



SENATO DELLA REPUBBLICA
COMMISSIONE PARLAMENTARE DI INCHIESTA SUL SISTEMA BANCARIO,
FINANZIARIO E ASSICURATIVO

Audizione di Paolo Savona
Presidente della Commissione Nazionale
per le Società e la Borsa – CONSOB

Roma, 17 luglio 2025

Signor Presidente, Onorevoli Senatori,

ringrazio per l'invito alla CONSOB a fornire il proprio contributo ai lavori di questa Commissione Parlamentare. È un'occasione per condividere alcune riflessioni sull'evoluzione del contesto di riferimento, la risposta normativa a livello europeo e domestico e il ruolo che la vigilanza dei mercati finanziari può svolgere, anche in una dimensione prospettica, a sostegno della protezione dei risparmiatori e dello sviluppo dei mercati dei capitali.

Negli ultimi anni, il sistema finanziario è stato interessato da mutamenti strutturali profondi. La finanza digitale ha ampliato l'ecosistema dei prodotti e dei servizi finanziari accessibili a imprese e risparmiatori, facendo emergere al contempo nuove fonti di rischio per gli investitori e la stabilità del sistema finanziario. La diffusione crescente delle cripto-attività è un fenomeno che pone sfide notevoli alla vigilanza, anche per l'approccio profondamente eterogeneo di regolatori e *policy maker* a livello globale.

Lo sviluppo della cosiddetta finanza sostenibile, frutto di un impegno nel contrasto al cambiamento climatico che di recente ha registrato un rallentamento, ha creato l'esigenza di maggiori presidi di trasparenza e comparabilità dell'informazione di sostenibilità anche per contrastare fenomeni come il *green* e il *social washing*.

In ambito UE, le dinamiche in atto hanno riproposto l'urgenza di completare l'integrazione dei mercati dei capitali, che vede un pilastro fondamentale nell'armonizzazione delle regole e della vigilanza, pena la marginalizzazione delle economie europee nel contesto globale.

Nel mio intervento, dopo aver ricordato le competenze della CONSOB, tratterò una sintetica ricognizione dell'evoluzione del quadro di riferimento, descritta in maggior dettaglio negli allegati depositati agli atti di questa Commissione. Illustrerò poi le attività della CONSOB nei diversi ambiti, per concludere con alcune indicazioni sull'evoluzione dell'approccio alla vigilanza teso a potenziare la capacità dell'Autorità di agire in modo proattivo, secondo una logica di servizio orientata a fornire un valore aggiunto rispetto al perseguimento degli obiettivi strategici del Paese.

1. Le competenze della CONSOB

Dalla sua istituzione, avvenuta con la legge 7 giugno 1974, n. 216, la CONSOB ha vissuto un progressivo accrescimento delle sue funzioni e competenze di vigilanza, che trovano la propria ragion d'essere nella necessità di tutelare gli interessi generali – e in particolare il risparmio – contro le imperfezioni del mercato.

In estrema sintesi, le competenze della CONSOB sono definite dal Testo unico della finanza (decreto legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58) su una pluralità di ambiti e soggetti.

In materia di intermediari finanziari l'Autorità è competente per la trasparenza e la correttezza dei comportamenti dei soggetti abilitati alla prestazione di servizi di investimento e di gestione collettiva del risparmio, tenendo conto degli obiettivi più generali di tutela degli investitori

e salvaguardia della fiducia e del buon funzionamento del sistema finanziario, anche dal punto di vista della competitività a livello internazionale.

In materia di mercati ed emittenti, la CONSOB vigila per assicurare, oltre alla tutela degli investitori, rispettivamente, la trasparenza e l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e l'efficienza e la trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali.

Indipendentemente dall'attività di impresa svolta (e quindi che si tratti di banche, imprese assicurative o imprese non finanziarie), le società che accedono al mercato regolamentato sono sottoposte alla vigilanza della CONSOB con riferimento al rispetto della disciplina applicabile agli emittenti in forza della quotazione su tale mercato (ad esempio, in materia di prospetti, obblighi di OPA, *corporate governance*, abusi di mercato). Con riguardo, invece, alle società che accedono ai sistemi multilaterali di negoziazione (MTF), l'azione dell'Autorità è limitata alla verifica del corretto adempimento degli obblighi derivanti dalla normativa europea in materia di abusi di mercato.

La vigilanza viene esercitata altresì sull'organizzazione e sull'attività dei revisori legali e delle società di revisione legale che hanno incarichi di revisione legale su enti di interesse pubblico (banche, società quotate e imprese assicurative) o su enti sottoposti a regime intermedio (altre società che svolgono attività in settori particolarmente rilevanti)¹, al fine di verificarne il corretto svolgimento, in conformità alle disposizioni del decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 39.

Nelle materie di propria competenza, la CONSOB dispone di poteri regolamentari per l'emanazione di norme secondarie, nonché di specifici poteri di vigilanza informativa, ispettiva e di natura sanzionatoria.

L'Autorità partecipa inoltre ai processi legislativi in materia di mercati finanziari, contribuendo, attraverso il supporto tecnico al Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF), alla definizione della normativa europea di riferimento (fase ascendente) e alla predisposizione delle norme di adeguamento dell'ordinamento nazionale alla normativa europea (fase discendente). La Commissione contribuisce altresì alla stesura di norme tecniche dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (*European Securities and Markets Authority – ESMA*) ed è parte del Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF), alle cui attività partecipa nell'ottica della convergenza in ambito europeo degli strumenti e delle prassi di vigilanza².

¹ Quali: le società di gestione dei mercati regolamentati, le società che gestiscono i sistemi di compensazione e di garanzia, le società di gestione accentrata di strumenti finanziari, le SIM, le società di gestione del risparmio, i fondi comuni di investimento di diritto italiano, le SICAV, le SICAF, gli istituti di pagamento di cui alla direttiva 2009/64/CE, gli istituti di moneta elettronica, gli intermediari finanziari di cui all'articolo 106 del TUB, i gestori di crediti in sofferenza, gli emittenti di token collegati ad attività e i prestatori di servizi per le crypto-attività autorizzati ai sensi del regolamento MiCAR.

² Il SEVIF è composto da autorità microprudenziali e macroprudenziali: Comitato europeo per il rischio sistemico; le tre autorità europee di vigilanza ESMA, EBA ed EIOPA; le autorità di vigilanza nazionali. La Banca centrale europea, nel quadro del meccanismo di vigilanza unico (SSM), è l'autorità di vigilanza bancaria responsabile delle banche di grandi dimensioni.

Nella sua attività, la CONSOB collabora con numerose istituzioni in ambito domestico (a partire da Banca d'Italia, COVIP e IVASS), anche attraverso l'attuazione dei Protocolli di intesa sottoscritti nel corso degli anni. Ad oggi sono in essere 35 protocolli di intesa e 12 accordi di collaborazione con autorità nazionali in forza, dei quali CONSOB partecipa a tavoli di coordinamento della vigilanza, ai quali si è aggiunto, dal 2024, il Comitato per le politiche macroprudenziali. A questi si aggiungono le costanti interlocuzioni con l'Autorità Giudiziaria, i corpi di Polizia e in particolare la Guardia di Finanza.

È intensa anche la cooperazione con autorità estere od organismi internazionali: sono attivi 47 accordi, in tre casi di tipo multilaterale, tra cui anche quelli con la Banca centrale europea (BCE), la *International Organisation of Securities Commissions* (IOSCO) e l'ESMA.

2. Gli elementi di contesto

Negli ultimi anni, il quadro normativo di riferimento europeo ha subito trasformazioni profonde, anche in risposta alle dinamiche strutturali in atto nei sistemi finanziari, incidendo in modo significativo sul perimetro di attività e sulle competenze della CONSOB. In particolare, i numerosi atti legislativi agiscono essenzialmente lungo tre direttrici: la transizione digitale; la transizione verso la sostenibilità; lo stimolo agli investimenti a lungo termine e l'integrazione dei mercati nazionali dei capitali in un vero mercato unico³.

2.1 La transizione digitale

L'innovazione tecnologica che ha innescato la 'quarta rivoluzione industriale' ha generato mutamenti radicali nel sistema finanziario. Si è assistito all'ingresso in ambiti in passato riservati a soggetti sottoposti a specifica regolamentazione delle cosiddette imprese FinTech e BigTech, attive a livello transfrontaliero nell'offerta di prodotti e servizi finanziari innovativi, che hanno modificato le relazioni con i clienti e imposto un ripensamento dei modelli di *business* da parte degli operatori tradizionali. La diffusione di strumenti di intelligenza artificiale (IA) sempre più evoluti, che rendono possibile estrarre maggior valore informativo dai cosiddetti *big data*, ha accentuato la spinta innovativa dell'industria dell'intermediazione finanziaria.

Gli intermediari finanziari italiani, e in particolare le banche e i gestori del risparmio, stanno investendo sempre più in tecnologie digitali, per innovare l'offerta e far fronte alla pressione competitiva delle imprese Fintech e BigTech. Rilevante è anche l'investimento in *cybersecurity* e negli strumenti di *advanced analytics* e di IA, che nei prossimi anni saranno utilizzati sia a supporto

³ Per una analisi dei cambiamenti in atto nei sistemi finanziari e dell'evoluzione del quadro normativo europeo si veda la scheda allegata 1 *Elementi di contesto*.

di processi interni, come la *compliance* e la prevenzione di frodi, sia per la gestione della relazione con i clienti anche attraverso l'utilizzo di tecniche di tipo generativo⁴.

La transizione digitale genera benefici in termini di efficienza, competitività e accesso ai mercati finanziari da parte di imprese e risparmiatori a patto che siano attentamente presidiati i rischi emergenti per la tutela degli investitori, l'integrità e la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso.

Vengono in rilievo nuove fonti di rischio concernenti la qualità dei dati, la tutela della privacy, la robustezza dei modelli, la trasparenza delle modalità di funzionamento dei sistemi di IA e l'*accountability* durante tutto il loro ciclo di vita, nonché il rischio di concentrazione in capo a pochi, grandi providers di piattaforme e strumenti.

L'innovazione tecnologica ha inoltre favorito lo sviluppo della finanza decentralizzata e dei mercati delle crypto-attività, il cui assetto operativo riflette le specificità dell'infrastruttura tecnologica impiegata.

L'Unione europea si è mostrata più determinata di altre giurisdizioni nel comprendere e disciplinare questi fenomeni, adottando il *Digital finance package*⁵ e l'*Artificial Intelligence Act* (AI Act)⁶, un unicum a livello internazionale.

Nell'ambito del primo intervento, assume un rilievo centrale il MiCAR, applicabile dal 30 dicembre 2024. Il Regolamento disciplina l'emissione, l'offerta e l'ammissione alle negoziazioni di crypto-attività e, in particolare, dei token collegati ad attività (*asset-referenced tokens* – ART), dei token di moneta elettronica (*e-money tokens* – EMT) e delle crypto-attività diverse dai token collegati ad attività o dai token di moneta elettronica (*Other Than*). Il MiCAR, inoltre, regola l'autorizzazione e le condizioni di esercizio per i prestatori di servizi per le crypto-attività (cosiddetti CASP) nonché la prevenzione e il divieto degli abusi di mercato relativi alle crypto-attività. Il decreto legislativo n. 129/2024 ha completato l'iter di adeguamento dell'ordinamento nazionale al Regolamento europeo, delineando i poteri e le funzioni della CONSOB e della Banca d'Italia in ragione delle tipologie di crypto-attività e con riferimento ai CASP⁷. Gli strumenti finanziari

⁴ Per una migliore comprensione del Fintech, nelle sue varie applicazioni nell'ambito dei mercati finanziari, la CONSOB ha da tempo promosso attività di studio e approfondimento, anche in collaborazione con l'Accademia e le Associazioni di categoria, le cui evidenze sono pubblicate in una Collana dedicata (<https://www.consob.it/web/area-pubblica/fintech>). Tra questi, si veda la ricognizione di cui al Quaderno CONSOB della collana FinTech, n. 9 - giugno 2022, *L'intelligenza artificiale nell'asset e nel wealth management*, <https://www.consob.it/web/area-pubblica/ft9>.

⁵ Sono inclusi nel pacchetto il Regolamento (UE) 2022/2554 relativo alla resilienza digitale per il settore finanziario (Digital Operational Resilience Act, DORA), il Regolamento (UE) 2022/858 del 30 maggio 2022 relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito (Regolamento Pilot) e il Regolamento (UE) 2023/1114 sui mercati delle crypto-attività (Markets in Crypto-Assets Regulation, MiCAR).

⁶ Regolamento (UE) 2024/1689 del 13 giugno 2024 che stabilisce regole armonizzate sull'intelligenza artificiale.

⁷ Alla CONSOB sono state attribuite: i) le competenze di vigilanza in materia di trasparenza, correttezza dei comportamenti, ordinato svolgimento delle negoziazioni e tutela dei possessori di crypto-attività/clienti, con riferimento agli emittenti di ART e ai CASP; ii) le competenze di vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di c.d. *crypto other-than*; iii) le competenze di *product intervention* sugli ART e sulle cd. *crypto other-than*, quando necessario per assicurare la tutela degli investitori, l'ordinato funzionamento e l'integrità dei mercati delle crypto-

tokenizzati rimangono soggetti alle medesime norme degli strumenti finanziari tradizionali, in linea con il principio di neutralità tecnologica, e assoggettati alla disciplina della MiFID II.

Con riferimento alla disciplina europea dell'IA, il disegno di legge, approvato dal Senato della Repubblica il 20 marzo 2025 in prima lettura e attualmente all'esame della Camera che accompagna l'adozione dell'AI Act in Italia, individua la CONSOB, la Banca d'Italia e l'IVASS quali autorità competenti sui soggetti che impiegano sistemi di intelligenza artificiale ad alto rischio immessi sul mercato, messi in servizio o usati da istituti finanziari disciplinati dal diritto dell'Unione in materia di servizi finanziari.

2.2 La transizione alla sostenibilità

Negli ultimi anni, i cosiddetti fattori ESG (*Environmental, Social and Governance*) sono stati integrati, in misura più o meno intensa, nelle strategie delle imprese, degli investitori istituzionali e nelle scelte degli investitori *retail*. In parallelo, è sorta l'esigenza di sviluppare un linguaggio comune per la descrizione di attività, prodotti e servizi finanziari sostenibili nonché di rendere disponibili e comparabili le informazioni di sostenibilità.

L'Unione europea ha risposto con la strategia delineata nel Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile del 2018, poi aggiornata nel 2021. Ne sono derivate numerose iniziative legislative⁸, attualmente oggetto di un profondo ripensamento, alla ricerca di un bilanciamento tra crescita, produttività e competitività, da un lato, e sostenibilità ambientale, dall'altro.

In particolare, è stato deciso il rinvio dell'applicazione di importanti atti normativi in materia nonché un nuovo pacchetto di misure, cosiddetto Omnibus, volto alla riduzione degli oneri amministrativi per le imprese attraverso un'azione di semplificazione di vasta portata nei settori del reporting di sostenibilità (CSRD), della *due diligence* in tema di sostenibilità (CSDDD), della tassonomia delle attività eco-sostenibili. Inoltre, è stata adottata una direttiva che posticipa di due anni gli obblighi di rendicontazione di cui alla CSRD e di un anno quelli di cui alla CSDDD.

Per il comparto dell'intermediazione mobiliare, significative novità sono state introdotte dal Regolamento Disclosure (SFDR), in corso di revisione, con riguardo agli obblighi d'informativa sulla sostenibilità per i partecipanti al mercato, inclusi consulenti, società di gestione di fondi comuni, imprese di investimento e gestori di fondi alternativi. Ulteriori modifiche hanno riguardato la MiFID II in materia di integrazione delle "preferenze di sostenibilità" dei clienti nella valutazione

attività; iv) le competenze in tema di prevenzione e divieto degli abusi di mercato relativi alle criptoattività. In relazione a tali fattispecie la CONSOB dispone, a partire da gennaio 2025, di poteri interdittivi nei confronti degli operatori abusivi del settore cripto nonché del potere di ordinare l'oscuramento dei siti web di cui questi si avvalgono. Per maggiori dettagli sul riparto di competenze tra CONSOB e Banca d'Italia in materia si veda la Nota di sintesi CONSOB/Banca d'Italia del 29 ottobre 2024.

⁸ Si ricordano, tra gli altri, il Regolamento (UE) 2020/852 (Regolamento Tassonomia), la Direttiva (UE) 2022/2464 (CSRD), la Direttiva (UE) 2024/1760 (CSDDD), il Regolamento (UE) 2019/2088 del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (SFDR); queste discipline sono attualmente in corso di revisione.

di adeguatezza delle operazioni d'investimento e considerazione degli obiettivi legati alla sostenibilità nei processi di *product governance*⁹.

2.3 Lo sviluppo e l'integrazione dei mercati dei capitali europei

I sistemi finanziari europei si connotano per taluni aspetti strutturali che ne limitano la capacità di sostenere una crescita economica resiliente ed inclusiva. I mercati dei capitali continuano a svolgere un ruolo di gran lunga meno rilevante rispetto a quello svolto dalle banche nel finanziamento dell'economia e delle imprese. Inoltre, i quadri regolatori nazionali non sono armonizzati e ciò è fonte di inefficienze e svantaggi competitivi rispetto ad altre giurisdizioni.

I mercati azionari, in linea con quanto rilevato a livello globale, vedono da anni un progressivo calo del numero di società quotate in borsa. In Italia, un'eccezione parziale è rappresentata dal mercato delle piccole e medie imprese (PMI), ovvero l'EGM, che si conferma tra le piattaforme più attive per le nuove quotazioni nel contesto del Gruppo Euronext.

L'Unione europea ha cercato di dare una risposta con il Piano d'azione per l'unione dei mercati dei capitali (*Capital Markets Union* – CMU) del 2015, poi rivisto nel 2020, senza tuttavia giungere a una compiuta realizzazione degli obiettivi previsti.

Sulla scorta dell'esperienza pregressa e alla luce delle priorità imposte dai nuovi equilibri geopolitici che vanno affermandosi a livello globale, il 19 marzo 2025, la Commissione europea ha adottato l'iniziativa nota come *Savings and Investments Unions* (SIU) nell'ambito della più ampia strategia di rilancio della competitività delle economie europee.

3. L'attività della CONSOB

3.1. La finanza digitale e le crypto-attività

La CONSOB ritiene strategico favorire un adeguato sviluppo e consolidamento delle applicazioni delle nuove tecnologie per accrescere l'inclusione finanziaria dei risparmiatori e l'accesso delle imprese ai mercati dei capitali, nel rispetto dei presidi di trasparenza, sicurezza e tutela degli investitori. Per questo, da tempo ha adottato un approccio proattivo nelle opportune sedi istituzionali e nell'interazione con gli operatori di mercato.

In ambito domestico, la CONSOB fornisce il proprio contributo al Comitato FinTech, istituito nel 2018 presso il MEF per presiedere alla sperimentazione nota come sandbox regolamentare, attualmente oggetto di una revisione del processo di selezione e accesso degli operatori interessati che fornirà un rinnovato impulso all'innovazione responsabile nella finanza digitale.

⁹ Nel perseguimento della strategia dell'UE sulla finanza sostenibile, i requisiti di *product governance* sono stati integrati con la finalità di assicurare che i fattori di sostenibilità e gli obiettivi legati alla sostenibilità della clientela *target* siano incorporati nei processi degli intermediari preordinati alla definizione della gamma di prodotti da realizzare e distribuire, nell'ottica, appunto, di favorire la domanda di investimenti sostenibili da parte degli investitori.

L'Autorità è inoltre impegnata nell'applicazione delle normative in materia di emissione e circolazione di strumenti finanziari in forma digitale, nell'ottica di favorire la riduzione dei costi di accesso al mercato da parte delle imprese.

In attuazione del cosiddetto d.l. Fintech, che recepisce la normativa europea sul regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito¹⁰, la CONSOB ha emanato il regolamento per definire i principi e i criteri relativi alla formazione e alla tenuta dell'Elenco dei responsabili dei registri per la circolazione digitale¹¹. Nel 2024, nell'Elenco sono stati iscritti i primi tre soggetti; inoltre, Cassa Depositi e Prestiti nel mese di luglio ha emesso la prima obbligazione digitale conforme al d.l. Fintech nell'ambito dell'*exploratory work* dell'Eurosistema sull'utilizzo delle tecnologie a registro distribuito per il regolamento in moneta digitale all'ingrosso di banca centrale.

La CONSOB continuerà ad accompagnare gli operatori nella sperimentazione delle regole comunitarie per risolvere le questioni di conformità normativa e di vigilanza a fronte dell'interesse che gli operatori italiani stanno mostrando per le prospettive di emissione e circolazione di strumenti finanziari in forma digitale.

* * * * *

Nell'ambito della finanza digitale, desta particolare preoccupazione la diffusione delle cripto-attività. In linea generale, questo fenomeno, oltre a porre rischi per la tutela degli investitori e per l'integrità dei mercati, può incidere negativamente sull'economia nel suo complesso, poiché rappresenta un canale attraverso cui le risorse finanziarie vengono deviate dagli investimenti a supporto della crescita e delle attività produttive.

Sono significativi i rischi per gli investitori, che mostrano un interesse crescente verso le cripto-attività *unbacked* (come bitcoin ed ether, che ad oggi rappresentano la gran parte del valore di mercato complessivo) e a prodotti ad essi collegati, spesso percepiti come opportunità di facile guadagno anche per effetto di aggressive campagne pubblicitarie sui *social*, prive di adeguata informazione su rischi, costi, caratteristiche tecniche e profili di liquidità.

Il tema è da tempo all'attenzione della CONSOB, che a partire dal 2021 (anche congiuntamente con Banca d'Italia o con ESMA) è intervenuta più volte con *warning* diffusi al pubblico dei risparmiatori e agli operatori di mercato.

Vengono in rilievo anche le cosiddette *stablecoin*, ossia le cripto-attività che dichiarano di mantenere un valore stabile rispetto a una valuta ufficiale o a un paniere di asset di riferimento. In più di una circostanza, questa promessa si è rivelata fragile e non mantenuta nei fatti, generando effetti a catena sull'ecosistema delle cripto-attività e, in alcuni casi, impatti indiretti su banche e operatori della finanza tradizionale. Al momento, le *stablecoin* non hanno ancora assunto una rilevanza

¹⁰ Regolamento UE 2022/858 del 30 maggio 2022.

¹¹ Si veda la delibera della CONSOB n. 22923 del 6 dicembre 2023, di adozione del regolamento sull'emissione e circolazione in forma digitale di strumenti finanziari, in attuazione della delega regolamentare contenuta nel Decreto-legge 17 marzo 2023, n. 25, come convertito, con modificazioni, dalla legge 10 maggio 2023, n. 52.

sistemica in ragione delle dimensioni ridotte del fenomeno e delle limitate interconnessioni con la finanza regolamentata e l'economia reale. Tuttavia, non si possono escludere evoluzioni repentine, soprattutto per via dell'approccio favorevole di cui questi strumenti godono in alcune giurisdizioni extra-UE (a partire da quella statunitense). Per queste ragioni, un monitoraggio attento delle dinamiche di mercato e delle implicazioni per la sovranità monetaria e la frammentazione finanziaria nell'area euro appare quanto mai necessario.

Alla luce della natura globale del fenomeno e di approcci regolatori in corso di definizione ed eterogeni fra aree geografiche, l'attività di vigilanza risulta esposta a rischi significativi ai quali si aggiungono anche le difficoltà connesse alle caratteristiche della tecnologia sottostante.

Si pensi ad esempio alla pseudonimia dei portafogli digitali sulle principali *blockchain*, che rende complessa la ricostruzione delle posizioni complessive dei beneficiari finali e l'identificazione dei soggetti che esercitano un controllo effettivo sulla governance o sul funzionamento algoritmico dei protocolli.

3.2. La finanza sostenibile

La transizione alla sostenibilità, al pari della transizione digitale, è da tempo integrata alla pianificazione strategica e operativa della CONSOB. La vigilanza ha accompagnato e monitorato le imprese e gli operatori di mercato nella applicazione della disciplina in materia e continua ad impegnarsi nel contrasto al *greenwashing*, anche attraverso lo sviluppo di soluzioni specifiche basate sull'uso dell'intelligenza artificiale¹².

L'Autorità partecipa, inoltre, ai lavori del Tavolo interistituzionale sulla Finanza sostenibile, promosso e presieduto dal MEF con l'obiettivo 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.

Il Tavolo, istituito nell'ottobre 2022 e composto da Ministero dell'Ambiente e della Sicurezza Energetica, Ministero delle Imprese e del Made in Italy, Banca d'Italia, IVASS e COVIP, ha pubblicato il 6 dicembre 2024 il documento *Il dialogo di sostenibilità tra PMI e banche*, al termine di un processo di consultazione pubblica e di un'intensa interlocuzione con esperti del settore, stakeholders e consulenti incaricati nell'ambito di un programma *Technical Support Instrument* (TSI) finanziato dalla Commissione europea. Il Documento ha l'obiettivo di supportare le PMI nella raccolta e produzione di informazioni attinenti agli impatti ambientali, sociali e di governance, per facilitare il dialogo con le banche sui temi della sostenibilità.

¹² Sul versante delle iniziative di formazione e di ricerca, è stata promossa una Collana di pubblicazioni dedicata alla finanza sostenibile ([CONSOB Quaderni Finanza sostenibile - AREA PUBBLICA - CONSOB](#)). Nell'ambito della riforma organizzativa, inoltre, è stato affidato a una funzione trasversale l'incarico di avviare iniziative volte allo sviluppo della sostenibilità dell'Istituto, nonché di assicurare l'efficienza e l'efficacia dell'attività in materia ESG nei confronti delle diverse categorie di soggetti vigilati.

Il quadro regolatorio della finanza sostenibile si appresta, come ho già ricordato, a subire significativi mutamenti, in termini di semplificazione e riduzione degli obblighi in tema di sostenibilità. Tuttavia, una riduzione significativa di informazioni e dati standardizzati e di buona qualità in materia ESG potrebbe aumentare i costi a carico dei loro utilizzatori e ostacolare la disponibilità e l'accesso ad informazioni affidabili sul profilo di sostenibilità degli emittenti. Va poi considerato che parte dell'industria ha già sostenuto i costi di adeguamento alla disciplina in materia di rendicontazione non finanziaria.

Anche l'attività di vigilanza ha dovuto misurarsi, fin dall'inizio, con una limitata disponibilità di dati ESG, spesso incoerenti tra loro, o fruibili in forma poco strutturata. L'accesso e la gestione a dati completi e affidabili ha rappresentato una sfida per tutte le autorità di supervisione finanziaria, come indicato dall'ESMA nei Report pubblicati negli ultimi anni.

Con l'intervento di semplificazione del quadro normativo, a fronte di benefici in termini di maggiore competitività, si corre il rischio che sul mercato finanziario arrivino informazioni parziali, non affidabili e difficilmente comparabili, accentuando comportamenti tesi al *greenwashing* a danno degli investitori e indebolendo così l'intera catena dell'investimento sostenibile.

È quindi importante nel processo di revisione assicurare coerenza tra le diverse discipline normative e individuare soluzioni in grado di contemperare l'esigenza di semplificazione con quella informativa del mercato.

3.3. Lo sviluppo del mercato dei capitali domestico

Nell'attuale quadro economico-finanziario e geopolitico, la CONSOB intende rafforzare il suo impegno a sostegno del mercato dei capitali domestico, il cui rilancio può favorire una più robusta crescita del Paese, e a tutela del risparmio e degli investitori. L'azione dell'Istituto abbraccia sia il lato dell'offerta, ossia accesso e permanenza delle imprese nel mercato dei capitali, sia quello della domanda, ossia partecipazione degli investitori istituzionali e *retail* ai mercati dei capitali. Questa impostazione è anche alla base del menzionato progetto di SIU lanciato dalla Commissione europea.

Per quanto riguarda il lato dell'offerta, promuovere l'accesso al mercato dei capitali delle imprese, e soprattutto delle PMI che rappresentano l'ossatura del nostro tessuto industriale, rimane un obiettivo centrale e strategico a supporto di una crescita resiliente e della capacità di innovazione del sistema economico nazionale.

Oltre all'accesso, occorre favorire anche la permanenza delle imprese sul mercato e per tale via la crescita dimensionale delle stesse. La riduzione del numero di società quotate in borsa, infatti, è attribuibile all'effetto combinato di un sensibile rallentamento delle quotazioni e una altrettanto rilevante accelerazione dei *delisting* volontari degli emittenti.

Questi fenomeni sono riconducibili a vari fattori, tra i quali la capacità della borsa di esprimere nei prezzi dei titoli i valori impliciti nei fondamentali aziendali, tanto in fase di prima valutazione (IPO) quanto nei successivi momenti di scambio sul mercato secondario.

La sottovalutazione dei titoli interessa soprattutto le PMI e può essere legata alla ridotta liquidità nei mercati, sempre più concentrata sulle *large caps* rientranti negli indici replicati dalle

strategie di gestione passiva dei grandi asset manager internazionali. In tale contesto, sono importanti iniziative di sistema volte a garantire la nascita e la permanenza di investitori professionali dedicati alle PMI: in questo senso è da accogliere con interesse la recente iniziativa pubblico-privata del FNSI (Fondo nazionale strategico indiretto) volta creare un ecosistema di fondi dedicati alle PMI che garantiscano liquidità e favoriscano l'accesso ai mercati. Inoltre, lo sviluppo del sistema pensionistico complementare potrebbe contribuire positivamente alla profondità e all'ampiezza dei mercati dei capitali.

Le richiamate dinamiche vanno analizzate anche alla luce del recente sviluppo della cosiddetta *private finance*. La maggiore operatività di fondi di *private equity* in imprese di medie dimensioni, in particolar modo in quelle più innovative, potrebbe associarsi alla decisione delle stesse di ritardare l'ingresso in borsa (cosiddetto *staying private for longer*). Inoltre, il flusso di *delisting* sembra accompagnarsi a una tendenza dei fondi di *private equity* a impiegare l'ampia liquidità raccolta in acquisizioni (totali o parziali) di società già quotate.

Un altro aspetto di rilievo per lo sviluppo dei mercati riguarda l'onere regolatorio. Le Autorità europee e nazionali, inclusa la CONSOB, sono da anni impegnate in un esercizio di revisione e semplificazione della disciplina primaria e secondaria.

Al proposito, si rammentano a titolo esemplificativo le iniziative adottate dall'Autorità in materia di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni contenute nel Regolamento Prospetto¹³ e, successivamente, il contributo ai lavori propedeutici all'emanazione del Libro Verde *La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*, pubblicato dal MEF nel marzo 2022, le cui proposte sono confluite nella Legge Capitali che a sua volta ha delegato il Governo alla revisione organica del TUF e delle norme civilistiche di diritto societario¹⁴.

Con un primo pacchetto di interventi in materia di prospetti, varato dalla CONSOB nel 2022, i termini di conclusione dei procedimenti di approvazione sono stati pienamente allineati alla legislazione europea, consentendo altresì la possibilità di redigere il prospetto in lingua inglese per le offerte promosse in Italia e potenziando il ricorso al cosiddetto *prefiling*, attraverso il quale gli emittenti e gli offerenti possono avviare un dialogo con l'Autorità prima del formale avvio delle relative istruttorie. È stato inoltre attuato un complessivo riordino degli orientamenti applicativi in materia di prospetti, raccolti in un unico documento aggiornato, in modo da aumentare la chiarezza della disciplina.

Nel 2024 si è provveduto a semplificare ulteriormente i procedimenti di approvazione dei prospetti, attraverso la riduzione dei relativi costi e la possibilità di presentare le domande di approvazione in formato digitale e in lingua inglese, sia per le offerte aventi ad oggetto titoli di capitale sia per quelle concernenti i prodotti non-equity. In questo contesto, sono stati approvati i primi prospetti presentati da emittenti corporate relativi a programmi Medium Term Notes (MTNs), rivolti agli investitori istituzionali e finalizzati all'ammissione sul MOT.

¹³ Regolamento (UE) 2017/1129.

¹⁴ Artt. 19 e 19-bis della Legge n. 21/2024.

In prospettiva, la CONSOB intende cogliere appieno le occasioni offerte dalla disciplina europea di cui al pacchetto Listing Act¹⁵, di prossimo recepimento nell'ordinamento nazionale, adottato nell'ambito dell'attuazione del già ricordato progetto europeo della CMU.

L'Autorità continuerà infine a contribuire alla razionalizzazione delle regole attraverso la partecipazione ai lavori per la riforma del TUF, al fine di individuare le misure normative che – in linea con i criteri di delega – promuovano il carattere internazionale del mercato finanziario italiano e lo rendano sempre più attrattivo per gli investitori istituzionali.

La riforma del TUF comporterà un'intensa attività di revisione della regolamentazione secondaria di competenza della CONSOB. In tale contesto l'Istituto proseguirà nell'adoperarsi sia per la rimozione dei casi di cosiddetto *goldplating* sia per semplificare i procedimenti di scrutinio dei prospetti e ridurre i tempi amministrativi e i costi, anche nell'ottica di una maggiore convergenza verso le prassi europee e di semplificazione della comunicazione con i soggetti esterni.

3.4. La partecipazione degli investitori retail e gli strumenti di tutela

Il nostro Paese si caratterizza storicamente per un elevato ammontare di ricchezza finanziaria delle famiglie, anche se il tasso di risparmio va contraendosi e da oltre un decennio risulta inferiore alla media europea.

A dicembre 2024, la ricchezza finanziaria delle famiglie era prossima a 6 mila miliardi di euro, ossia 2,7 volte il PIL. Il tasso di risparmio si attestava a poco più dell'11% nel quarto trimestre del 2024 rispetto a oltre il 15% registrato per l'area euro.

Circa un terzo della ricchezza finanziaria dei risparmiatori italiani è costituito da disponibilità liquide. Il dato riflette un livello contenuto di partecipazione al mercato dei capitali, pur se superiore alla media europea, a discapito sia del flusso di risorse disponibili per il finanziamento delle attività produttive meritevoli sia delle opportunità di un'adeguata remunerazione dei risparmi delle famiglie¹⁶.

Nell'ambito della ricchezza finanziaria un peso significativo è riferibile agli investimenti in strumenti finanziari amministrati dalle banche, pari a circa 1.300 miliardi di euro, su cui si esercita la vigilanza della CONSOB in materia di servizi di investimento, e la cui composizione si è evoluta nel corso del tempo privilegiando attività come i fondi comuni di investimento e i titoli di Stato.

Per stimolare la partecipazione ai mercati dei capitali da parte degli investitori *retail*, storicamente orientati verso attività a basso rischio, la CONSOB ha potenziato nel tempo gli

¹⁵ Il pacchetto Listing Act, pubblicato il 14 novembre 2024 nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea e che dovrà essere recepito nel nostro ordinamento entro il 2026, si compone di tre atti legislativi che modificano la disciplina europea in tema di prospetti informativi, abusi di mercato e mercati degli strumenti finanziari introducendo molteplici innovazioni volte a rendere i mercati dei capitali più attraenti per le imprese dell'UE e a facilitare l'accesso al capitale da parte delle PMI.

¹⁶ Per una analisi del comparto della gestione collettiva del risparmio e dei profili di rilievo per la vigilanza e la tutela degli investitori si veda la scheda allegata 2_ *La gestione collettiva del risparmio*.

strumenti di tutela che concorrono al cosiddetto *empowerment* dei risparmiatori e, per questa via, anche all'innalzamento della fiducia nel sistema finanziario.

Al proposito, vorrei anzitutto richiamare l'attenzione sulle attività di educazione finanziaria, che la Commissione ha intensificato nel corso degli anni con l'obiettivo di promuovere l'innalzamento delle competenze essenziali per la gestione del denaro, la pianificazione finanziaria, l'individuazione di prodotti e servizi adeguati e la selezione critica delle fonti informative, anche nell'ambiente digitale.

La necessità di accrescere le competenze finanziarie dei cittadini è stata riconosciuta anche dal Legislatore domestico che, dopo l'istituzione nel 2016 del Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria, a cui la CONSOB partecipa attivamente, con la Legge Capitali ha introdotto l'insegnamento dell'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale all'interno dell'educazione civica nelle scuole.

La CONSOB ha accolto con favore questa innovazione, poiché rappresenta una concreta opportunità per colmare nel tempo il divario di competenze che penalizza il nostro Paese nel confronto internazionale. La norma consente anche di valorizzare e potenziare l'esperienza maturata negli anni, in particolare nei progetti dedicati a docenti e studenti, e di rafforzare l'azione congiunta con le altre autorità di settore – Banca d'Italia, IVASS e COVIP – attraverso la stipula di specifici accordi con il Ministero dell'istruzione e del merito.

Nell'ambito delle azioni di vigilanza di *investor protection*, ricordo il contrasto agli abusivismi finanziari, teso a bloccare la prestazione, in assenza di autorizzazione, di servizi di investimento su strumenti finanziari, inclusa l'attività pubblicitaria, nonché le abusive offerte al pubblico di prodotti finanziari, svolte in assenza del prescritto prospetto informativo e la relativa attività pubblicitaria. In seguito al recepimento del MiCAR, la lotta ai fenomeni abusivi si è estesa anche a soggetti che operano senza le necessarie autorizzazioni nei mercati delle cripto-attività¹⁷.

Di frequente, la prestazione abusiva di servizi di investimento si avvale di piattaforme web di servizi di trading su strumenti finanziari derivati (quali i *contracts for difference* - Cfd) che hanno come sottostanti valute, indici di borsa, materie prime e, sempre più frequentemente, cripto-valute. Sul versante delle abusive offerte al pubblico di prodotti finanziari si riscontrano soprattutto le proposte di investimenti finanziari 'atipici', quali i contratti di investimento con cui sono promessi rendimenti di natura finanziaria. Negli ultimi anni, inoltre, l'utilizzo dei canali digitali di comunicazione, tra cui i *social network* e le applicazioni per dispositivi mobili, ha permesso lo sviluppo di nuovi schemi operativi e modalità di interazione a distanza. Tali schemi sono sempre più interconnessi con le nuove tecnologie di IA e sfruttano anche tecniche di *gamification*.

La vigilanza in questo ambito trae impulso anche dalle numerose segnalazioni ricevute da risparmiatori che denunciano condotte potenzialmente riconducibili a casi di abusivismo e si avvale dei poteri riconosciuti dall'ordinamento, progressivamente ampliati nel tempo e, da ultimo, con la

¹⁷ Per una analisi in materia si veda la scheda allegata 3_ *Il contrasto agli abusivismi finanziari*.

Legge Capitali che ha attribuito alla CONSOB competenze in merito all'attività pubblicitaria riferibile a intermediari finanziari non autorizzati.

Nel 2024, a fronte di quasi 3.000 segnalazioni, di cui oltre la metà (1.545) riguardanti casi di abusivismo finanziario e di 169 richieste di collaborazione dall'Autorità Giudiziaria e dai diversi Corpi di Polizia, l'Autorità ha assunto 406 iniziative di contrasto agli abusivismi finanziari con l'oscuramento di 200 siti internet e ha inoltrato 206 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria¹⁸.

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 l'oscuramento di 1.328 siti web (dato al 22 maggio 2025), inclusi 33 siti riferibili a operatori abusivi del settore crypto raggiunti grazie ai nuovi poteri interdittivi previsti dal MiCAR. Tra i numerosi provvedimenti adottati, alcuni hanno riguardato il cosiddetto *deep fake*, che fa leva sulla notorietà di esponenti di primo piano (anche del mondo istituzionale italiano) dei quali vengono contraffatte immagini e voci attraverso strumenti di intelligenza artificiale.

Al fine di rafforzare la protezione dei risparmiatori nell'ecosistema digitale (*web* e *social network*), sono in corso iniziative volte ad avviare la collaborazione con le *social media platform* e sviluppare sinergie che possano consentire di filtrare in via preventiva contenuti illegali online relativi al settore finanziario. Il tema è oggetto di approfondimento anche con le autorità estere nelle competenti sedi internazionali.

In prospettiva, l'impiego di nuove tecnologie, di cui è in corso la sperimentazione, potrà consentire un importante potenziamento della lotta all'abusivismo, che sempre più si avvale di schemi operativi *online*. A tal fine, nel 2024 è stata avviata, in collaborazione con due primarie università italiane, la realizzazione di un software, sviluppato come *proof of concept*, con funzioni di analisi degli esposti e dei contenuti di siti web.

La tutela degli investitori si esplicita anche nell'ambito dei rimedi, grazie all'attività dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF). Dal 2017, anno di avvio dell'operatività, l'ACF ha ricevuto e risolto oltre 11.000 ricorsi, riconoscendo risarcimenti per oltre 165 milioni di euro. Il tasso di adempimento volontario delle decisioni da parte degli intermediari coinvolti supera in media il 90%.

Dei ricorsi ricevuti, 4.173 si riferiscono a controversie scaturite da situazioni di crisi, provvedimenti di risoluzione o avvio di procedure di liquidazione coatta amministrativa degli intermediari, concentratisi nei primi anni di attività dell'ACF. Questi ricorsi sono stati accolti in 3.338 casi, con risarcimenti riconosciuti a favore dei risparmiatori danneggiati per oltre 118 milioni di euro.

Nel corso del tempo, a fronte della progressiva riduzione del contenzioso originato dalle crisi bancarie, il flusso annuo dei ricorsi si è sostanzialmente dimezzato, attestandosi attorno a mille richieste, in linea con il livello stimato nella fase di progettazione dell'Organismo. Le criticità

¹⁸ In particolare, 180 provvedimenti hanno ordinato la cessazione della violazione rappresentata dalla prestazione abusiva di servizi di investimento tramite internet; otto provvedimenti sono stati di sospensione cautelare di offerte abusive di prodotti finanziari; nove di divieto di offerte abusive; tre comunicazioni a tutela dei risparmiatori (cosiddetto *warning*, nella sezione del proprio sito denominata 'Occhio alle truffe').

riscontrate più di frequente attengono all'insieme di informazioni messe a disposizione della clientela e a carenze di tipo comportamentale addebitate agli intermediari, in particolare con riguardo alla fase precontrattuale e ad alcune fasi dell'operatività da remoto.

3.5. La vigilanza sulla prestazione dei servizi di investimento da parte delle banche

A fine 2024, il numero di banche autorizzate alla prestazione di servizi di investimento era pari a 382, in netto calo nell'ultimo decennio (nel 2013 erano 629), per effetto del progressivo processo di consolidamento del settore.

Delle 382 banche autorizzate a fine 2024, 34 erano 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.

Alla stessa data, si contavano inoltre 60 Sim iscritte nel relativo albo e 44 soggetti iscritti all'elenco delle imprese di investimento comunitarie autorizzate a operare in Italia mediante stabilimento di succursale. Erano 82 le imprese di investimento inglesi iscritte nell'albo delle imprese di paesi terzi diverse dalle banche autorizzate a operare in Italia, di cui sette con succursale, 73 in libera prestazione di servizi e due in entrambe le modalità.

L'attività di vigilanza della CONSOB sulla prestazione di servizi di investimento da parte degli intermediari segue un approccio integrato, ossia basato su iniziative di ricognizione e monitoraggio ad ampio spettro su tematiche di rilievo nell'ambito delle quali si innestano approfondimenti sugli intermediari con specifici profili di attenzione o meritevoli di ulteriori analisi, che in alcuni casi hanno portato all'avvio di procedimenti sanzionatori.

Con specifico riferimento agli intermediari bancari, nel corso degli anni, dopo il recepimento della MiFID II, la CONSOB ha condotto una ricognizione di ampia portata per numero e dimensione dei soggetti coinvolti e articolata per tipologia di strumenti di vigilanza utilizzati (ispezioni in loco, richieste di informazioni, convocazioni degli esponenti aziendali, ispezioni di *follow up*) al fine di verificare l'adeguamento da parte dell'industria nazionale all'impianto normativo della nuova disciplina, che ha inciso significativamente sul previgente quadro di riferimento, innalzando il livello della protezione degli investitori al dettaglio.

Ulteriori iniziative hanno valorizzato tempo per tempo fenomeni significativi in relazione all'interesse pubblico e ai compiti dell'Istituto, con particolare riguardo alla finanza sostenibile e alle cripto-attività, e nell'ambito di iniziative di vigilanza coordinate dall'ESMA.

Tra queste si segnalano: i) le indagini condotte al fine di rilevare l'integrazione dei profili attinenti alla finanza sostenibile nella prestazione dei servizi di investimento da parte degli operatori nazionali, in conseguenza del progressivo completamento del quadro normativo di riferimento in materia; ii) la partecipazione ad iniziative di *Common Supervisory Action* (CSA), azioni di vigilanza, coordinate dall'ESMA a livello comunitario, in vari Paesi membri nello stesso arco temporale, che hanno avuto volta per volta ad oggetto specifiche aree di interesse; iii) le indagini tematiche sull'offerta di prodotti caratterizzati da profili di particolare complessità, quali le cripto-attività e gli

strumenti finanziari ad esse collegati; i *futures* e soprattutto le indagini sugli strumenti finanziari *certificates* che hanno suscitato nell'ultimo periodo particolare interesse presso la clientela *retail*; iv) gli approfondimenti legati all'operatività in conflitto di interessi con riguardo particolare al fenomeno della distribuzione da parte delle banche di titoli di propria emissione.

In particolare, sono state indagate le modalità adottate dagli intermediari nell'operatività con la clientela su azioni di propria emissione, la concentrazione dei portafogli della clientela *retail* in titoli delle stesse banche distributrici, le scadenze dei bond bancari presenti nelle masse amministrate. Inoltre, sono stati svolti monitoraggi sulle operazioni straordinarie (OPA, OPS, aumenti di capitale) che hanno interessato le banche al fine di intercettare possibili impatti sui profili di *investor protection*.

Le indagini hanno riguardato altresì l'attività di distribuzione dei prodotti di investimento assicurativi da parte degli intermediari bancari alla luce del quadro normativo derivante dal recepimento in ambito nazionale della Direttiva sulla distribuzione assicurativa¹⁹, anche sulla base dei rapporti di collaborazione con IVASS.

Nel corso del 2024 sono stati sottoscritti Protocolli d'intesa con IVASS sia in materia di distribuzione di prodotti di investimento assicurativi (cosiddetti IBIPs - *Investment Based Insurance Products*) sia in tema di PRIIPs (*Packadged Retail and Insurance-based Investment Products*), limitatamente agli IBIPs.

3.6. La vigilanza sul processo di consolidamento del settore bancario italiano

A partire dalla fine del 2024, in linea con le tendenze in atto in ambito pan-europeo, sono stati avviati importanti processi di aggregazione tra intermediari di grandi dimensioni, in grado di incidere in modo significativo sul posizionamento competitivo e dimensionale delle principali banche italiane.

Negli ultimi mesi, infatti, alcune tra le più importanti società bancarie hanno promosso complessivamente cinque offerte pubbliche di scambio (o acquisto e scambio) aventi a oggetto azioni di altrettante società bancarie, con l'obiettivo di procedere al *delisting* delle società oggetto dell'offerta e alla successiva fusione per incorporazione delle stesse nelle società offerenti.

Affinché tali operazioni possano essere realizzate sono necessarie le dovute autorizzazioni da parte delle autorità di settore ossia, nei casi di specie, 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 delle società oggetto dell'offerta o dalle stesse controllate.

La CONSOB è coinvolta in questo processo poiché tali operazioni costituiscono appelli al pubblico risparmio e, pertanto, necessitano di autorizzazione alla pubblicazione del documento di offerta rilasciata dall'Autorità. Tale autorizzazione interviene solo a valle del processo, ossia dopo

¹⁹ Direttiva (UE) 2016/97 del 20 gennaio 2016 sulla distribuzione assicurativa.

che le altre autorità di settore abbiano concesso le autorizzazioni alle operazioni per i profili di loro competenza (ai sensi dell'art. 102, comma 4, del TUF).

Le diverse azioni di vigilanza della CONSOB hanno il fine di garantire una corretta e completa informativa al mercato. In questo senso, l'approvazione del documento di offerta non comporta alcun giudizio sull'opportunità dell'adesione e sul merito dei dati e delle notizie contenute in tale documento.

Coinvolgendo altresì tali operazioni le condotte di intermediari bancari che prestano servizi di investimento nella raccolta delle adesioni alle offerte, la CONSOB vigila sulla correttezza delle loro condotte, anche alla luce del possibile conflitto di interessi con i clienti.

In particolare, le verifiche mirano ad assicurare agli oblati un quadro informativo adeguato, sicché l'approvazione del documento di offerta può avvenire solo ove sia ritenuto tale da consentire ai destinatari di pervenire a *“un fondato giudizio sull'offerta”*, nonché la correttezza sullo svolgimento dell'offerta e la salvaguardia della parità di trattamento dei soggetti destinatari dell'offerta. In tale prospettiva, nel caso in cui le informazioni fornite nel documento di offerta non presentino le suddette caratteristiche, la CONSOB potrà chiedere chiarimenti, integrazioni e ulteriori delucidazioni.

Dall'annuncio di tali operazioni e al fine del rilascio dell'autorizzazione alla pubblicazione dei documenti di offerta la CONSOB ha condotto costanti e frequenti interlocuzioni con le autorità di settore competenti, con il conseguente scambio di informazioni in conformità a quanto previsto dai protocolli di collaborazione esistenti²⁰.

Inoltre la CONSOB, sin dalla promozione di tali offerte caratterizzate da un elevato livello di conflittualità poiché non concordate (cosiddette offerte ostili), ha provveduto a richiamare l'attenzione dell'offerente e dell'emittente in ordine al rispetto della normativa in materia di trasparenza e di correttezza, di cui agli artt. 41 e 42 del Regolamento n. 11971/1999 (Regolamento Emittenti), in relazione alle dichiarazioni, comunicazione di notizie e ai messaggi promozionali diffusi in corso di offerta.

4. L'approccio alla vigilanza della CONSOB tra innovazione tecnologica e riforma organizzativa

L'attività della CONSOB, così come la vigilanza sul sistema finanziario in generale, è divenuta sempre più complessa alla luce delle profonde evoluzioni strutturali, che di recente si sono innestate in un contesto dominato dall'incertezza, in ragione della debole congiuntura economica, delle tensioni nelle relazioni internazionali e dei conflitti in corso²¹.

²⁰ Il riferimento, in particolare, è al *Memorandum of Understanding* con la BCE sottoscritto in data 31 ottobre 2022, al Protocollo di intesa con la Banca d'Italia in materia di emittenti sottoscritto in data 26 febbraio 2024 e al Protocollo di intesa con l'IVASS in materia di emittenti sottoscritto in data 20 dicembre 2024.

²¹ Per una analisi dei cambiamenti in atto e dell'evoluzione del quadro normativo europeo si veda la scheda allegata 4_Mercati finanziari: congiuntura e prospettive.

I paradigmi economici e finanziari tradizionali e gli strumenti di previsione sin qui utilizzati possono non essere più un valido riferimento per i *policy makers* e le Autorità di vigilanza, che devono poter condividere dati e nuove metodologie per catturare con tempestività le implicazioni di fenomeni complessi e i cambiamenti in atto a livello globale negli assetti dei sistemi finanziari.

Le numerose innovazioni regolamentari susseguitesesi in ambito europeo negli ultimi anni, pur con una proliferazione di atti normativi non sempre coordinati tra loro, hanno consentito di irrobustire gli strumenti di monitoraggio e di intervento in caso di turbolenze e crisi e hanno favorito una più intensa cooperazione tra le Autorità di vigilanza a livello europeo, grazie alla crescente tensione verso l'armonizzazione delle norme e delle prassi di vigilanza, frutto di costanti interlocuzioni ed esercizi di vigilanza comuni.

È tuttavia fondamentale proseguire nel processo di convergenza nelle regole e nella vigilanza, elemento chiave per l'integrazione e lo sviluppo dei mercati dei capitali europei e per affrontare in modo efficace i rischi emergenti. In questa direzione, il progetto di SIU potrà fornire un importante contributo²².

A livello domestico, il rafforzamento degli strumenti di collaborazione con altre Autorità, realizzato negli ultimi anni valorizzando le esperienze del passato, garantisce, oggi, un più robusto presidio nella tutela del risparmio e degli investimenti e rappresenta una risposta alla ibridazione dei prodotti e degli strumenti finanziari e all'abbattimento dei confini tra settori derivanti dall'innovazione finanziaria e tecnologica.

Per rendere la struttura proattiva rispetto all'evoluzione del contesto di riferimento e tenuto conto dell'ampliamento del perimetro delle proprie attività, la CONSOB ha avviato lo scorso anno una riorganizzazione interna, attuata ad esito di un approfondito *assessment* anche su impulso delle raccomandazioni del Rapporto OCSE *Capital Market Review of Italy*, commissionato dal Governo italiano.

La nuova struttura organizzativa, operativa dal 1° ottobre 2024, si propone di conseguire i seguenti obiettivi: precisa identificazione di compiti e responsabilità; sviluppo di una visione integrata dei processi e delle attività; maggiore efficienza dei processi e contenimento dei costi; identificazione, valutazione e monitoraggio dei rischi. Le attività funzionali al raggiungimento di questi obiettivi sono la realizzazione di un effettivo governo dei dati, un nuovo modello di pianificazione e il controllo di gestione, la valorizzazione del personale e lo sviluppo della comunicazione interna ed esterna.

La riorganizzazione è funzionale al potenziamento di un +modello di vigilanza *data-driven*, attraverso l'attuazione di una strategia digitale che prevede non solo l'utilizzo di tecnologie all'avanguardia ma anche lo sviluppo di un quadro più ampio di innovazione, evoluzione e automazione dei processi nonché di trasformazione della cultura organizzativa verso l'elaborazione di nuovi metodi di lavoro.

²² Per una analisi dei profili legati all'armonizzazione della vigilanza si veda la scheda allegata 5_ *La convergenza delle prassi di vigilanza in ambito europeo*.



In questa ottica, è stato definito un piano di azione fondato su un modello di innovazione e sullo sviluppo di specifici percorsi progettuali, la cui realizzazione permetterà di disporre di strumenti evoluti, sia di *early warning* e *rating* sia di analisi, rilevanti per l'attività di vigilanza e l'ottimizzazione dell'uso delle risorse.

Particolare attenzione è stata dedicata inoltre al potenziamento della sicurezza informatica e al rafforzamento delle competenze in materia di IA e scienza dei dati del personale della CONSOB, mediante l'assunzione di risorse con esperienza nelle materie STEM e la formazione dei dipendenti.

* * * * *

Nel concludere, si rimane a disposizione per ulteriori approfondimenti e contributi che si dovessero rendere necessari.

ELEMENTI DI CONTESTO

1. I mercati dei capitali: profili strutturali

Il sistema finanziario italiano si caratterizza per alcuni aspetti strutturali in parte comuni ad altri Paesi europei e da tempo oggetto di iniziative tese a promuovere lo sviluppo dei mercati dei capitali, in ambito sia domestico sia internazionale.

Un primo profilo riguarda il ruolo preponderante delle banche nel finanziamento dell'economia e, in particolare, delle imprese.

In Italia, a fine 2024, il 22% delle passività delle società non finanziarie è rappresentato da debiti bancari a fronte di meno del 13% costituito da strumenti del mercato dei capitali, ossia azioni quotate e obbligazioni. Nell'area euro l'incidenza dei debiti bancari sul totale del passivo risulta mediamente superiore e pari al 26% così come l'incidenza degli strumenti di finanziamento del mercato pari al 17%. Le imprese italiane, infatti, nel confronto europeo, fanno più largo uso di crediti commerciali che incidono sul totale del passivo per il 14% a fronte di una media europea del 9% circa¹.

Questa impostazione bancocentrica si è già rivelata fonte di vulnerabilità nel corso della crisi del debito sovrano in Europa e in particolare in Italia, il cui sistema creditizio ha sofferto dello stretto legame tra rischio sovrano e rischio bancario. A fine 2024 i titoli del debito pubblico domestico nel portafoglio delle maggiori banche italiane rappresentavano il 10% del totale attivo a fronte di valori nettamente inferiori registrati negli altri maggiori paesi dell'area euro, dove l'incidenza dei titoli pubblici era pari al 7% per la Spagna, al 6% per la Francia e al 4% per la Germania e l'Olanda².

Inoltre, il ruolo preponderante delle banche nel finanziamento dell'economia si accompagna a un mercato dei capitali che resta meno sviluppato rispetto alle potenzialità dell'economia europea. Questo può rappresentare uno dei fattori alla base del ritardo nella crescita e nella produttività accumulato dalla UE nell'ultimo decennio rispetto ad altre aree geografiche. Un mercato dei capitali ampio, efficiente e integrato può supportare, infatti, maggiori investimenti in progetti innovativi e ad alto potenziale di crescita.

Con specifico riferimento all'Italia, il mercato azionario, in linea con quanto rilevato in ambito internazionale, vede da anni una progressiva contrazione del listino in conseguenza del

¹ Eurostat, *Quarterly Sector Accounts*, dati estratti il 18 maggio 2025.

² EBA Risk Dashboard, Q4 2024.

calo del numero di società quotate in borsa. Un'eccezione parziale è rappresentata dal mercato delle piccole e medie imprese italiane, ovvero l'EGM, che si conferma tra le piattaforme più attive per le nuove quotazioni nel contesto del Gruppo Euronext. Tuttavia, la capitalizzazione media delle società in ingresso (44 milioni di euro nel 2024) risulta generalmente inferiore rispetto a quanto rilevato sugli altri mercati di crescita del Gruppo (164 milioni), confermando una caratteristica distintiva del mercato italiano, storicamente caratterizzato da una prevalenza di società a bassa capitalizzazione.

Nel 2024, il numero di società italiane ammesse alla negoziazione su Borsa Italiana è stato pari a 23, di cui solo due sul mercato principale Euronext Milan (EXM) e 21 sull'Euronext Growth Milan (EGM). Nello stesso periodo sono uscite dal mercato 29 società, 15 da EXM e 14 da EGM. Considerando un orizzonte temporale più ampio, dal 2018 le ammissioni a quotazione di società italiane sono state 50 su EXM a fronte di 84 *delisting*. Al contempo, 204 società sono state ammesse a negoziazione su EGM a fronte di 91 *delisting*. Nel complesso, quindi, il numero di società quotate o negoziate sul mercato italiano è aumentato di 79 unità, sebbene il saldo sia negativo per EXM (-34 società quotate) e positivo per EGM (+113 società negoziate).

Si tratta di una tendenza che, come sottolineato, appare in linea con quanto osservato anche negli altri mercati europei, sia per quelli riconducibili al Gruppo Euronext – con Parigi in prima posizione tra le piazze interessate dal fenomeno con 37 *delisting* nel 2024 (di cui 9 dal mercato principale) a fronte di 8 ammissioni (2 sul mercato principale) – sia per il London Stock Exchange, dove il fenomeno dei *delisting* si è rivelato ancora più marcato anche in conseguenza della Brexit, con un calo del numero di società quotate di oltre 280 unità dal 2021 al 2024 (di cui 89 nell'ultimo anno)³.

Osservando il settore obbligazionario, in Italia domina il mercato dei titoli del debito pubblico, uno dei più grandi e liquidi d'Europa. Per contro, le emissioni di obbligazioni da parte di soggetti privati, in particolare da parte di intermediari creditizi, solo negli ultimi anni sono tornate a crescere a livello europeo e nazionale, alla luce del mutato assetto di politica monetaria e delle dinamiche dei tassi di interesse.

Anche il mercato delle cartolarizzazioni, dopo la secca battuta di arresto indotta dalla crisi finanziaria del 2008, risulta in crescita in Europa, con un ammontare in circolazione passato da meno di 1.000 miliardi di euro nel 2020 a oltre 1.200 nel 2024. Con riferimento all'Italia, al 31 dicembre 2024 si contano 29 operazioni di cartolarizzazione semplici, standardizzate e sintetiche (STS) di cui 2 sintetiche e 12 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, cosiddetto SECR).

Le evoluzioni strutturali del sistema finanziario procedono in un quadro dominato dall'incertezza, alimentata dalla debole congiuntura economica e dalle crescenti tensioni nelle

³ Euronext per i dati di EXM e Euronext Paris e Statista per i dati sul London Stock Exchange.

relazioni internazionali e dei conflitti in corso. Per un approfondimento circa le dinamiche congiunturali in atto si veda la Scheda n. 2 “ *Mercati finanziari: congiuntura e prospettive*”.

2. I mercati delle crypto-attività

Al 14 maggio 2025, il valore mercato complessivo delle criptovalute si attesta a 3.500 miliardi di dollari circa (stabile rispetto al dato di inizio anno), in massima parte riferibile al bitcoin (2.000 miliardi di dollari circa) e ad altre crypto-attività non garantite da un sottostante. Il valore di mercato delle cosiddette *stablecoin* (il cui prezzo è ancorato a valute ufficiali) risulta inferiore a 250 miliardi (7% circa del totale delle crypto-attività)⁴.

L’ammontare dei fondi collocati nelle applicazioni di finanza decentralizzata (DeFi) è pari a 116 miliardi di dollari⁵.

Il fenomeno crypto, sebbene di proporzioni ancora contenute⁶, potrebbe crescere in modo significativo nel prossimo futuro, a fronte dell’interesse di operatori e risparmiatori verso tali tipologie di attività, nonché dell’atteggiamento regolamentare favorevole assunto in alcune importanti giurisdizioni.

Al riguardo si segnalano ad esempio, i recenti annunci dei maggiori fornitori di servizi di pagamento, Visa e Mastercard, che negli ultimi mesi hanno siglato partnership con società di crypto-attività per facilitare i pagamenti in *stablecoin*⁷, nonché l’annuncio di Visa del 2024 relativo al lancio di un nuovo prodotto progettato per aiutare gli istituti finanziari a emettere e gestire *stablecoin*⁸.

Per quanto riguarda l’atteggiamento dei risparmiatori italiani nei confronti delle crypto-attività, secondo le ultime rilevazioni dell’Indagine CONSOB sulle scelte di investimento delle famiglie, basate su una *survey* condotta a inizio 2024, circa l’86% degli intervistati dichiara di averne almeno sentito parlare, mostrando un livello di familiarità superiore a quello rilevato per opzioni tradizionali di investimento (ad esempio, il dato si attesta all’82% per le azioni e al 66% per i prodotti del risparmio gestito). Il 18% degli investitori *retail* italiani detiene crypto-attività, dato fortemente in crescita rispetto a quanto riscontrato nell’Indagine 2022 quando era pari all’8%. Inoltre, il 13% degli intervistati è disposto ad acquistare crypto-valute nei successivi 12 mesi, attirato soprattutto dalla percezione di poter realizzare rendimenti elevati. I possessori di crypto-attività sono più di frequente giovani, uomini e con conoscenze digitali

⁴ Coinmarketcap (dati estratti il 14 maggio 2025 al link <https://coinmarketcap.com/>).

⁵ Defillama (dati estratti il 16 maggio 2025 al link <https://defillama.com/>).

⁶ A fine aprile 2025, il valore di mercato complessivo delle criptovalute rappresentava infatti meno del 3% della capitalizzazione dei mercati azionari aderenti alla World Federation of Exchanges.

⁷ Si veda in proposito, <https://investor.visa.com/news/news-details/2025/Visa-and-Bridge-Partner-to-Make-Stablecoins-Accessible-for-Everyday-Purchases/default.aspx> e <https://www.mastercard.com/news/press/2025/april/mastercard-unveils-end-to-end-capabilities-to-power-stablecoin-transactions-from-wallets-to-checkouts/>.

⁸ Si veda in proposito, <https://investor.visa.com/news/news-details/2024/Visa-Introduces-the-Visa-Tokenized-Asset-Platform/default.aspx>.

superiori alla media (per maggiori informazioni sulle rilevazioni dell'Indagine CONSOB sulle scelte di investimento delle famiglie italiane si veda la successiva sezione 4).

3. La finanza sostenibile

Nel 2024, nonostante la forte crescita del settore del risparmio gestito, la raccolta netta dei fondi sostenibili a livello globale ha registrato il dato più basso degli ultimi sette anni, con un valore pari a circa 80 miliardi di dollari contro il picco di 645 miliardi raggiunto nel 2021. Nell'anno si è registrata anche l'uscita dei più grandi intermediari e gestori patrimoniali dalla Net Zero Asset Managers Initiative, l'organizzazione internazionale che riunisce i principali protagonisti del mercato del risparmio gestito attivi nel contenimento della crisi climatica. Nel primo trimestre del 2025, i fondi ESG europei hanno registrato una raccolta netta negativa per la prima volta dal 2018⁹.

In Italia, nel 2024 la raccolta complessiva dei fondi ESG è stata negativa (in linea con la raccolta dei fondi flessibili, bilanciati e azionari). A fine 2024, secondo i dati Assogestioni, i fondi UCITS ESG di diritto italiano (ex. art. 8 e 9 SFDR) rappresentano più della metà del dato complessivo in termini di valore del patrimonio in gestione (52%). Nell'anno, tali fondi hanno registrato un calo della raccolta, a differenza di quanto osservato per il resto del mercato.

Il rallentamento nello sviluppo della finanza sostenibile riflette le crescenti divergenze tra paesi sulla priorità da riconoscere alla transizione sostenibile. Anche nell'Unione europea, da tempo impegnata nella promozione dello sviluppo sostenibile, stanno maturando iniziative alla ricerca di un bilanciamento tra crescita, produttività e competitività, da un lato, e sostenibilità ambientale, dall'altro.

Secondo le ultime rilevazioni dell'Indagine CONSOB sulle scelte di investimento delle famiglie, il 50% degli investitori italiani mostra interesse per gli investimenti sostenibili. Il dato, rilevato a inizio 2024, appare stabile rispetto alla precedente rilevazione del 2022, mentre la quota di investitori che detengono questa tipologia di investimenti è in crescita (20% versus 11%; per ulteriori dettagli si veda la successiva sezione 4).

4. Il risparmio e le scelte di investimento delle famiglie italiane

Il nostro Paese si caratterizza storicamente per un elevato ammontare di ricchezza finanziaria delle famiglie, anche se merita attenzione la contrazione del tasso di risparmio, da oltre un decennio inferiore alla media europea.

A fine 2024, la ricchezza finanziaria delle famiglie risultava prossima a 6.000 miliardi di euro (5.949 miliardi), ossia 2,7 volte il PIL del 2024. Il tasso di risparmio si attestava a poco più dell'11% nel quarto trimestre del 2024 rispetto a oltre il 15% registrato per l'area euro. Il

⁹ Morningstar, Global Sustainable Fund Flows: Q1 2025 in Review.

dato riflette l'andamento sfavorevole del reddito disponibile che, in termini reali, è ben al di sotto della media dell'area euro e a livelli stabilmente inferiori rispetto al 2007.

Circa un terzo della ricchezza finanziaria dei risparmiatori italiani è costituito da disponibilità liquide. Il dato indica una partecipazione limitata al mercato dei capitali, sebbene superiore alla media europea, con effetti negativi sia sulla disponibilità di risorse per finanziare attività produttive meritevoli, sia sulle opportunità di rendimento per i risparmi delle famiglie.

A fine 2024, il rapporto tra strumenti del mercato dei capitali (azioni quotate e non quotate, quote di fondi comuni, titoli di debito, prodotti assicurativi e quote di fondi pensione) e il totale delle attività finanziarie detenute dalle famiglie risultava pari al 58% in Italia, superiore al 55% registrato nell'area euro ma ben al di sotto del 70% circa osservato negli USA. Alla stessa data, l'incidenza della liquidità (contanti e depositi) nel portafoglio delle famiglie risultava pari al 27% in Italia (32% nell'area euro e 12% negli USA). Di conseguenza il rapporto tra liquidità e strumenti del mercato dei capitali detenuti dalle famiglie era pari al 46% in Italia a fronte del 58% nell'area euro (15% circa negli USA).

Gli strumenti finanziari amministrati dalle banche per conto della clientela retail

Nell'ambito della ricchezza finanziaria un ruolo significativo rivestono gli investimenti in strumenti finanziari amministrati dalle banche, pari a circa 1,3 trilioni di euro: tali investimenti, la cui composizione si è evoluta nel corso del tempo privilegiando attività come i fondi comuni di investimento e i titoli di Stato, sono, sono oggetto di vigilanza della CONSOB in materia di prestazione di servizi di investimento e.

Si riporta di seguito la ripartizione dell'aggregato in parola, alla data del 31 dicembre 2024, per asset class relativamente alla clientela *retail*.

Asset class	Amministrato retail al 31.12.2024	Incidenza su totale amministrato
OBBLIGAZIONI	101.222.940.492	8,0%
<i>di cui emesse da banche italiane</i>	63.777.862.531	5,1%
<i>di cui subordinate</i>	2.120.211.484	0,2%
FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO	655.895.595.115	52,2%
TITOLI DI STATO	330.666.866.409	26,3%
AZIONI	148.043.916.453	11,8%
ALTRI STRUMENTI	21.803.563.380	1,7%
Totale	1.257.632.881.849	

A fine 2024, i fondi, rappresentati nella grande maggioranza dei casi da OICVM ed ETF conformi alla direttiva UCITS, pesavano per oltre il 52% del totale, seguiti da titoli di Stato (oltre il 26%) e dalla componente azionaria (circa il 12%), costituita in prevalenza da azioni ordinarie. La componente obbligazionaria (8%) è rappresentata principalmente da *certificates* a capitale totalmente o parzialmente protetto, seguito da obbligazioni ordinarie e obbligazioni strutturate.

Nella prestazione dei servizi di investimento, si è inoltre assistito alla progressiva adozione di un modello di servizio basato sulla consulenza in materia di investimenti (quasi completamente su base non indipendente), riferibile, a fine 2024, a più dell'85% del totale delle masse amministrate.

Le scelte di investimento delle famiglie italiane

La bassa partecipazione ai mercati dei capitali riflette una consolidata preferenza per attività a basso rischio, come i titoli di Stato, e un livello di competenze finanziarie limitato che mostra, tuttavia, segnali di miglioramento.

Secondo la più recente indagine disponibile, condotta da OECD/INFE¹⁰, svolta contemporaneamente in 39 Paesi, il livello di alfabetizzazione finanziaria in Italia, pur rimanendo al di sotto della media, è lievemente aumentato, grazie soprattutto ai progressi registrati nelle componenti riferibili a comportamenti e atteggiamenti nell'ambito delle scelte finanziarie.

Anche la CONSOB, nell'ambito della già ricordata Indagine sulle scelte di investimento delle famiglie, raccoglie dati e informazioni su conoscenze, attitudini e comportamenti degli italiani, al fine di cogliere eventuali profili di attenzione per la loro tutela. Le ultime rilevazioni, condotte nel 2024, confermano molteplici profili di vulnerabilità degli intervistati in tema di conoscenze finanziarie e attitudini, essendo ancora poco diffusa la pianificazione finanziaria. Inoltre, le competenze digitali e quelle in tema di finanza sostenibile risultano ben al di sotto delle competenze finanziarie di base.

Quanto alle scelte di investimento, l'Indagine 2024 evidenzia che i prodotti finanziari maggiormente diffusi sono certificati di deposito e buoni fruttiferi postali (48%), seguiti da titoli di Stato (39%), fondi comuni di investimento (36%), obbligazioni (35%), depositi vincolati e azioni (32%). Tra i prodotti finanziari largamente meno presenti nei portafogli degli investitori *retail* italiani si annoverano gli ELTIF (*European Long-Term Investment Fund*, ossia fondi comuni d'investimento chiusi, alternativi e armonizzati; 2%) e i pronti contro termine (4%). Il grado di diffusione dei Piani Individuali di Risparmio (PIR) è pari, infine, al 7% circa¹¹

Gli intervistati frequentemente investono nei mercati finanziari da un numero significativo di anni, con un orizzonte temporale di investimento che si attesta più frequentemente sul medio periodo (3-5 anni, per il 38% degli intervistati). Tra i fattori che possono guidare le scelte di portafoglio dei decisori finanziari, sono indicati con maggior frequenza l'orizzonte temporale di investimento (35%) e i rendimenti attesi (30%) mentre le conoscenze finanziarie (18%) e l'esperienza negli investimenti (9%) – che pure costituiscono

¹⁰ OECD/INFE 2023 *International survey of adult financial literacy*, disponibile al link https://www.oecd.org/en/publications/oecd-infe-2023-international-survey-of-adult-financial-literacy_56003a32-en/support-materials.html.

¹¹ Tali percentuali si riferiscono alla quota di intervistati che dichiara di detenere una determinata tipologia di prodotto finanziario e non all'ammontare detenuto in portafoglio.

parametri per la valutazione di adeguatezza prevista dalla disciplina MiFID II – sono indicati come rilevanti meno frequentemente.

L'interesse verso il *trading online* risulta in crescita¹², sostenuto da valutazioni in merito alla comodità e al costo del servizio oltre che dalla possibilità di accedere a una gamma più ampia di prodotti e di scegliere in autonomia.

Con riferimento ai temi della sostenibilità, il 20% dei decisori finanziari italiani detiene investimenti sostenibili. La metà degli intervistati associa ai prodotti di investimento sostenibili un orizzonte temporale di medio-lungo periodo, il 42% non li percepisce più profittevoli (in parte spiegabile anche dalla segnalata carenza di dati sui rendimenti passati), il 38% non li associa a minori costi e il 36% non li considera meno rischiosi e attribuisce a tali forme di investimento caratteristiche finanziarie che possono renderli meno attraenti rispetto agli investimenti che non perseguono obiettivi di sostenibilità. Gli investitori segnalano quali fattori deterrenti rispetto a scelte di investimento sostenibili la circostanza che la finanza sostenibile sia troppo opaca (41%) e che essa costituisca un fenomeno di *marketing* (39%); in aggiunta il 30% degli intervistati afferma di non credere che essa possa avere un impatto concreto sullo sviluppo sostenibile. In questo quadro, il 50% degli intervistati ritiene che i consulenti siano in grado di conoscere e riconoscere i prodotti sostenibili individuando, in tali figure professionali, un punto di riferimento formativo e informativo che potrebbe facilitare l'avvicinamento verso la sostenibilità.

L'Indagine ha approfondito anche la modalità con la quale gli investitori assumono decisioni finanziarie. Complessivamente, la quota più rilevante di intervistati dichiara di assumere (almeno) alcune delle decisioni finanziarie in autonomia (42%), mentre il 40% assume decisioni con il supporto di un consulente finanziario oppure di un addetto della banca. Il 32% degli investitori *retail* segue i suggerimenti di parenti, amici, colleghi considerati non esperti, mentre il 9% segue le indicazioni di parenti, amici, colleghi che lavorano nel settore finanziario. Infine, il 6% circa delega le proprie scelte finanziarie a intermediari, mentre solo il 3% segue i consigli dei *social network*. Gli investitori che si rivolgono al consulente più frequentemente possiedono fondi comuni di investimento (51%), buoni postali (46%), obbligazioni (44%) e titoli di Stato (43%).

5. L'evoluzione normativa recente: cenni

L'attività legislativa europea degli ultimi anni si è mossa lungo tre direttrici: sostenere una ripresa economica "verde", digitale, inclusiva e resiliente, rendendo i finanziamenti più accessibili alle aziende europee; favorire gli investimenti a lungo termine; integrare i mercati nazionali dei capitali in un vero mercato unico.

¹² Al proposito si precisa tuttavia che sussistono limiti metodologici nella comparazione del dato 2024 con quello della precedente Indagine, condotta nel 2022, derivanti dal differente processo di formazione del campione. Per maggiori dettagli si veda il Rapporto CONSOB sulle scelte di investimento delle famiglie italiane disponibile al link <https://www.consob.it/web/area-pubblica/report-famiglie>.

Il processo di riforma, lungi dall'essere completato, ha dato luogo ad una proliferazione di atti normativi non sempre coordinati tra loro che hanno apportato numerose innovazioni al diritto dei mercati finanziari, incidendo in modo rilevante anche sulle funzioni e sulle competenze della CONSOB.

In particolare, nel settore della finanza digitale, vi sono stati diversi interventi, tra i quali il Digital Operational Resilience Act (DORA), il Regolamento europeo relativo ai mercati delle crypto-attività (MiCAR) e l'Artificial Intelligence Act (AI Act), entrato in vigore il 1° agosto 2024, che rappresenta un *unicum* in materia a livello internazionale.

Anche sui temi della sostenibilità sono state adottate in sede europea una serie di misure in seguito all'Action Plan della Commissione europea del 2018¹³, adottato con lo scopo di riorientare i flussi di capitale verso gli investimenti sostenibili e gestire i rischi finanziari legati ai cambiamenti climatici e al degrado ambientale attraverso una piena trasparenza in materia ESG nei mercati finanziari. L'implementazione di questa iniziativa, che si inseriva negli sforzi dell'UE per realizzare un sistema finanziario a sostegno della transizione verso un'economia sostenibile e inclusiva, in linea con l'Accordo di Parigi e l'Agenda 2030, non sempre ha garantito coerenza tra i singoli atti normativi e tenuto conto dell'effettiva preparazione degli operatori economici ad accogliere le sfide dei nuovi obblighi regolatori. Ciò ha comportato l'impegno della CONSOB nel ricercare, sia in fase di definizione del quadro normativo di riferimento sia in fase di verifica del corretto adempimento dei nuovi obblighi previsti nei confronti degli operatori, un giusto equilibrio di azione, al fine di garantire al mercato un'informativa chiara e coerente sulle opportunità e sui rischi connessi a investimenti sostenibili.

Il quadro normativo che si è venuto a delineare negli ultimi anni non è, tuttavia, da considerarsi consolidato alla luce di un nuovo pacchetto di misure in materia di finanza sostenibile, cosiddetto *Omnibus*, volto alla riduzione degli oneri amministrativi per le imprese attraverso un'azione di semplificazione di vasta portata nei settori del reporting non finanziario, della *due diligence* in tema di sostenibilità, della tassonomia delle attività eco-sostenibili.

La Commissione ha invitato il Parlamento europeo e il Consiglio a valutare prioritariamente la proposta di rinvio di alcuni obblighi di informativa previsti dalla Direttiva (UE) 2022/2464 (Corporate Sustainability Reporting Directive – CSRD) nonché del termine di recepimento della Direttiva (UE) 2024/1760 (Corporate Sustainability Due Diligence Directive - CS3D). Il 14 aprile 2025, è stata adottata la Direttiva (UE) 2025/794 (cd. “*Stop the Clock*”) che ha sancito tale rinvio, mentre proseguono i lavori per la riduzione e la razionalizzazione degli obblighi di *disclosure* a carico delle imprese, allo scopo di favorire una transizione più efficace e meno onerosa verso una economia sostenibile.

¹³ Tra cui vanno annoverati – tra gli altri – la Direttiva sulla rendicontazione di sostenibilità (*Corporate Sustainability Reporting Directive*, c.d. CSRD), il Regolamento sugli *European green bond*, concernente le emissioni di “obbligazioni verdi europee” da parte degli emittenti, nonché il Regolamento sulla informativa di sostenibilità in materia di servizi finanziari (c.d. Regolamento *Disclosure* o SFDR).

Importanti iniziative a livello europeo hanno riguardato, infine, la creazione di un mercato unico dei capitali, tese a favorire la canalizzazione di un più ampio ammontare di risorse finanziarie delle famiglie sui mercati dei capitali: ciò consentirebbe una migliore allocazione del risparmio in attività a più elevato rendimento e, al contempo, favorirebbe il finanziamento dell'economia reale a supporto di una crescita più robusta. Al riguardo, si rammentano due provvedimenti recentemente adottati dalle istituzioni europee e in corso di attuazione nell'ordinamento domestico: lo European Single Access Point (ESAP), che mira, tra le altre cose, a favorire la conoscibilità delle PMI aumentandone l'attrattività per gli investitori, e il pacchetto *Listing Act*, che favorisce l'accesso e la permanenza delle imprese sul mercato dei capitali attraverso varie semplificazioni.

Gli interventi realizzati sinora non sono tuttavia risolutivi. L'integrazione dei mercati dei capitali e il rilancio della competitività nell'Unione europea hanno assunto una rinnovata rilevanza strategica, specie alla luce delle dinamiche globali in atto, e sono al centro dell'agenda della nuova Commissione europea, insediatasi lo scorso 1° dicembre. I lavori che si svilupperanno attorno al progetto di Savings and Investments Union (SIU), valorizzando i progressi ottenuti nell'ambito della Capital Markets Union (CMU), saranno volti a sostenere il riposizionamento della UE in ambito globale attraverso il rilancio del mercato unico europeo che consentirà di canalizzare adeguatamente i risparmi privati a sostegno della crescita e per finanziare le transizioni verde, digitale e sociale.

Per l'Italia, la legge 5 marzo 2024, n. 21 (cosiddetta Legge Capitali) ha introdotto alcune modifiche al Testo unico della finanza (Tuf) con l'obiettivo di rendere più efficienti il mercato dei capitali domestico, sostenere l'accesso delle piccole e medie imprese, promuovere l'innovazione e rafforzare le tutele per gli investitori.

La Legge Capitali ha inoltre delegato il Governo alla riforma organica del Tuf e delle norme del codice civile che afferiscono alla disciplina delle società quotate in borsa. Si tratta di un intervento di fondamentale importanza per rilanciare lo sviluppo del mercato dei capitali italiano attraverso una riduzione degli oneri per le imprese, una razionalizzazione dei controlli e un più agevole accesso al mercato. Il termine per l'esercizio della delega che originariamente avrebbe dovuto concludersi entro il 27 marzo 2025, è stato prorogato dalla legge 11 marzo 2025, n. 28, di ulteriori 12 mesi (dunque sino al marzo 2026); quest'ultima ha inoltre delegato il Governo alla riforma del regime sanzionatorio. Tra gli interventi legislativi più recenti, rientra infine l'istituzione della Cabina di regia per il coordinamento strategico e la definizione di politiche e direttive efficaci in materia di valorizzazione e sviluppo del mercato dei capitali.

LA GESTIONE COLLETTIVA DEL RISPARMIO

1. Le competenze di vigilanza

La Consob condivide con la Banca d'Italia la vigilanza sui soggetti che gestiscono il risparmio su base collettiva (SGR¹, SICAV² e SICAF³).

In particolare, il Testo Unico della Finanza (TUF) attribuisce alla Consob compiti e poteri di vigilanza inerenti alla trasparenza, alla correttezza dei comportamenti e alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento nonché di gestione collettiva del risparmio. In tale ambito la principale distinzione che rileva ai fini dell'attività di vigilanza della Consob è quella tra:

- operatori del comparto nazionale ossia gestori che operano in Italia come stato membro di origine con lo stabilimento di una succursale sul territorio nazionale nonché gli OICR⁴ domiciliati in Italia; con riferimento a tali operatori/prodotti alla Consob sono attribuiti i suddetti poteri di vigilanza diretti sul gestore e/o sugli OICR gestiti nonché sui servizi di investimento prestati, in ragione del principio del c.d. *home country control*;
- operatori del comparto estero nell'ambito del quale si considerano i soggetti che, in ragione del quadro normativo dell'Unione Europea, si insediano in altri Stati membri sulla base della procedura di c.d. *passporting* per gestire e/o commercializzare OICR in Italia quale stato ospitante (c.d. *host member state*). Con riferimento a tali soggetti, in ragione della rilevanza del fenomeno, l'attività della Consob è prevalentemente indirizzata a intercettare tematiche che comportano materiali impatti sulle finalità della vigilanza stabilite dal TUF – in particolare la tutela degli investitori e la competitività del sistema finanziario – anche al fine di portare le stesse all'attenzione delle competenti sedi comunitarie.

Quanto al comparto nazionale del risparmio gestito il TUF prevede specifici Albi dei gestori tenuti dalla Banca d'Italia. In particolare: i) l'Albo delle SGR, ex art. 35, suddiviso in

¹ Società di Gestione del Risparmio.

² Società di Investimento a Capitale Variabile.

³ Società di Investimento a Capitale Fisso.

⁴ Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio.

sezioni per le SGR che gestiscono OICVM⁵ ovvero FIA⁶ nel quale sono altresì registrati, in distinte sezioni, i gestori di particolari categorie di OICR previste dalla normativa comunitaria (EuVECA⁷, EuSEF⁸ ed ELTIF⁹); ii) gli Albi delle SICAV e delle SICAF, ex. art. 35-ter.

Per quanto attiene al perimetro dei soggetti vigilati a fine 2024 risultavano iscritte nei relativi albi 175 SGR e 19 Sicaf. Alla stessa data 104 gestori di OICVM e FIA comunitari operavano in Italia per il tramite dello stabilimento di succursali.

Per entrambi i suddetti comparti – nazionale ed estero - sono inoltre previsti i poteri di cui all'art. 101 del TUF in tema di attività pubblicitaria di OICR (italiani o esteri) offerti al pubblico in Italia.

2. Profili di attenzione

Il mercato italiano del risparmio gestito risulta tradizionalmente e in prevalenza orientato alla sottoscrizione di OICVM, di diritto italiano ed estero (in netta prevalenza lussemburghese e irlandese). Tali strumenti sono molto diffusi nei portafogli delle famiglie. A fronte di una componente storica e maggioritaria di prodotti a c.d. gestione attiva risulta da anni in crescita la diffusione di OICVM quotati (c.d. ETF) caratterizzati da politiche di investimento che si prefiggono l'obiettivo di replicare l'andamento di indici finanziari legati a specifici segmenti del mercato dei capitali (c.d. gestione passiva).

I FIA che investono in beni immobiliari – al netto di alcuni prodotti in scadenza le cui iniziative sono risalenti – risultano invece generalmente sottoscritti da investitori istituzionali (es. imprese di assicurazione, enti di previdenza e assistenza, intermediari finanziari ecc).

Tra i principali elementi innovativi si registra il forte interesse per iniziative nell'ambito degli investimenti riguardanti l'economia reale, in particolare al tema del finanziamento delle PMI tramite forme alternative al debito bancario.

Tale fenomeno implica la commercializzazione a investitori al dettaglio di prodotti (ad es. ELTIF e FIA mobiliari non riservati) caratterizzati da politiche di investimento tradizionalmente appannaggio degli investitori istituzionali. Tale tendenza risulta supportata dalle iniziative intraprese dal legislatore (ad es. mediante la normativa fiscale in tema di “Piani Individuali di Risparmio”) nonché dalla revisione del Regolamento comunitario in tema di ELTIF.

Dal punto di vista di vigilanza, la diffusione di prodotti caratterizzati da una politica di investimento orientata al lungo termine e a strumenti finanziari illiquidi comporta sfide

⁵ Organismi di Investimento in Valori Mobiliari. Si tratta di OICR rientranti nell'ambito di applicazione della Direttiva 2009/65/CE, c.d. UCITS.

⁶ Fondi di Investimento Alternativi. Si tratta di OICR rientranti nell'ambito di applicazione della Direttiva 2011/61/UE, c.d. AIFMD.

⁷ Fondi europei per il *venture capital* di cui al Regolamento (UE) n. 345/2013.

⁸ Fondi europei per l'imprenditoria sociale di cui al Regolamento (UE) n. 346/2013.

⁹ Fondi di investimento europei a lungo termine di cui al Regolamento (UE) 2023/606 che ha modificato il Regolamento (UE) 2015/760 n. 2015/760.

innovative. Robusti presidi in tema di protezione degli investitori sono propedeutici alla creazione di un mercato che possa svilupparsi nel continuo e per tale via supportare durevolmente l'economia del paese. In tale ambito risultano particolarmente importanti le tematiche di concentrazione del portafoglio degli investitori su tali tipologie di prodotti nonché l'effettiva comprensione in merito ai profili di rischio, legati alla natura e alla illiquidità degli *asset* in cui tali OICR investono.

L'entrata in vigore della normativa sulla finanza sostenibile e, in particolare, del Regolamento disclosure (SFDR), ha determinato una revisione delle tipologie di OICR in ottica ESG, sulla base del livello di ambizione di sostenibilità perseguito. Al riguardo, gli OICR possono essere distinti in tre classi: quelli che perseguono obiettivi sostenibili (OICR con la più elevata ambizione di sostenibilità, cioè quelli che ricadono nell'art. 9), OICR che promuovono caratteristiche ESG (OICR che ricadono nell'art. 8) e OICR generalisti, in quanto non perseguono obiettivi sostenibili, né promuovono caratteristiche ESG. In tale ambito, la vigilanza è orientata a verificare che gli obiettivi perseguiti/caratteristiche promosse come risultanti dalla documentazione d'offerta risultino adeguatamente sostanziate da processi decisionali robusti, cioè in grado di selezionare le iniziative imprenditoriali più virtuose sotto il profilo ESG. Al riguardo, la CONSOB, in data 11 febbraio u.s., ha pubblicato apposito richiamo di attenzione nell'obiettivo di agevolare l'industria nella corretta applicazione delle disposizioni esistenti, fornendo riferimenti per la declinazione delle stesse anche alla luce delle iniziative dell'ESMA tese a favorire la convergenza della vigilanza.

Inoltre, a partire dal 2020 e dalla crisi derivante dalla pandemia SARS-Cov2 è stato implementato un presidio sul monitoraggio della liquidità degli OICR che si è dimostrato particolarmente utile anche in altri momenti di crisi dei mercati (es. invasione dell'Ucraina da parte della Russia). Tale attività considera informazioni provenienti dalla Banca d'Italia, dall'ESMA, nonché dai principali soggetti distributori di OICR in Italia. In via generale, il settore ha dimostrato un buon livello di resilienza agli *shocks* esogeni. Si sono verificati circoscritti episodi di tensioni di liquidità, concentrati in operatori del comparto estero, che sono stati gestiti attraverso l'adozione di specifici strumenti di gestione della stessa (c.d. *liquidity management tools*¹⁰).

3. Attività di vigilanza della CONSOB

I gestori collettivi presentano rilevanti peculiarità operative rispetto ad altre categorie di intermediari finanziari.

La vigilanza sulla corretta prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, infatti, non può prescindere dalla considerazione della rappresentazione delle caratteristiche del mandato gestorio conferito dagli investitori. Ciò al fine di verificare la coerenza tra la politica di investimento dell'OICR dichiarata *ex ante* e le scelte gestorie implementate *ex post*. La

¹⁰ A titolo esemplificativo sospensione temporanea dei rimborsi e delle sottoscrizioni ovvero istituzione di c.d. *side-pocket* volti alla segregazione della porzione di portafoglio illiquida.

vigilanza di correttezza sul gestore è, pertanto, interconnessa con quella di trasparenza informativa sul prodotto, per il cui svolgimento è rilevante il set documentale predisposto dal gestore sia in fase antecedente all'investimento sia nella fase di rendicontazione periodica.

Il modello di vigilanza adottato dalla Consob sui gestori collettivi si fonda su processi standardizzati di analisi delle informazioni disponibili sui soggetti sottoposti a vigilanza al fine di indirizzare il grado di discrezionalità tecnica nella fase di decisione delle priorità degli interventi di vigilanza sulla base di indicatori di aree di rischio, garantendo un comportamento il più possibile coerente alle entità vigilate; metodi di analisi standardizzati consentono, altresì, di tracciare, nel senso di rendere riconoscibili, documentabili e replicabili, i percorsi decisionali che conducono dal complesso di dati ed informazioni a disposizione della vigilanza alle conseguenti iniziative nei confronti dei soggetti vigilati.

Tale modello è costantemente interessato da attività di manutenzione evolutiva secondo gli sviluppi del mercato del risparmio gestito e delle attività di convergenza della supervisione a livello europeo.

Con riferimento a tale ultimo aspetto si registra, infatti, la sempre più pervasiva attività di coordinamento dell'ESMA attraverso lo svolgimento di esercizi comuni di vigilanza a carattere tematico (CSAs)¹¹ e la definizione degli ambiti maggiormente rischiosi oltre che delle priorità delle strategie di supervisione europee. Tali strumenti, a monte, contribuiscono a definire le linee strategiche del modello e, a valle, consentono lo svolgimento di attività di approfondimento su specifiche tematiche e l'implementazione di azioni di vigilanza in una cornice coerente a livello unionale.

4. Profili evolutivi

Le principali direttrici evolutive per il settore del risparmio gestito possono essere identificate negli sviluppi normativi e di mercato volti a:

- 1) rafforzare il ruolo dei fondi comuni come canale alternativo a quello bancario per il finanziamento dell'economia reale. Al riguardo, oltre alle più recenti modifiche normative europee, tra le quali rileva la revisione del regolamento ELTIF volta a rendere tale veicolo finanziario più attrattivo per gli investitori sia professionali che retail, un ulteriore contributo dovrebbe derivare dalla SIU. L'avvio della recente consultazione prevede, infatti, una apposita sezione dedicata al risparmio gestito con un focus, tra l'altro, sul processo di autorizzazione dei gestori di OICVM, nonché al funzionamento del passaporto e agli eventuali ostacoli alla libera circolazione di OICR;
- 2) rendere il settore del risparmio gestito più resiliente rispetto ad eventuali shock, anche di natura esogena. Il profilo venuto in rilievo già a seguito della pandemia e dell'aggressione dell'Ucraina, risulta di notevole attualità alla luce del contesto geo-

¹¹ Le *Common Supervisory Actions* coordinate dall'ESMA concluse hanno avuto ad oggetto i costi e oneri applicati agli UCITS, la valutazione degli asset nonché i rischi e la *disclosure* in ambito ESG. Attualmente risulta in corso una CSA sulle funzioni di conformità alle norme e revisione interna dei gestori.

politico connotato da elevata incertezza. Nello specifico, la recente revisione delle Direttive UCITS e AIFMD è direttamente intervenuta sugli strumenti di gestione del rischio di liquidità per gli OICR aperti, nell'obiettivo di assicurare nel continuo la coerenza tra profilo di liquidità del portafoglio e tempistica dei rimborsi. Ulteriori iniziative potrebbero essere assunte a livello UE a seguito della consultazione svolta dalla EC nel 2024 sull'adeguatezza delle *policies* macroprudenziali per il sistema finanziario non bancario;

- 3) perseguire, nel contesto della revisione della normativa sulla finanza sostenibile, la coerenza tra obblighi informativi in capo ai gestori (e più in generale, agli intermediari) e obblighi in capo agli emittenti. Ciò nell'ottica di assicurare che le scelte gestorie effettuate siano assunte sulla base di set informativi affidabili ed aggiornati e risultino rispondenti agli obiettivi ESG degli OICR.

IL CONTRASTO AGLI ABUSIVISMI FINANZIARI

1. L'abusivismo finanziario

Il fenomeno degli abusivismi finanziari si manifesta sempre più frequentemente attraverso schemi operativi *online* vieppiù interconnessi con le nuove tecnologie che sfruttano anche tecniche di *gamification* e utilizzano piattaforme digitali che consentono l'offerta di servizi integrati relativi a strumenti finanziari, cripto-attività e all'effettuazione dei pagamenti.

Negli ultimi anni, il fenomeno è cresciuto notevolmente grazie all'utilizzo dei canali digitali di comunicazione che hanno permesso lo sviluppo di modalità di interazione a distanza tra cui i *social network* e le cd. applicazioni per dispositivi mobili, in aggiunta alle più tradizionali forme di contatto tramite siti *web*, *e-mail* e sollecitazioni telefoniche (*cold calling*), che diventano veicolo per la massiva promozione presso il pubblico dei risparmiatori delle iniziative finanziarie abusive.

2. L'attività della CONSOB

L'azione della CONSOB per il contrasto al fenomeno degli abusivismi finanziari si sviluppa, principalmente, lungo **quattro direttrici**:

- il contrasto all'esercizio dei servizi e delle attività di investimento in assenza di autorizzazione e alla relativa attività pubblicitaria concernente servizi e attività di investimento prestati in assenza di autorizzazione;
- il contrasto alle offerte al pubblico di prodotti finanziari svolte in assenza del prescritto prospetto informativo e alla relativa attività pubblicitaria concernente dette offerte;
- il contrasto alla prestazione di servizi su cripto-attività in assenza di autorizzazione e alle relative comunicazioni di *marketing*;
- il contrasto all'offerta al pubblico e all'ammissione a negoziazione di cripto-attività c.d. *other than* in assenza di *white paper* notificato e alle relative comunicazioni di *marketing*.

In relazione alle suddette macro-tipologie di fattispecie di abusivismo finanziario, la CONSOB dispone sia di poteri interdittivi (potere di vietare le condotte irregolari) che

esercita nei confronti degli operatori abusivi sia del potere di ordinare ai fornitori di servizi di connettività ad *internet* di oscurare i siti *web* degli operatori abusivi.

Con riferimento ai poteri interdittivi nei confronti degli operatori abusivi, la CONSOB dispone: dal gennaio 2018, del potere di ordinare la cessazione della violazione a coloro che prestano in assenza di autorizzazione servizi di investimento *on-line* (art. 7-*octies* comma 1 del Tuf) e, dal marzo 2024¹, del potere di vietare la relativa attività pubblicitaria (art. 7-*octies* comma 1-*bis* del Tuf²) nonché, già da tempo, del potere di sospendere in via cautelare e di vietare le offerte al pubblico (e la relativa pubblicità) di prodotti finanziari in assenza del prescritto prospetto informativo (artt. 99 e 101 del Tuf). Più recentemente, il decreto legislativo n. 129 del 5 settembre 2024, identificando la CONSOB e la Banca d'Italia come Autorità competenti e delineando le rispettive competenze in ragione delle tipologie di cripto-attività di volta in volta considerate, ha completato l'*iter* di adeguamento al MiCAR che è applicabile nella sua interezza a far data dal 30 dicembre 2024. Secondo quanto previsto dal MiCAR e dalla relativa disciplina nazionale di implementazione, la CONSOB dispone di poteri interdittivi e inibitori in forza dei quali può: *i*) vietare la prestazione di servizi per le cripto-attività in assenza di autorizzazione (art. 94, para. 1, lett. h), MiCAR e art. 4, co. 1, d.lgs. 129/2024); *ii*) vietare l'offerta al pubblico e/o ammissione alla negoziazione di cripto-attività c.d. *other than* effettuata in assenza di *white paper* notificato alla CONSOB (art. 94, para. 1, lett. u), MiCAR e art. 4, co. 1, d.lgs. 129/2024).

Inoltre, in relazione alle fattispecie di abusiva offerta al pubblico di prodotti finanziari e di abusiva offerta al pubblico/ammissione a negoziazione di cripto-attività “*other than*” la CONSOB dispone altresì di potestà sanzionatoria³.

L'azione di contrasto agli abusivismi finanziari, mediante l'esercizio dei sopra richiamati poteri interdittivi, si è fatta più incisiva grazie all'introduzione dal luglio 2019⁴ del potere di ordinare ai fornitori di servizi di connettività alla rete *internet* l'oscuramento dei siti *web* degli intermediari finanziari abusivi⁵. Dal marzo 2020 è stato attribuito alla CONSOB l'ulteriore potere di ordinare l'oscuramento dei siti *web* mediante i quali sono offerti al pubblico

¹ Cfr. Legge 5 marzo 2024, n. 21 in materia di misure a sostegno della competitività dei capitali.

² Ai sensi dell'art. 7-*octies* comma 1-*bis* del Tuf “*La Consob può vietare lo svolgimento delle campagne pubblicitarie condotte tramite la rete internet o ogni altro mezzo di comunicazione quando hanno ad oggetto, direttamente o indirettamente, servizi e attività di investimento prestati da soggetti non abilitati ai sensi dell'articolo 18 del presente decreto*”.

³ La CONSOB dispone di potestà sanzionatoria anche per le ipotesi di abusivismo in materia di *crowdfunding* (es. gestori di piattaforme di *crowdfunding* non autorizzati).

⁴ Cfr. art. 36, comma 2-*terdecies* del D.L. 30 aprile 2019, n. 34 (c.d. Decreto Crescita) convertito in legge con Legge n. 58 del 28 giugno 2019 pubblicata nella G.U. del 29 giugno 2019 e in vigore dal 30 giugno 2019.

⁵ La Legge 5 marzo 2024, n. 21 in materia di misure a sostegno della competitività dei capitali ha esteso il c.d. potere di oscuramento anche in riferimento alle “*campagne pubblicitarie condotte attraverso le reti telematiche o di telecomunicazione, aventi ad oggetto servizi o attività di investimento prestati da chi non vi è abilitato*” (cfr. art. 22).

abusivamente senza prospetto informativo prodotti finanziari (o mediante i quali è svolta la relativa attività pubblicitaria)⁶. Infine, dal 30 dicembre 2024, la CONSOB può ordinare l'oscuramento dei siti *internet* mediante cui vengono prestati servizi per le cripto-attività in assenza di autorizzazione⁷ nonché dei siti *internet* mediante cui viene effettuata l'offerta/ammissione a negoziazione di cripto-attività "*other than*" in assenza di *white paper* notificato⁸.

Il citato potere c.d. di "oscuramento" consente di bloccare in Italia l'accesso ai siti *web* mediante i quali vengono prestate attività di cui è stata accertata, ad esito di specifiche istruttorie, la natura illecita garantendo maggiore efficacia all'azione di contrasto e, quindi, innalzando i livelli di tutela per gli investitori. Infatti, quando viene accertato un caso di operatività abusiva *on-line* la CONSOB esercita contestualmente il potere interdittivo nei confronti dell'operatore abusivo cui è riconducibile il sito *web* mediante il quale è svolta l'attività e il potere di ordinare ai fornitori di connettività l'oscuramento di quello stesso sito. Il provvedimento inibitorio assunto nei confronti dell'operatore abusivo costituisce, pertanto, il presupposto dell'ordine di oscuramento inviato ai fornitori di connettività. Con l'ordine di oscuramento la CONSOB chiede anche il contestuale reindirizzamento, dell'utente che cercasse di connettersi al sito oscurato, ad una pagina *web* che contiene un avviso della CONSOB in cui è precisato che il sito è stato oscurato in quanto mediante lo stesso erano svolte attività finanziarie riservate senza autorizzazione o per le quali era necessaria la pubblicazione del prospetto informativo o del *white paper*.

Da luglio 2019 a marzo 2025 sono stati oscurati n. 1275 siti *web*.

Agli illustrati ambiti di competenze e ai relativi poteri concernenti le ipotesi di abusivismo finanziario rappresentate dalle categorie sopra dette si aggiungono quelli in materia di strumenti finanziari digitali alla luce del Regolamento (UE) 2022/858 (c.d. "DLT Pilot Regime") e del relativo adeguamento nazionale realizzato mediante il Decreto-legge n. 25 del 17 marzo 2023, noto come "decreto fintech". In particolare, con riferimento agli strumenti finanziari digitali, il decreto di adeguamento delle disposizioni nazionali al c.d. DLT Pilot Regime ha attribuito alla CONSOB specifici poteri di vigilanza e di *enforcement* per le ipotesi di abusiva tenuta del registro per l'emissione e la circolazione digitale degli strumenti finanziari digitali non destinati alla negoziazione (in una sede di negoziazione MiFID) da parte di soggetti che non siano preventivamente iscritti nell'elenco CONSOB dei responsabili del registro⁹.

⁶ Cfr. art. 4, comma 3-*bis* del D.L. 30 dicembre 2019, n. 162 (cd. Decreto Milleproroghe) convertito in legge con Legge n. 8 del 28 febbraio 2020 pubblicata nella G.U. del 29 febbraio 2020 e in vigore dal 1° marzo 2020.

⁷ Art. 94, para. 1, lett. aa), MiCAR e art. 4, co. 1 e 11, d.lgs. 129/2024.

⁸ Cfr. disposizioni di cui alla precedente nota.

⁹ Cfr. art. 27 comma 6 del D.L. 7 marzo 2023, n. 25 convertito in legge con Legge 10 maggio 2023, n. 52 ai sensi del quale "*La Consob può, nei confronti di chiunque emette strumenti finanziari digitali in violazione delle disposizioni del presente decreto o tiene un registro per la circolazione digitale senza essere previamente iscritto nell'elenco di cui all'articolo 19:*

a) rendere pubblica, anche in via cautelare, tale circostanza;

Al 31 dicembre 2024 sono stati assunti i seguenti 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 ¹⁰
	sospensione cautelare	divieto	comunicazione a tutela dei risparmiatori	ordine di cessazione			
2018	12	16	9	98	136	271	--
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

Oltre ai numerosi interventi a contrasto degli intermediari finanziari abusivi e delle abusive offerte al pubblico di prodotti finanziari, da gennaio 2025 la CONSOB interviene anche nel campo delle crypto-attività a tutela dei risparmiatori, ai sensi della normativa europea di settore (MiCAR) applicabile dal 30 dicembre 2024. L'Autorità, esercitando i nuovi poteri attribuiti dal MiCAR, ha bloccato – nel primo trimestre 2025 - n. 20 siti *web* di operatori che prestavano servizi su crypto-attività senza autorizzazione e n. 2 due siti *web* mediante i quali erano offerti al pubblico crypto-attività per i quali non era stato regolarmente notificato il documento informativo (il cosiddetto *white paper*).

b) ordinare, anche in via cautelare, di porre termine alla violazione”.

¹⁰ 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) in quanto gli stessi, in alcuni casi, sono stati assunti nei confronti di persone fisiche o giuridiche cui sono risultati riconducibili più siti *internet*.

I MERCATI FINANZIARI: CONGIUNTURA E PROSPETTIVE

La congiuntura dei mercati finanziari è attualmente dominata da rilevanti incertezze connesse agli sviluppi geopolitici e al deterioramento delle relazioni e del commercio internazionali.

Nei primi tre mesi del 2025 gli indici azionari nell'area euro e negli Stati Uniti hanno segnato performance divergenti, + 7% per lo Euro Stoxx50 e - 5% per lo S&P 500, dopo il buon andamento nel 2024 (+23% circa per lo S&P500 e +8% per lo EuroStoxx50).

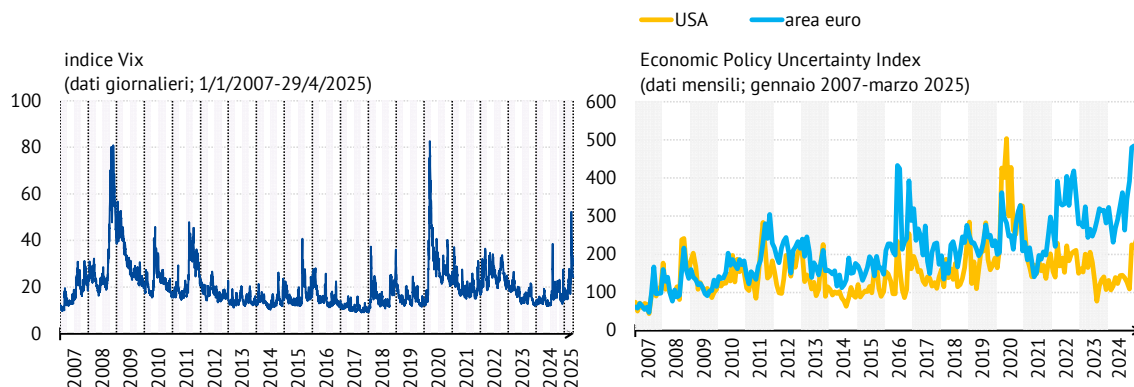
Nella prima settimana di aprile, gli annunci di applicazione e incremento dei dazi alle importazioni da parte degli USA nei confronti di numerosi partner commerciali hanno provocato un ampio calo dei corsi azionari, gradualmente recuperati nelle settimane successive a seguito di un temporaneo e parziale ridimensionamento della portata delle misure protezionistiche annunciate.

Nel complesso, da inizio anno al 26 maggio 2025, le performance di mercato sono risultate negative negli USA (-1% circa per l'indice S&P500) e positive in Europa (oltre 10% per lo Euro Stoxx50, quasi +7% per il Ftse100), specie nell'area euro dove gli indici di riferimento di alcuni dei maggiori paesi hanno segnato incrementi a doppia cifra (tra questi il Dax30 e il FtseMib cresciuti, rispettivamente, di oltre il 20% e del 17%).

Le turbolenze hanno interessato, nel mese di aprile, anche i mercati obbligazionari, soprattutto quelli del debito sovrano. I rendimenti dei titoli pubblici statunitensi, dopo un temporaneo rialzo, sono tornati sui livelli precedenti agli annunci di misure protezionistiche da parte degli USA anche se permane una certa reattività in attesa della piena definizione dei termini degli accordi bilaterali attualmente in fase negoziale. In Italia, l'impatto sui titoli di Stato decennali è risultato relativamente contenuto: i rendimenti dei BTP a 10 anni hanno registrato un aumento iniziale di 10 punti base, per poi assestarsi su livelli inferiori rispetto a quelli osservati all'inizio della crisi, alla fine del mese di aprile, mentre la volatilità mensile nel mese di aprile si è portata su valori inferiori a quelli registrati a febbraio e marzo (5,6% a fronte di 10%).

Nonostante la graduale stabilizzazione nelle ultime settimane, i mercati registrano forti incrementi della volatilità alla luce dei mutevoli orientamenti USA in materia di politica economica e commerciale (Fig. 1)

Fig. 1 – Andamento della volatilità sui mercati finanziari e incertezza sulla politica economica

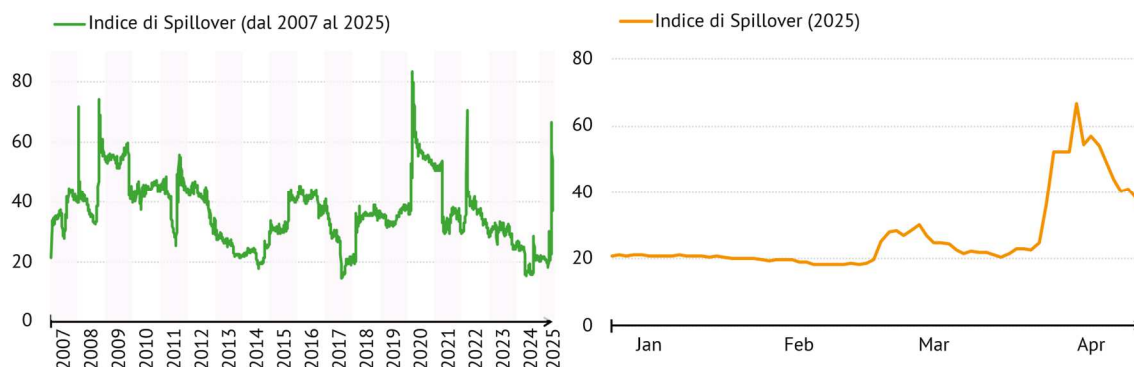


Fonte: Factset e Economic Policy Uncertainty Index (<https://www.policyuncertainty.com>); dati estratti il 30 aprile 2025).

Sembrano rilevanti anche gli effetti di contagio, come indicato dall'indice di *spillover* che esprime la volatilità condivisa tra più mercati. L'indice ha esibito un netto rialzo da inizio aprile, toccando il punto di massimo relativo l'11 aprile, quando ha raggiunto livelli simili a quelli osservati dopo il fallimento Lehman e in occasione dell'invasione dell'Ucraina¹ (Fig. 2).

La recente instabilità dei mercati potrebbe rappresentare l'inizio della quinta grave crisi

Fig. 2 – Andamento dell'indice di Spillover



Fonte: elaborazioni su dati Facstet. Gli indici inclusi sono S&P 500, FTSE MIB, NIKKEI 225, DAX 30, CAC 40. Per dettagli metodologici si veda Diebold e Yilmaz (2009, 2012 e 2014).

negli ultimi 20 anni(Fig. 3). Sebbene paragoni con il passato risultino ancora prematuri,

¹ In particolare, l'indice di spillover ha raggiunto un valore pari al 66%; aveva sfiorato un valore pari al 72% dopo il fallimento Lehman, all'83% durante la pandemia di Covid-19 e al 70% in occasione dell'invasione dell'Ucraina

Fig. 3 – Andamento del FtseMIB
(dati giornalieri; 01/01/2007 – 11/04/2025)



Fonte: elaborazioni su dati Factset. Le date di inizio delle crisi, considerate come riferimento, sono le seguenti: Fallimento Lehman, 15 settembre 2008; Crisi debito sovrano, 1° luglio 2011; Crisi da Covid-19, 6 marzo 2020; Conflitto Russia-Ucraina, 24 febbraio 2022; Crisi dazi USA, 2 aprile 2025.

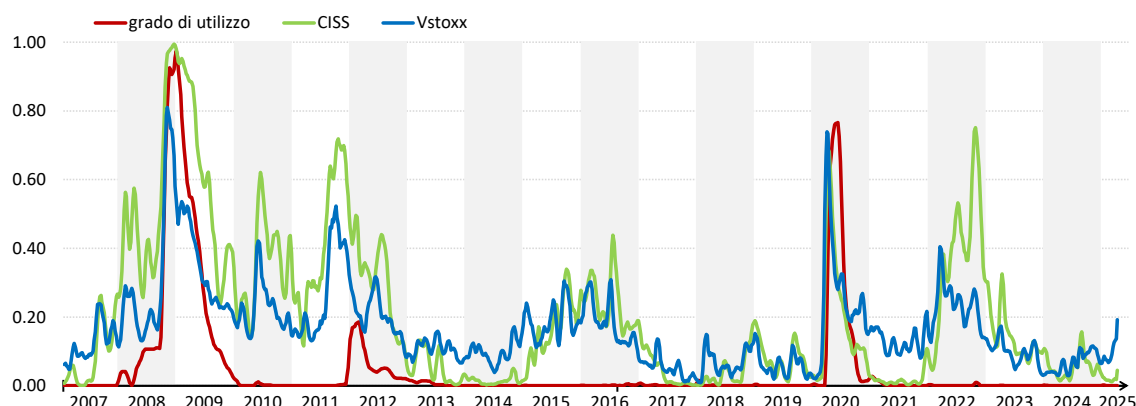
la crisi in cui potrebbe potenzialmente evolvere l'attuale situazione si distinguerebbe dalle precedenti per vari ordini di ragioni. In primo luogo, le turbolenze di mercato sperimentate lo scorso aprile trovano origine nelle attese di un pericoloso processo di deglobalizzazione che minerebbe l'intero impianto economico internazionale, incidendo su rapporti commerciali consolidati, deteriorando la stabilità delle catene globali di valore, riducendo in modo significativo l'efficienza produttiva delle imprese e, in ultima analisi, deprimendo fortemente la crescita globale per un lungo periodo. Si tratta pertanto di impatti di più ampia portata rispetto al passato poiché originerebbero dalla più grande delle economie avanzate e andrebbero a incidere su uno dei principali motori dello sviluppo economico globale, ossia il commercio internazionale.

In secondo luogo, la gestione delle ripercussioni finanziarie di questa crisi rischierebbe di essere più complessa delle precedenti poiché la mitigazione dei relativi impatti potrebbe non essere supportata da azioni coordinate a livello internazionale. Nel recente passato, la risposta alle crisi ha beneficiato di misure coordinate delle banche centrali di numerosi paesi avanzati su tassi di interesse e offerta monetaria. Tra queste, ad esempio, si segnalano le linee di swap in valuta tra banche centrali, affermatesi come importante strumento per preservare la stabilità finanziaria a partire dalla crisi del 2008. In particolare, la Federal Reserve (Fed) statunitense ha notevolmente ampliato l'offerta di dollari attraverso gli accordi di swap in valuta con le altre banche centrali²(Fig. 4).

L'utilizzo delle linee di swap in dollari, che ha toccato un massimo a fine 2008 con un ammontare pari a 540 miliardi di dollari USA, è stato significativo anche durante la crisi pandemica da Covid-19, quando le condizioni di finanziamento in dollari statunitensi si sono

² Tali accordi hanno consentito alla BCE e alle banche centrali nazionali di tutti i paesi dell'area euro (Eurosistema) di ricevere importi in dollari statunitensi in cambio del loro controvalore in euro. La BCE ha così potuto erogare liquidità in dollari alle banche private residenti nell'area euro che ne abbiano fatto richiesta in periodi di turbolenza, ossia quando la provvista in dollari sui mercati può diventare difficoltosa o troppo costosa.

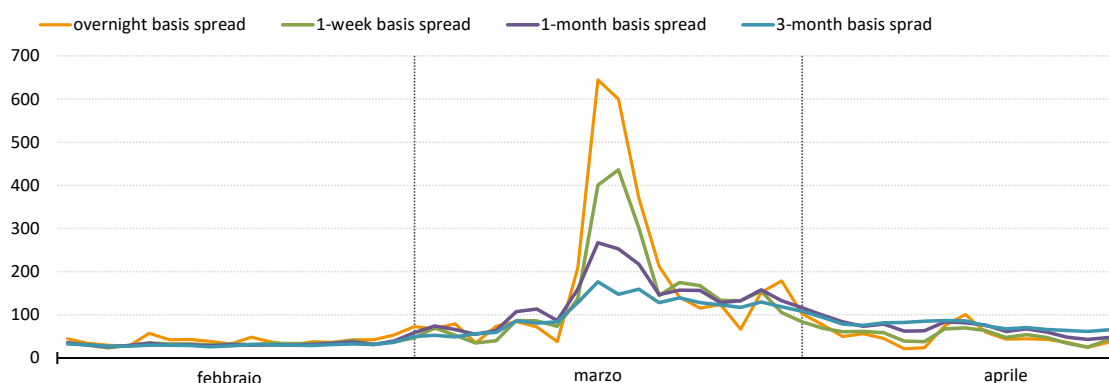
Fig. 4 – Utilizzo delle swap line in dollari USA durante periodi di stress dei mercati
(dati settimanali standardizzati; 01/12/2007 – 11/05/2025)



Fonte: elaborazioni su dati Fed, BCE e Factset. Le serie storiche sono state standardizzate per consentire una maggiore confrontabilità tra gli andamenti. Le *swap line* si riferiscono all'ammontare in circolazione settimanale. Il CISS dell'ESRB/ECB misura il livello di stress sulla base di indicatori del mercato mobiliare (quali volatilità, spread di rischio e perdite cumulative di valutazione). Il Vstoxx si basa sui prezzi delle opzioni dell'Euro Stoxx 50 e riflette le aspettative del mercato di volatilità da breve a lungo termine. Pertanto, esso è considerato come una misura attendibile della paura (quindi dell'avversione al rischio) di trader e investitori.

deteriorate, specie a partire dalla fine di febbraio, e gli squilibri tra domanda e offerta di liquidità in dollari USA hanno determinato un aumento dei premi di finanziamento nell'area dell'euro, in un contesto caratterizzato da elevata volatilità nei mercati finanziari globali. In quella circostanza, il 20 marzo 2020 la Federal Reserve, la BCE e altre banche centrali hanno annunciato un incremento della frequenza delle operazioni di swap in dollari a 7 giorni, portandole da settimanali a giornaliere. Tale misura ha contribuito alla riduzione degli spread su tutte le scadenze, attenuando le preoccupazioni circa l'accesso alla liquidità in dollari e stabilizzando le condizioni di mercato. Nel complesso, l'uso delle suddette linee si è attestato a 420 miliardi di dollari USA.

Fig. 5 – Differenziale tra il tasso di interesse sui prestiti in dollari USA nel mercato degli swap su valute euro-dollaro e il tasso privo di rischio del dollaro statunitense
(dati giornalieri in punti base; 03/02/2020 – 22/04/2020)

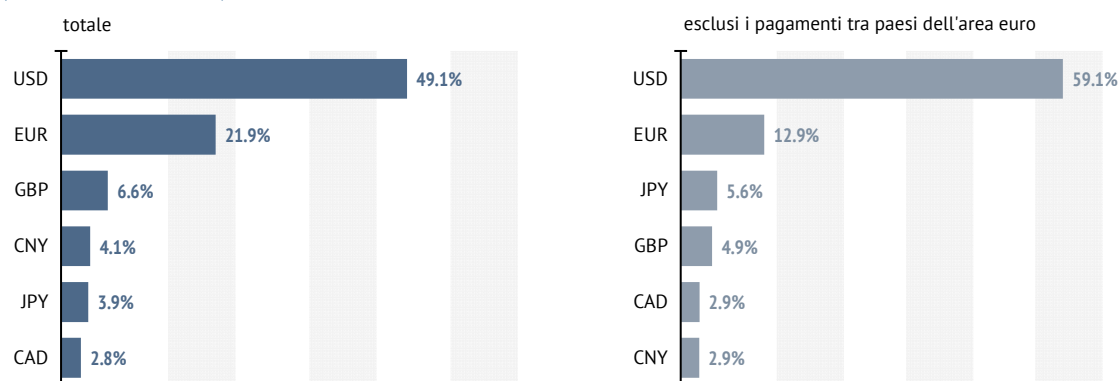


Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg. L'*effective federal fund rate* è utilizzato come tasso privo di rischio in dollari statunitensi per la scadenza *overnight*, mentre per le altre scadenze sono utilizzati i tassi OIS (*overnight index swap rates*) in dollari statunitensi.

L'importanza del ruolo della Fed nella stabilizzazione dei mercati finanziari globali discende dalla posizione di valuta di riserva globale ricoperta dal dollaro USA, in forza della quale gran parte delle transazioni internazionali sono regolate in dollari e diverse passività finanziarie sono emesse in dollari anche da soggetti non residenti negli Stati Uniti.

Nel mese di marzo 2025, quasi il 50% dei pagamenti effettuati sul circuito SWIFT risultava espresso in dollari USA a fronte del 22% circa di quelli espressi in euro. Escludendo le transazioni tra paesi dell'Eurozona, il peso del dollaro nel sistema dei pagamenti internazionali è prossimo al 60% (Fig. 6).

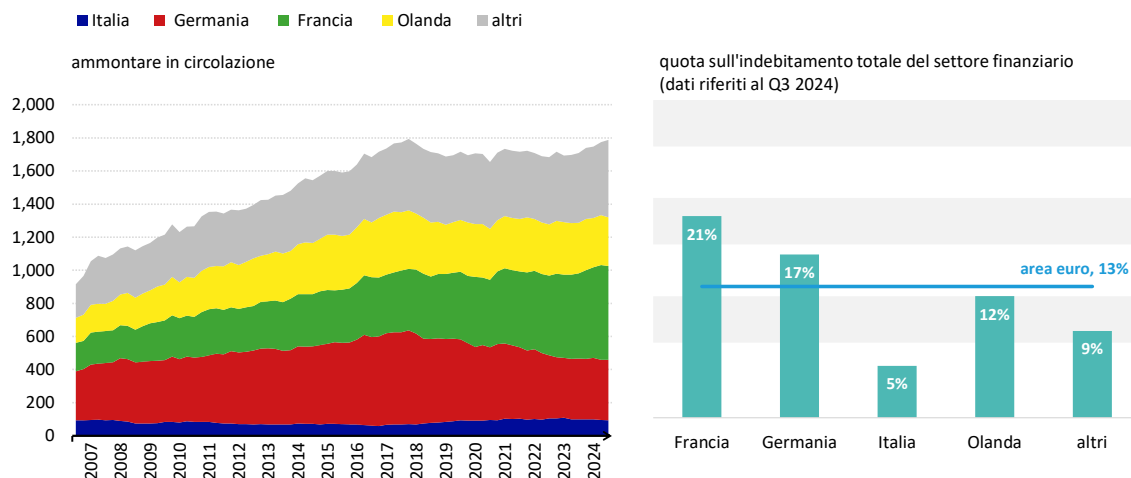
Fig. 6 – Quota dei pagamenti nelle principali valute sul totale dei pagamenti effettuati attraverso il sistema SWIFT
(dati riferiti a marzo 2025)



Fonte: Swift RMB Tracker, aprile 2025.

La forza della valuta statunitense a livello internazionale è confermata dalle emissioni di titoli di debito in dollari effettuate da soggetti non residenti negli Stati Uniti. A fine 2024, i titoli di debito in circolazione denominati in dollari emessi da soggetti residenti nell'area euro sfioravano i 1.800 miliardi di dollari USA, quasi il doppio dell'ammontare in circolazione nel 2007. In termini relativi, le emissioni in dollari rappresentano in media il 13% dell'indebitamento del settore finanziario dell'area euro, pur con significative differenze tra paesi (Fig. 7). La gestione di tali obbligazioni, sia nel corso della loro vita sia a scadenza, necessita di un'adeguata disponibilità di dollari USA da parte degli emittenti, in assenza della quale potrebbero verificarsi tensioni di liquidità. Tale disponibilità, come anticipato, viene garantita anche in periodi di stress dei mercati grazie agli accordi di swap in dollari tra la Fed e le banche centrali degli altri paesi. Tuttavia, la fiducia nella disponibilità di tale canale di provvista è strettamente connessa all'indipendenza e alla credibilità della Fed.

Fig. 7 – Titoli di debito in dollari USA emessi da soggetti residenti nell'area euro
(dati trimestrali; Q1 2007 – Q4 2024; valori monetari in miliardi di dollari USA)

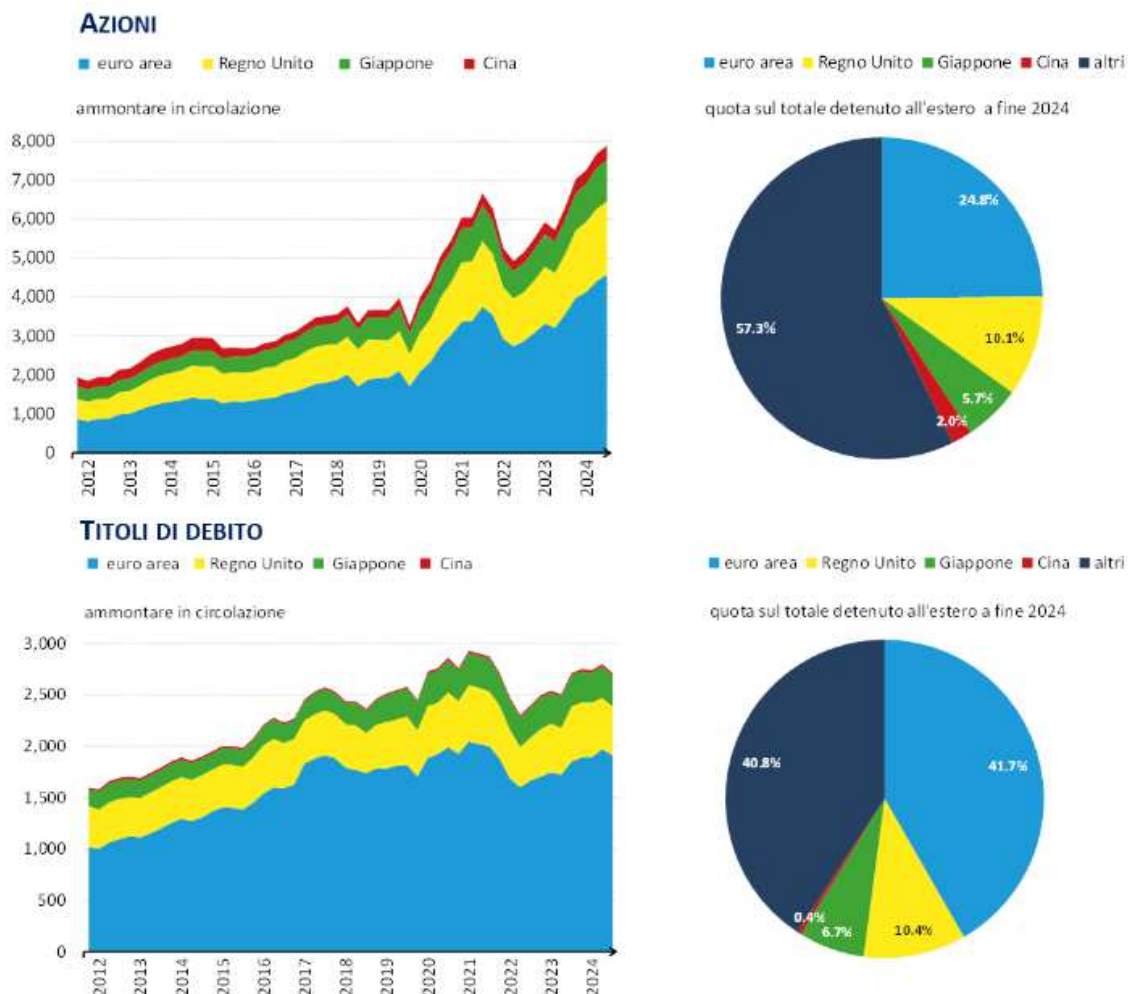


Fonte: elaborazioni su dati Banca dei Regolamenti Internazionali.

L'esposizione al dollaro USA risulta elevata anche con riferimento alle attività finanziarie detenute da soggetti residenti nell'area euro.

A fine 2024, il valore di azioni statunitensi detenute nell'area euro superava i 4.000 miliardi di dollari USA (ossia quasi il 24% delle azioni statunitensi detenute all'estero) e le obbligazioni private a lungo termine sfioravano i 2.000 miliardi (quasi il 42% del totale detenuto all'estero; Fig. 8).

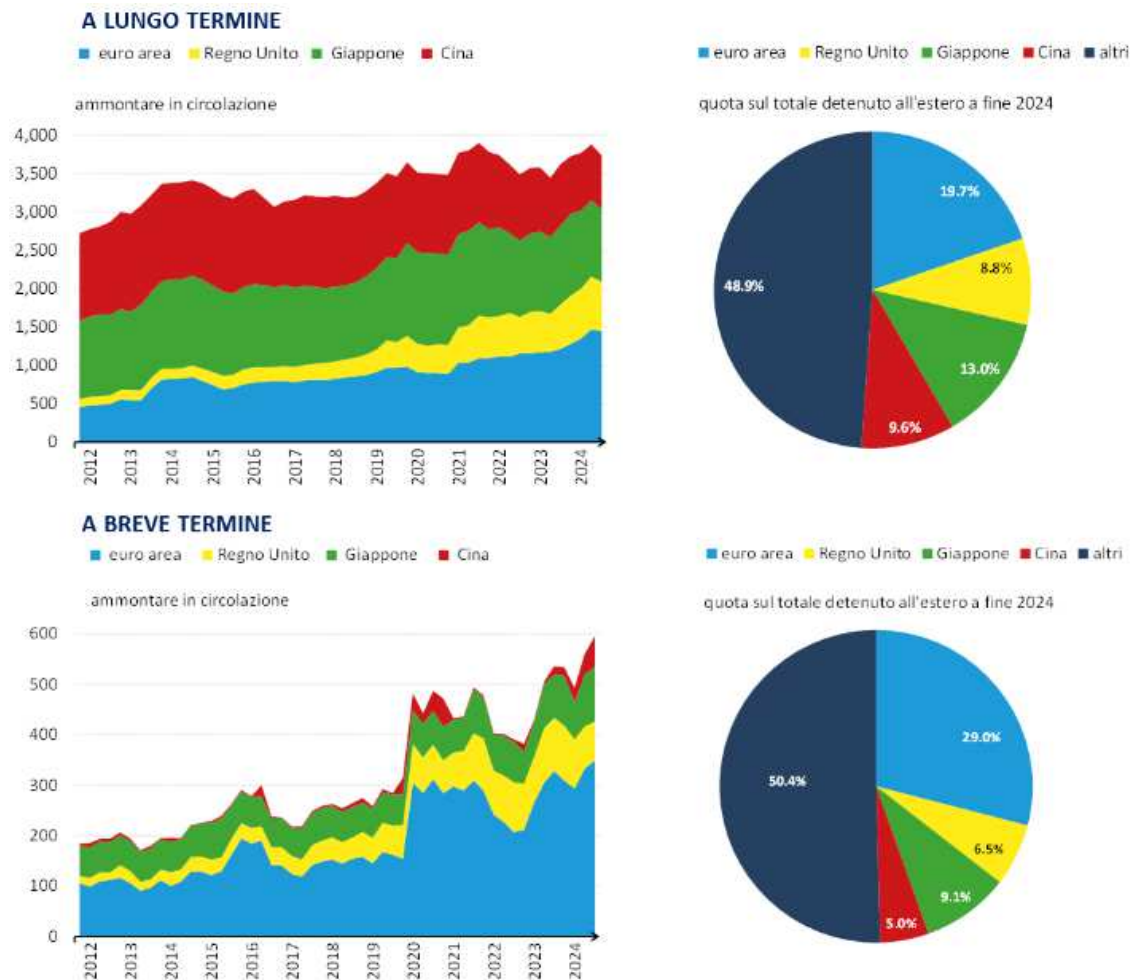
Fig. 8 – Azioni e titoli di debito a lungo termine statunitensi detenuti da investitori esteri
(dati trimestrali; Q1 2012 – Q4 2024; valori monetari in miliardi di dollari USA)



Fonte: elaborazioni su dati Federal Reserve.

A tali esposizioni si aggiungono quelle in titoli del debito sovrano statunitense che per l'area euro rasentavano i 1.800 miliardi di dollari USA, di cui circa 350 miliardi a breve termine (Fig. 9).

Fig. 9 – Titoli del debito pubblico statunitense detenuti da investitori esteri
(dati trimestrali; Q1 2012 – Q4 2024; valori monetari in miliardi di dollari USA)



Fonte: elaborazioni su dati Federal Reserve.

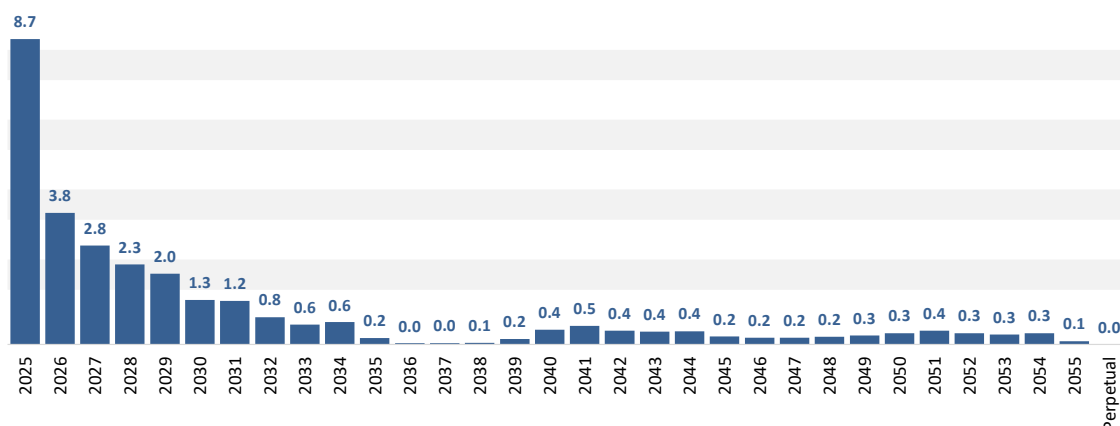
Rilevanti risultano anche le esposizioni di Giappone e Cina pari, rispettivamente, a oltre 1.000 e a 750 miliardi di dollari circa. In particolare, le quote di titoli a lungo termine detenuti all'estero sono riferibili per il 13% al Giappone e quasi 10% alla Cina, la cui esposizione è calata nettamente nell'ultimo decennio (-39%). Sul debito a più breve scadenza, la quota riferibile al Giappone è del 9% circa mentre quella della Cina, cresciuta solo negli ultimi anni, risulta pari al 5% del totale.

L'elevata esposizione al dollaro USA anche dal lato dell'attivo è un'altra delle conseguenze del ruolo di valuta dominante del dollaro a livello globale. Questo ruolo si fonda sulla fiducia nella stabilità e nella solidità finanziaria degli Stati Uniti che, tuttavia, potrebbe essere minata da politiche economiche e commerciali contraddittorie e non adeguatamente ponderate in un contesto in cui: i) il debito pubblico ha superato il 120% del Pil nel 2024 e, in

base alle ultime proiezioni del FMI³, seguirà una traiettoria crescente nei prossimi anni (fino a raggiungere un'incidenza pari al 128% del Pil nel 2030); ii) l'elevato indebitamento pubblico è accompagnato da un ampio disavanzo commerciale; iii) sul mercato valutario si registrano oscillazioni del dollaro e un tendenziale deprezzamento rispetto all'euro, la seconda valuta più utilizzata a livello internazionale.

La fiducia nella solidità finanziaria degli Stati Uniti rappresenta un fattore determinante per la capacità e il costo di rifinanziamento del debito in scadenza, il cui ammontare nei prossimi tre anni sarà superiore ai 15 mila miliardi di dollari⁴.

Fig. 10 – Struttura per scadenza dei titoli del debito pubblico USA
(dati a fine aprile 2025; valori monetari in migliaia di miliardi di dollari USA)



Fonte: elaborazioni su dati Fed.

Secondo alcuni studi, la disponibilità degli investitori ad acquistare debito statunitense e, più in generale, attività finanziarie denominate in dollari USA potrebbe cominciare a ridursi, specie alla luce del nuovo assetto della politica commerciale e, più in generale, delle relazioni internazionali degli Stati Uniti⁵. Se i titoli di Stato USA non fossero più percepiti come asset sicuri e liquidi, anche il ruolo del dollaro come valuta di riserva globale potrebbe risulterne compromesso. Storicamente, infatti, la valuta di riserva è quella emessa nel Paese con il maggior numero di asset pubblici liquidi e percepiti come sicuri.

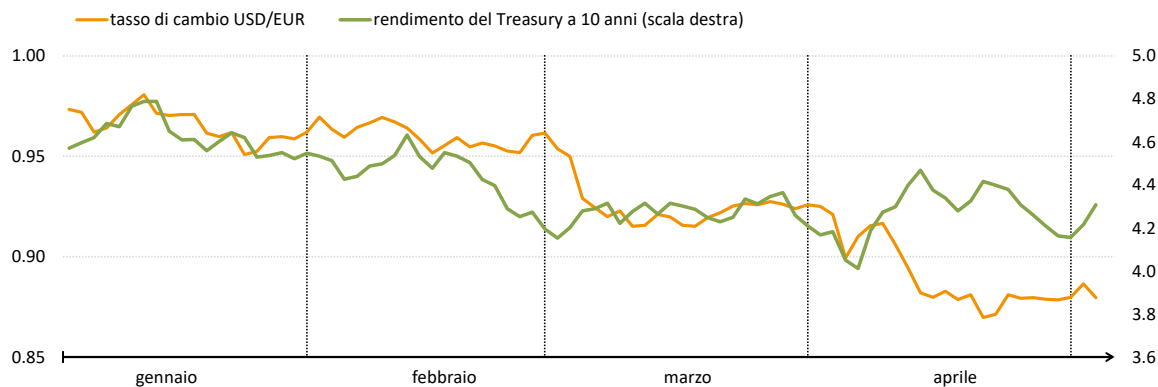
Sul mercato dei cambi emergono segnali di indebolimento del dollaro. A partire da inizio aprile, il tasso di cambio dollaro-euro e i rendimenti dei Treasury statunitensi a 10 anni hanno mostrato una dinamica divergente, a differenza di quanto osservato in passato. Nel mese di aprile i rendimenti dei Treasury a 10 anni hanno registrato un andamento altalenante, con un calo nei giorni successivi all'annuncio dei dazi, una crescita di 20 punti base tra il 7 e il 21 aprile e poi un ritorno ai livelli di fine marzo. A fronte di tale dinamica, la reazione del tasso di cambio è stata invece piuttosto ampia e persistente, con un deprezzamento del dollaro USA sull'euro di circa il 9% da inizio anno (dato al 27 maggio), di cui 5% nel solo mese di aprile.

³ Si veda FMI, Fiscal Monitor, aprile 2025.

⁴ Al riguardo, si rammenta peraltro il *downgrade* (a Aa1 da Aaa) apportato dall'agenzia di rating Moody's il 16 maggio 2025.

⁵ Si veda Jiang et al. (2025) 'Dollar Upheaval: This Time is Different', <https://ssrn.com/abstract=5220444>.

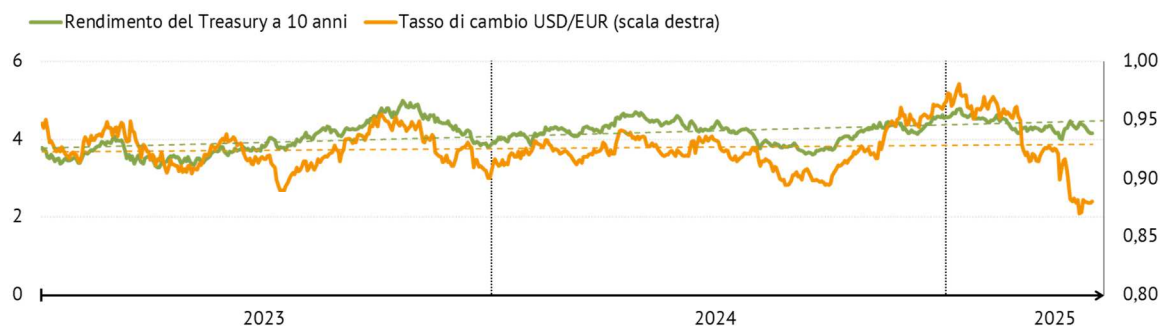
Fig. 11 – Rendimenti dei titoli del debito pubblico USA a 10 anni e tasso di cambio dollaro-euro
(dati giornalieri; 1° gennaio 2025 – 2 maggio 2025)



Fonte: elaborazioni su dati Factset.

Storicamente, i rendimenti dei titoli del Tesoro statunitensi e il tasso di cambio dollaro-euro (USD/EUR) hanno mostrato una correlazione positiva, attribuibile alla capacità dei titoli del debito pubblico degli Stati Uniti di attrarre capitali non solo in presenza di un aumento dei rendimenti ma anche grazie alla percezione della loro elevata affidabilità. Tale dinamica ha spesso comportato un incremento degli afflussi di capitale verso gli Stati Uniti e, conseguentemente, un apprezzamento del dollaro USA. Tuttavia, questa relazione potrebbe indebolirsi o venir meno qualora il dollaro dovesse progressivamente perdere il suo ruolo di valuta di riserva internazionale.

Fig. 12 – Rendimenti dei titoli del debito pubblico USA a 10 anni e tasso di cambio dollaro-euro
(dati giornalieri; 1° gennaio 2023 – 2 maggio 2025)



Fonte: elaborazioni su dati Factset.

Sul mantenimento dello status di valuta dominante a livello internazionale per il dollaro USA inciderà in futuro anche lo sviluppo delle crypto-attività e, nello specifico, di quelle ancorate al dollaro, ossia le cosiddette *stablecoin* USD-backed. Si tratta di un fenomeno che,

pur se ancora di dimensioni ridotte, è destinato ad assumere un ruolo crescente nel panorama finanziario globale.

A maggio 2025, la capitalizzazione complessiva delle principali *stablecoin* ancorate al dollaro ha raggiunto circa 240 miliardi di dollari USA, rispetto ai soli 5 miliardi di inizio 2020⁶. Questa crescita esponenziale riflette un'espansione non solo in termini quantitativi, ma anche di varietà: da un sistema dominato inizialmente da tre soli attori (Tether, USDC e DAI), oggi si contano dieci *stablecoin* USD-backed rilevanti sul mercato. Di queste, Tether (USDT) detiene una quota dominante, rappresentando il 62% della capitalizzazione complessiva. Una caratteristica cruciale delle *stablecoin*, in particolare di Tether, è il tipo di riserve utilizzate per garantire la parità con il dollaro. Secondo dati recenti, oltre il 70% delle riserve di Tether è investito in Treasury Bill statunitensi, per un valore di circa 95,5 miliardi di dollari USA.

Sulla crescita del settore potrebbero incidere, inoltre, iniziative quali il *Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins (GENIUS) Act*, attualmente allo studio negli Stati Uniti, volte a introdurre un quadro normativo per le *stablecoin* con l'obiettivo di favorire l'espansione di quelle ancorate al dollaro. In prospettiva, infatti, lo sviluppo di questa tipologia di *stablecoin* rafforzerebbe la domanda di titoli pubblici USA a breve termine, utili per costituire le riserve, contribuendo così alla sostenibilità del debito pubblico statunitense, pur innestando elementi di vulnerabilità nel sistema derivanti dal possibile accorciamento della duration media dei titoli pubblici statunitensi⁷.

Occorre osservare, inoltre, che lo sviluppo delle *stablecoin* USD-backed pone anche dei rischi per la stabilità finanziaria, poiché il dissesto di emittenti *stablecoin* potrebbe portare alla vendita forzata delle attività detenute come riserva da questi ultimi, con ripercussioni sul mercato dei titoli pubblici USA e, per tale via, sull'intero sistema finanziario. La diffusione delle *stablecoin* e il loro utilizzo come mezzo di pagamento pone infine rischi significativi per il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione degli impulsi di politica monetaria all'economia.

In conclusione, le turbolenze osservate sui mercati finanziari globali, pur se finora transitorie, hanno tratto origine da dinamiche che potrebbero avere sviluppi permanenti. L'indeterminatezza che domina gli assetti geo-politici e commerciali a livello internazionale espone i mercati a un clima di incertezza in cui non si possono escludere scenari di improvvise correzioni. In questo quadro, il ruolo del dollaro USA quale valuta di riserva globale sarà strettamente connesso ai futuri sviluppi nelle relazioni internazionali nonché all'evoluzione del panorama geopolitico complessivo, dal quale potrebbero emergere nuovi punti di riferimento per il sistema del commercio e dei pagamenti internazionali.

⁶ Si veda Coingecko per i dati sulle principali *stablecoin* USD-backed (Tether, USDC, USDS, Ethen USDe, Dai, Blackrock USD Institutional Digital Liquidity Fund, USD1, First Digital USD, Paypal USD, Usual) e Tether per i dati sulle riserve.

⁷ Un provvedimento parallelo al GENIUS Act è lo Stable Act, che mira a stabilire un quadro normativo esaustivo per l'emissione e la supervisione delle *stablecoin* ancorate al dollaro.

LA CONVERGENZA DELLE PRASSI DI VIGILANZA IN AMBITO EUROPEO

La CONSOB riconosce l'assoluto rilievo dell'attività di cooperazione internazionale, alla luce del progressivo aumento dell'operatività transfrontaliera di soggetti operanti sui mercati finanziari, nonché della diffusione di modelli di business innovativi basati su tecnologie digitali che, per loro natura, non sono limitati ai confini nazionali.

L'attività dell'Autorità in ambito internazionale si è andata infatti intensificando nel tempo. Oggi la CONSOB partecipa a 62 gruppi di lavoro internazionali e 95 sottogruppi tematici istituiti in seno ad autorità europee e ad altre istituzioni internazionali, ricoprendo in alcuni casi posizioni apicali. Tra questi si segnala, in particolare, il *Digital Finance Standing Committee* dell'ESMA e il *Committee on Regulation of Secondary Markets* della IOSCO, entrambi presieduti dalla CONSOB, nonché il *Corporate Governance Committee* dell'OCSE e il *Committee on Retail Investors* della IOSCO, di cui detiene la vicepresidenza.

1. La convergenza delle prassi di vigilanza a livello europeo

La convergenza delle prassi di vigilanza costituisce un elemento chiave per il completamento del mercato unico europeo dei servizi finanziari, in quanto assicura un livello uniforme di tutela degli investitori e previene fenomeni di distorsione concorrenziale. L'aumento delle attività transfrontaliere, unito alla diffusione di modelli di *business* digitali e innovativi, rende sempre più urgente un approccio coordinato tra le Autorità nazionali competenti (NCAs), al fine di evitare frammentazioni nella supervisione e per affrontare in modo efficace i rischi emergenti.

In questo contesto, l'ESMA svolge un ruolo centrale: oltre alla predisposizione di progetti di norme tecniche di regolamentazione, finalizzati a garantire un'applicazione omogenea della normativa europea, l'Autorità si avvale di un insieme di strumenti di *soft law*, che seleziona in funzione dei rischi rilevati, con l'obiettivo di promuovere un'effettiva convergenza delle prassi di vigilanza nell'UE. Tra questi strumenti si annoverano: gli orientamenti (*guidelines*) e le risposte a quesiti interpretativi (Q&A), che chiariscono l'applicazione delle norme; le Opinioni e le Raccomandazioni, che orientano l'azione delle NCAs; le *Peer Reviews*, che valutano la qualità della supervisione esercitata dalle NCAs e propongono eventuali correttivi; i *Supervisory Briefings* e le *Coordinated Supervisory Actions* (CSA) che facilitano azioni coordinate in ambito operativo.

L'ESMA ha anche il potere, ai sensi dell'art.17 del Regolamento (UE) n. 1095/2010 (ESMAR), di indagare nei confronti di un'Autorità nazionale competente in relazione al mancato rispetto degli obblighi previsti dalla legislazione europea e, in caso di accertata violazione (*Breach of EU law*), può richiedere all'Autorità di conformarsi o può rivolgersi alla Commissione Europea affinché adotti le necessarie misure vincolanti.

2. Criticità

Nell'ambito della prestazione transfrontaliera dei servizi di investimento, il principio dell'*home country control* genera un'asimmetria significativa tra i poteri dell'Autorità del Paese di origine (*home NCA*), titolare della vigilanza diretta, e quelli, più limitati, dell'Autorità del Paese ospitante (*host NCA*), che può intervenire solo in via sussidiaria e subordinatamente all'inerzia o all'inadeguatezza dell'azione della *home NCA*, mediante l'esercizio dei poteri cautelari previsti dall'art. 86, par. 1, della MiFID II.

In un contesto di crescente digitalizzazione e operatività *cross-border*, questo assetto espone a rischi di arbitraggio regolamentare, con potenziali ripercussioni sulla stabilità dei mercati e sulla tutela degli investitori.

È quindi necessario rafforzare ulteriormente gli strumenti di convergenza, sia in punto di presupposti e frequenza della loro attivazione, sia con riguardo alle azioni di *follow up*. Ciò è tanto più importante quanto più le linee di riforma sottese al piano della SIU (Savings And Investments Union) indicano l'esigenza di semplificare (nell'ottica di riduzione degli oneri amministrativi per i soggetti incisi) le discipline di riferimento.

3. Attività e vigilanza della CONSOB

Il mercato italiano registra una significativa presenza di imprese di investimento estere che operano nei confronti della clientela retail in regime di libera prestazione di servizi. In tale contesto, i poteri limitati della CONSOB, in quanto Autorità del Paese ospitante e, in taluni casi, l'inefficacia della vigilanza esercitata dalle Autorità del Paese di origine, hanno reso più complessa l'adozione di interventi tempestivi per contrastare le condotte irregolari degli intermediari esteri. Le situazioni più critiche si sono riscontrate, in particolare, con imprese cipriote e greche attive sul mercato italiano.

Nel 2019 la CONSOB ha adottato le misure cautelari previste dall'art. 86, della MiFID II nei confronti delle società cipriote Hoch Capital Ltd e Rodeler Limited, vietando loro la prestazione di servizi di investimento in Italia. Il provvedimento è stato adottato a seguito della reiterazione di condotte irregolari da parte delle due società e dell'inefficace riscontro dell'Autorità cipriota (Cyprus Securities and Exchange Commission - CySEC) alle richieste di intervento della CONSOB. Si è trattato di una delle prime applicazioni dell'art. 7-*quater*, comma 4, del TUF, che recepisce la disposizione europea.

A tale riguardo, assumono rilievo anche le raccomandazioni dell'ESMA alla CySEC nel marzo 2022, ai sensi dell'art. 16 dell'ESMAR, ad esito di una *Peer Review* che ha evidenziato gravi carenze nelle prassi di vigilanza dell'autorità cipriota in materia di prestazione transfrontaliera di servizi di investimento alla clientela *retail*. L'ESMA è attualmente in attesa di un riscontro finale da parte della CySEC e sta costantemente monitorando il processo di *follow-up*.

A livello nazionale ulteriori problematiche sono emerse anche con riferimento a un intermediario greco operante in libera prestazione. A seguito dei numerosi reclami e segnalazioni ricevute da investitori italiani, la CONSOB ha sollecitato un intervento da parte dell'autorità greca competente (Hellenic Capital Market Commission – HCMC), prospettando,

in caso di mancata risposta, l'attivazione della procedura prevista dall'art. 86 della MiFID II. La vicenda si è conclusa con la comunicazione, da parte della HCMC, della cessazione da parte dell'intermediario di tutte le attività rivolte al mercato italiano. I successivi monitoraggi effettuati dalla CONSOB hanno confermato l'effettiva interruzione dell'operatività sul territorio nazionale.

4. Azioni future e prospettive

L'esperienza maturata ha evidenziato la necessità di rafforzare il ruolo delle autorità ospitanti, ampliandone i poteri di intervento verso gli operatori esteri attivi sul loro territorio e di potenziare la cooperazione tra Autorità nazionali.

In tale prospettiva si inserisce la proposta della Commissione Europea nell'ambito della *Retail Investment Strategy* (RIS), che, facendo seguito al *Technical Advice* dell'ESMA, prevede un riequilibrio dei poteri di vigilanza tra Paesi, superando alcune rigidità del principio dell'*home country control*. La proposta mira anche a semplificare l'attivazione dei poteri cautelari ex art. 86, della Mifid2, da parte delle autorità ospitanti, facilitando interventi più tempestivi ed efficaci in caso di violazioni.

La CONSOB ha sostenuto attivamente questa riforma, partecipando al dibattito europeo con l'obiettivo di rafforzare la tutela degli investitori *retail* nei contesti transfrontalieri.