6                   | 3                                        | <b>31</b>     |
| <b>2021</b>                       | 20                                                       | --  | 11                                         | --                                                 | 39                  | --                                       | <b>70</b>     |
| <b>2022</b>                       | 1                                                        | --  | 3                                          | 3                                                  | 8                   | 9                                        | <b>24</b>     |
| <b>2023</b>                       | 4                                                        | --  | 3                                          | 2                                                  | 12                  | --                                       | <b>21</b>     |
| <b>2024</b>                       | 11                                                       | --  | 6                                          | 4                                                  | 10                  | 6                                        | <b>37</b>     |
| <b>2025</b>                       | 4                                                        | --  | 21                                         | 1                                                  | 18                  | 10                                       | <b>54</b>     |
| <b>importo delle sanzioni</b>     |                                                          |     |                                            |                                                    |                     |                                          |               |
| <b>2019</b>                       | 4,4                                                      | --  | 0,1                                        | 0,1                                                | --                  | --                                       | <b>4,5</b>    |
| <b>2020</b>                       | 1,5                                                      | --  | 0,1                                        | 0,2                                                | 0,8                 | 0,1                                      | <b>2,7</b>    |
| <b>2021</b>                       | 2,6                                                      | --  | 0,5                                        | --                                                 | 2,1                 | --                                       | <b>5,2</b>    |
| <b>2022</b>                       | 0,3                                                      | --  | 0,1                                        | 0,1                                                | 0,8                 | 0,6                                      | <b>1,9</b>    |
| <b>2023</b>                       | 0,4                                                      | --  | 0,1                                        | ..                                                 | 0,8                 | --                                       | <b>1,3</b>    |
| <b>2024</b>                       | 1,1                                                      | --  | 0,3                                        | 0,1                                                | 0,6                 | 0,2                                      | <b>2,4</b>    |
| <b>2025</b>                       | 0,3                                                      | --  | 0,7                                        | ..                                                 | 1,8                 | 0,4                                      | <b>3,2</b>    |

La mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. La tavola non riporta: i procedimenti sanzionatori estinti anticipatamente stante il ricorso dei soggetti interessati alla facoltà del pagamento in misura ridotta; i soggetti a cui sono state irrogate sanzioni interdittive accessorie; i soggetti a cui è stata applicata la misura amministrativa sanzionatoria della 'dichiarazione pubblica'. Nel 2021, in aggiunta alla sanzione amministrativa pecuniaria, nell'ambito delle violazioni in materia di offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita, nei confronti dell'esponente di un emittente è stata applicata anche la sanzione interdittiva accessoria per due mesi.

## IX L'ATTIVITÀ INTERNAZIONALE

### L'attività in ambito internazionale

Tav. alX.1 Scambio di informazioni fra la CONSOB e le autorità di vigilanza estere

| oggetto                                                                               | 2019       | 2020       | 2021       | 2022       | 2023       | 2024       | 2025       |
|---------------------------------------------------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>richieste di informazioni ad autorità estere</b>                                   |            |            |            |            |            |            |            |
| abuso di informazione privilegiata                                                    | 17         | 26         | 38         | 19         | 29         | 22         | 26         |
| manipolazione dei prezzi di valori mobiliari                                          | 4          | 18         | 9          | 3          | 3          | 9          | 12         |
| sollecitazione e attività di intermediazione abusive                                  | 20         | 24         | 16         | 16         | 20         | 17         | 15         |
| trasparenza e informativa societaria                                                  | 21         | 17         | 12         | 9          | 15         | 18         | 24         |
| partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati | --         | 2          | --         | --         | --         | --         | --         |
| requisiti di onorabilità e professionalità                                            | 8          | 7          | 62         | 14         | 14         | 9          | 45         |
| violazione regole di condotta                                                         | 5          | 1          | 2          | 3          | 1          | 2          | --         |
| vendite allo scoperto                                                                 | 1          | 1          | --         | --         | 6          | 2          | 1          |
| richieste dirette a <i>remote member</i> ai sensi art. 80 MiFID II (ex art. 57 MiFID) | --         | 4          | 2          | --         | --         | 1          | --         |
| prestazione di servizi di investimento <i>cross border</i>                            | 9          | 58         | 33         | 6          | 10         | 5          | 6          |
| richieste in materia di <i>audit</i>                                                  | 1          | --         | --         | --         | --         | --         | --         |
| <b>totale</b>                                                                         | <b>86</b>  | <b>158</b> | <b>174</b> | <b>70</b>  | <b>98</b>  | <b>85</b>  | <b>129</b> |
| <b>segnalazioni ad autorità estere<sup>1</sup></b>                                    |            |            |            |            |            |            |            |
| <b>totale</b>                                                                         | <b>44</b>  | <b>43</b>  | <b>49</b>  | <b>137</b> | <b>111</b> | <b>187</b> | <b>182</b> |
| <b>richieste di informazioni da autorità estere</b>                                   |            |            |            |            |            |            |            |
| abuso di informazione privilegiata                                                    | 7          | 7          | 4          | 6          | 7          | 6          | 6          |
| manipolazione dei prezzi di valori mobiliari                                          | 3          | 6          | --         | 3          | 7          | 4          | 6          |
| sollecitazione e attività di intermediazione abusive                                  | 4          | 8          | 5          | 5          | 3          | 7          | 4          |
| trasparenza e informativa societaria                                                  | 1          | 1          | --         | --         | --         | 1          | 4          |
| partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati | 2          | --         | --         | --         | --         | --         | --         |
| requisiti di onorabilità e professionalità                                            | 32         | 31         | 32         | 41         | 26         | 26         | 42         |
| violazione regole di condotta                                                         | --         | --         | 3          | --         | --         | --         | --         |
| vendite allo scoperto                                                                 | --         | --         | --         | --         | --         | --         | --         |
| richieste dirette a <i>remote member</i> ai sensi art. 80 MiFID II (ex art. 57 MiFID) | --         | --         | --         | --         | --         | --         | --         |
| prestazione di servizi di investimento <i>cross border</i>                            | --         | --         | --         | --         | 1          | 1          | 3          |
| richieste in materia di <i>audit</i>                                                  | 12         | 7          | 3          | 3          | 14         | 13         | 12         |
| <b>totale</b>                                                                         | <b>61</b>  | <b>60</b>  | <b>47</b>  | <b>58</b>  | <b>58</b>  | <b>58</b>  | <b>77</b>  |
| <b>segnalazioni da autorità estere<sup>1</sup></b>                                    |            |            |            |            |            |            |            |
| <b>totale<sup>2</sup></b>                                                             | <b>104</b> | <b>206</b> | <b>156</b> | <b>193</b> | <b>163</b> | <b>154</b> | <b>211</b> |

<sup>1</sup> Segnalazioni su iniziativa autonoma quali, ad esempio, la trasmissione di segnalazioni di operazioni sospette e la trasmissione di esposti. <sup>2</sup> Dal 2020 il dato include sia le segnalazioni da autorità estere sia le *market observations* di cui alla Tav. al.12.

## XI LA GESTIONE DELLE RISORSE UMANE

### L'organizzazione interna

**Tav. aXI.1 Il personale**

(dati al 31 dicembre)

|             | dipendenti di ruolo                        |                |        | dipendenti<br>a tempo<br>determinato <sup>1</sup> | totale |
|-------------|--------------------------------------------|----------------|--------|---------------------------------------------------|--------|
|             | area manageriale<br>e alte professionalità | area operativa | totale |                                                   |        |
| <b>2021</b> | 557                                        | 92             | 649    | 11                                                | 660    |
| <b>2022</b> | 548                                        | 89             | 637    | 13                                                | 650    |
| <b>2023</b> | 558                                        | 94             | 652    | 17                                                | 669    |
| <b>2024</b> | 568                                        | 92             | 660    | 15                                                | 675    |
| <b>2025</b> | 571                                        | 86             | 657    | 18                                                | 675    |

<sup>1</sup> Il dato include il personale distaccato da altre amministrazioni.

**Tav. aXI.2 Distribuzione del personale per qualifica e area organizzativa**

(dati al 31 dicembre 2025)

| unità organizzativa          | segmento professionale                                |             |         |                    | totale |
|------------------------------|-------------------------------------------------------|-------------|---------|--------------------|--------|
|                              | direttori centrali/direttori<br>(e dirigenti apicali) | consiglieri | esperti | altro <sup>1</sup> |        |
| <b>Direzione Generale</b>    | 4                                                     | 19          | 2       | 11                 | 36     |
| <b>Segretario Generale</b>   | 4                                                     | 4           | 1       | 1                  | 10     |
| <b>Funzionario Generale</b>  | 2                                                     | --          | --      | --                 | 2      |
| <b>Consulenza Legale</b>     | 14                                                    | 16          | 4       | 3                  | 37     |
| <b>Servizi<sup>2</sup></b>   | 11                                                    | 48          | 13      | 10                 | 82     |
| <b>Divisioni</b>             |                                                       |             |         |                    |        |
| <b>vigilanza<sup>3</sup></b> | 63                                                    | 170         | 85      | 19                 | 337    |
| <b>supporto<sup>4</sup></b>  | 16                                                    | 62          | 47      | 46                 | 171    |
| <b>totale</b>                | 114                                                   | 319         | 152     | 90                 | 675    |

I dipendenti a tempo determinato sono distribuiti nelle qualifiche secondo la relativa equiparazione. Alla data del 31 dicembre 2025 risultavano presenti 3 dipendenti distaccati da altre amministrazioni. <sup>1</sup> La voce 'altro' è costituita dal personale dell'area operativa. <sup>2</sup> Tra i Servizi è ricompreso il Servizio Segreteria Tecnica dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie, con un organico di 20 risorse, composto da 2 dirigenti, 12 consiglieri e 6 esperti. <sup>3</sup> Le

unità di vigilanza comprendono le Divisioni: Vigilanza Emittenti, Vigilanza Società di Revisione, Vigilanza Intermediari e Protezione Investitori, Vigilanza Mercati, Ispettorato, Studi e Regolamentazione. <sup>4</sup> Le unità di supporto comprendono le Divisioni: Comunicazione, Finanza e Amministrazione, Risorse Umane, Informatica e Intelligenza Artificiale.

## XII LA GESTIONE ECONOMICO-FINANZIARIA E LE PROCEDURE ACQUISITIVE

**Tav. aXII.1 Schema riassuntivo delle spese e delle entrate**

(dati consuntivi; milioni di euro)

| voci                                                                       | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         | 2023         | 2024         | 2025 <sup>1</sup> |
|----------------------------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|
| <b>spese correnti</b>                                                      |              |              |              |              |              |              |                   |
| spese per il personale e per i componenti la Commissione                   | 105,4        | 110,1        | 112,6        | 126,5        | 127,1        | 135,1        | 146,1             |
| imposte e tasse                                                            | 6,9          | 6,5          | 6,9          | 8,2          | 9,4          | 9,9          | 9,9               |
| spese per acquisizione di beni e servizi                                   | 15,6         | 13,8         | 17,6         | 19,0         | 17,5         | 19,5         | 26,7              |
| oneri per ripristino e ampliamento immobilizzazioni e altri accantonamenti | 32,6         | 29,3         | 24,8         | 20,1         | 30,4         | 11,1         | 8,0               |
| spese non classificabili                                                   | 1,3          | 0,9          | 1,1          | 0,9          | 0,5          | 0,8          | 0,7               |
| <i>totale spese correnti</i>                                               | <i>161,8</i> | <i>160,6</i> | <i>163,0</i> | <i>174,7</i> | <i>184,9</i> | <i>176,4</i> | <i>191,5</i>      |
| <b>spese in conto capitale</b>                                             | 2,4          | 3,5          | 2,3          | 2,0          | 1,7          | 2,5          | 7,4               |
| <i>totale spese</i>                                                        | <i>164,2</i> | <i>164,1</i> | <i>165,3</i> | <i>176,7</i> | <i>186,6</i> | <i>178,9</i> | <i>198,9</i>      |
| <b>avanzo di amministrazione<sup>2</sup></b>                               | 25,6         | 8,3          | 9,4          | 1,5          | 1,9          | 2,5          | 2,1               |
| <b>trasferimenti dallo Stato</b>                                           | 0,3          | 0,3          | 5,3          | 5,3          | 5,3          | 0,5          | 1,1               |
| <b>entrate da contributi di vigilanza</b>                                  | 130,6        | 135,6        | 122,0        | 134,0        | 151,4        | 153,5        | 149,2             |
| <b>entrate diverse</b>                                                     | 14,3         | 28,7         | 26,0         | 37,8         | 29,2         | 24,5         | 52,8              |
| <i>totale entrate</i>                                                      | <i>170,8</i> | <i>172,9</i> | <i>162,7</i> | <i>178,6</i> | <i>187,8</i> | <i>180,9</i> | <i>205,2</i>      |

<sup>1</sup> Dati provvisori di consuntivo. <sup>2</sup> L'avanzo è dato dalla differenza tra il totale delle entrate e il totale delle spese nonché dalle differenze derivanti dalla gestione dei residui attivi e passivi e dall'importo confluito nel Fondo pluriennale vincolato. L'avanzo di ciascun anno, comprensivo dell'importo del Fondo pluriennale vincolato, è riportato tra le entrate dell'anno successivo.

**Tav. aXII.2 Contribuzioni per categoria di soggetti vigilati**

(dati consuntivi; milioni di euro)

|             | Sim e agenti di cambio | banche | società di revisione e revisori legali | consulenti finanziari | organismi di mercato <sup>1</sup> | emittenti | Oicr <sup>2</sup> | soggetti che sollecitano il pubblico risparmio | altri | <i>totale entrate contributive</i> |
|-------------|------------------------|--------|----------------------------------------|-----------------------|-----------------------------------|-----------|-------------------|------------------------------------------------|-------|------------------------------------|
| <b>2019</b> | 3,6                    | 24,1   | 15,3                                   | —                     | 7,0                               | 37,1      | 17,7              | 21,8                                           | 4,0   | <i>130,6</i>                       |
| <b>2020</b> | 3,6                    | 24,3   | 15,9                                   | —                     | 7,3                               | 36,7      | 18,9              | 23,8                                           | 5,1   | <i>135,6</i>                       |
| <b>2021</b> | 3,4                    | 23,7   | 15,8                                   | —                     | 7,3                               | 36,7      | 19,3              | 11,7                                           | 4,1   | <i>122,0</i>                       |
| <b>2022</b> | 4,3                    | 23,6   | 15,6                                   | —                     | 6,9                               | 37,6      | 18,7              | 20,7                                           | 6,6   | <i>134,0</i>                       |
| <b>2023</b> | 5,8                    | 28,7   | 15,9                                   | —                     | 9,3                               | 39,1      | 25,2              | 23,0                                           | 4,4   | <i>151,4</i>                       |
| <b>2024</b> | 5,6                    | 29,5   | 17,2                                   | —                     | 9,5                               | 40,2      | 26,4              | 19,8                                           | 5,3   | <i>153,5</i>                       |
| <b>2025</b> | 5,7                    | 30,6   | 19,7                                   | —                     | 9,7                               | 40,9      | 27,4              | 9,4                                            | 5,7   | <i>149,2</i>                       |

<sup>1</sup> Tale categoria comprende Borsa Italiana Spa, Mts Spa, Cassa di Compensazione e Garanzia Spa (Euronext Clearing), Monte Titoli Spa (Euronext Securities Milan) e Organismo dei consulenti finanziari. <sup>2</sup> Incluso il contributo di vigilanza per le gestioni individuali curate dalle Sgr.

# XIII I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

## Il contenzioso sui provvedimenti di vigilanza

Tav. aXIII.1 Ricorsi contro atti adottati o proposti dalla CONSOB  
(esiti al 31 dicembre 2025)

|      | Giudice amministrativo <sup>1</sup> |                       |          |                       |                        |                | Giudice ordinario <sup>2</sup> |                       |          |                       |                        |                |
|------|-------------------------------------|-----------------------|----------|-----------------------|------------------------|----------------|--------------------------------|-----------------------|----------|-----------------------|------------------------|----------------|
|      | accolti <sup>3</sup>                | respinti <sup>4</sup> | in corso | di cui:               |                        | totale ricorsi | accolti <sup>3</sup>           | respinti <sup>4</sup> | in corso | di cui:               |                        | totale ricorsi |
|      |                                     |                       |          | accolta<br>sospensiva | respinta<br>sospensiva |                |                                |                       |          | accolta<br>sospensiva | respinta<br>sospensiva |                |
| 2023 | --                                  | 6                     | 1        | --                    | --                     | 7              | 6                              | 25                    | 24       | 2                     | 1                      | 55             |
| 2024 | --                                  | 3                     | --       | --                    | --                     | 3              | 2                              | 22                    | 31       | --                    | 6                      | 55             |
| 2025 | --                                  | 2                     | 3        | --                    | 3                      | 5              | 1                              | 2                     | 55       | 2                     | 3                      | 58             |

<sup>1</sup> La voce comprende i ricorsi presentati in primo grado al Tar e i ricorsi straordinari al Capo dello Stato. <sup>2</sup> La voce comprende i ricorsi presentati in primo grado in Tribunale e in Corti d'Appello. <sup>3</sup> La voce è aggiornata con lo stato dei successivi gradi di giudizio e comprende anche i procedimenti conclusi con un accoglimento parziale del ricorso o con una riduzione della sanzione comminata per insussistenza di una parte delle violazioni accertate. <sup>4</sup> La voce è aggiornata con lo stato dei successivi gradi di giudizio e comprende anche le impugnazioni dichiarate inammissibili per difetto di giurisdizione o per incompetenza del giudice adito nonché quelle rinunciate a iniziativa del ricorrente o per le quali è stata dichiarata la cessazione della materia del contendere.

## I LAVORI DI COMMISSIONE

Tav. a.1 Riunioni e delibere adottate

|      | riunioni | settimane di attività | pratiche esaminate | delibere adottate | di cui:                            |               |
|------|----------|-----------------------|--------------------|-------------------|------------------------------------|---------------|
|      |          |                       |                    |                   | ordini di cessazione e oscuramento |               |
|      |          |                       |                    |                   |                                    | siti oscurati |
| 2020 | 110      | 48                    | 1.297              | 459               | 185                                | 237           |
| 2021 | 97       | 48                    | 1.277              | 484               | 183                                | 246           |
| 2022 | 81       | 45                    | 1.023              | 402               | 183                                | 215           |
| 2023 | 73       | 45                    | 962                | 402               | 167                                | 185           |
| 2024 | 69       | 46                    | 997                | 429               | 180                                | 200           |
| 2025 | 63       | 46                    | 933                | 426               | 230                                | 322           |

# Indice generale

|           |                                                                                              |           |
|-----------|----------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>A</b>  | <b>Le linee programmatiche</b>                                                               | <b>3</b>  |
| 1         | L'evoluzione del quadro di riferimento                                                       | 5         |
| 1.1       | I mercati finanziari                                                                         | 7         |
| 1.2       | Il quadro normativo europeo                                                                  | 11        |
| 2         | La competitività del mercato dei capitali: innovazione, sostenibilità e tutela del risparmio | 13        |
| 3         | La riorganizzazione della CONSOB                                                             | 24        |
| 3.1       | Le funzioni di indirizzo, pianificazione e controllo                                         | 24        |
| 3.2       | Il potenziamento delle altre funzioni istituzionali                                          | 26        |
| 4         | Il Collegio: composizione e attività                                                         | 26        |
| <br>      |                                                                                              |           |
| <b>B</b>  | <b>L'attività</b>                                                                            | <b>29</b> |
| <br>      |                                                                                              |           |
| <b>I</b>  | <b>La vigilanza sui mercati</b>                                                              | <b>31</b> |
| 1         | I principali elementi di novità                                                              | 31        |
| 2         | Le piattaforme di negoziazione, gli scambi e l'integrità informativa dei mercati             | 34        |
| 3         | Il post-trading e i derivati OTC                                                             | 37        |
| 4         | Le vendite allo scoperto                                                                     | 38        |
| 5         | I responsabili dei registri per la circolazione digitale                                     | 39        |
| 6         | Gli studi societari e i giudizi di rating                                                    | 39        |
| 7         | Gli abusi di mercato                                                                         | 41        |
| <br>      |                                                                                              |           |
| <b>II</b> | <b>La vigilanza sugli emittenti</b>                                                          | <b>46</b> |
| 1         | I principali elementi di novità                                                              | 46        |
| 2         | L'informativa sugli assetti proprietari                                                      | 50        |
| 3         | Le offerte al pubblico di acquisto e di scambio                                              | 51        |
| 4         | Le operazioni con parti correlate e gli organi di controllo                                  | 54        |
| 5         | L'informazione fornita dagli emittenti                                                       | 57        |
| 6         | I prospetti informativi                                                                      | 61        |

|            |                                                                                                        |           |
|------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>III</b> | <b>La vigilanza sugli intermediari</b>                                                                 | <b>63</b> |
| 1          | I principali elementi di novità                                                                        | 63        |
| 2          | Gli intermediari bancari autorizzati alla prestazione di servizi di investimento                       | 65        |
| 3          | Le imprese di investimento                                                                             | 67        |
| 4          | I fornitori di servizi di <i>crowdfunding</i> per le imprese                                           | 69        |
| 5          | Gli intermediari gestori                                                                               | 70        |
| 6          | La protezione degli investitori e la gestione degli esposti                                            | 72        |
| 7          | La supervisione sull'attività dell'OCF                                                                 | 72        |
| <b>IV</b>  | <b>La vigilanza sulle società di revisione</b>                                                         | <b>74</b> |
| 1          | I principali elementi di novità                                                                        | 74        |
| 2          | Le società di revisione                                                                                | 75        |
| 3          | I controlli di qualità                                                                                 | 76        |
| <b>V</b>   | <b>L'attività ispettiva e il contrasto all'abusivismo</b>                                              | <b>80</b> |
| 1          | I principali elementi di novità                                                                        | 80        |
| 2          | L'attività ispettiva                                                                                   | 81        |
| 3          | La prevenzione e il contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo                       | 82        |
| 4          | L'attività di contrasto agli abusivismi finanziari                                                     | 83        |
| <b>VI</b>  | <b>L'attività di comunicazione e le altre attività a tutela dell'investitore</b>                       | <b>87</b> |
| 1          | I principali elementi di novità                                                                        | 87        |
| 2          | La gestione del sito internet e dei profili <i>social</i> e le relazioni con la stampa e con l'esterno | 88        |
| 3          | Le attività di educazione finanziaria                                                                  | 89        |
| 4          | L'attività dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie                                                | 91        |
| <b>VII</b> | <b>L'attività sanzionatoria</b>                                                                        | <b>95</b> |
| 1          | I principali elementi di novità                                                                        | 95        |
| 2          | I provvedimenti sanzionatori                                                                           | 96        |
| 2.1        | I provvedimenti relativi alla disciplina dei mercati                                                   | 97        |
| 2.2        | I provvedimenti relativi agli intermediari                                                             | 99        |
| 2.3        | I provvedimenti nei confronti di emittenti e società di revisione                                      | 100       |

|                                                                                                     |            |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>VIII Le attività di studio e regolamentazione</b>                                                | <b>101</b> |
| 1 I principali elementi di novità                                                                   | 101        |
| 2 Gli studi e i report periodici                                                                    | 102        |
| 3 I convegni e le altre iniziative                                                                  | 103        |
| 4 Le modifiche alla normativa primaria                                                              | 105        |
| 4.1 Legge di delegazione europea 2024                                                               | 105        |
| 4.2 Legge di delegazione europea 2025                                                               | 106        |
| 4.3 La riforma del TUF                                                                              | 106        |
| 4.4 Ulteriori attività normative                                                                    | 107        |
| 4.5 L'analisi d'impatto della normativa primaria                                                    | 108        |
| 5 L'attività regolamentare e l'analisi d'impatto                                                    | 109        |
| 5.1 L'attuazione della Legge Capitali                                                               | 109        |
| 5.2 Altri interventi regolamentari                                                                  | 111        |
| 5.3 Interventi di <i>soft law</i>                                                                   | 113        |
| <b>IX L'attività internazionale</b>                                                                 | <b>115</b> |
| 1 Lo sviluppo dei mercati dei capitali                                                              | 115        |
| 2 L'innovazione tecnologica digitale e la risposta regolatoria                                      | 117        |
| 3 Le iniziative in materia di finanza sostenibile                                                   | 121        |
| 4 Le ulteriori iniziative                                                                           | 123        |
| 4.1 Le iniziative riferite agli intermediari non bancari                                            | 123        |
| 4.2 Le iniziative in tema di educazione finanziaria, i <i>finfluencers</i><br>e la sicurezza online | 123        |
| 4.3 Le altre iniziative                                                                             | 124        |
| <b>X I sistemi informativi</b>                                                                      | <b>127</b> |
| 1 I principali elementi di novità                                                                   | 127        |
| 2 L'innovazione di processi, sistemi e strumenti                                                    | 127        |
| 3 L'aggiornamento e la protezione dei sistemi informativi                                           | 129        |
| <b>XI La gestione delle risorse umane</b>                                                           | <b>131</b> |
| 1 I principali elementi di novità                                                                   | 131        |
| 2 L'organizzazione interna                                                                          | 132        |
| 3 La gestione delle risorse umane e la formazione                                                   | 132        |

|                                                                              |                |
|------------------------------------------------------------------------------|----------------|
| <b>XII La gestione economico-finanziaria e le procedure acquisitive</b>      | <b>134</b>     |
| 1 I principali elementi di novità                                            | 134            |
| 2 La gestione finanziaria                                                    | 134            |
| 3 L'acquisizione e la gestione di beni, servizi e lavori                     | 136            |
| <b>XIII I controlli giurisdizionali sull'attività della CONSOB</b>           | <b>138</b>     |
| 1 Il contenzioso sui provvedimenti di vigilanza                              | 138            |
| 2 La verifica in sede giurisdizionale                                        | 145            |
| 2.1 Le decisioni di rilievo nell'ambito di cause civili per omessa vigilanza | 145            |
| 2.2 Le ipotesi di ostacolo alla vigilanza                                    | 148            |
| <br><b>C Appendice statistica</b>                                            | <br><b>149</b> |
| Indice delle tavole                                                          | 151            |
| Tavole statistiche                                                           | 155            |
| <br><b>Riquadri</b>                                                          |                |
| <b>1</b> L'approccio SupTech                                                 | 128            |
| <b>2</b> L'uso dell'IA Generativa                                            | 128            |