



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Bologna, 21 marzo 2026

Federico Cornelli
Commissario CONSOB

- 1. MISP: Una nuova Europa**
- 2. Mercato Pubblico vs Mercato Privato**
- 3. Consob: semplificazioni normative**
- 4. Crypto Asset - CASP**

MISP: Una nuova Europa

L'esperienza del SSM



MISP: integrazione dei mercati e della vigilanza

Market Integration and Supervision Package

New ESMA?

Nuova vigilanza su:

- Asset Manager UE
- Infrastrutture di mercato
- CASP

Dicembre 2025:
Proposta MISP

Atteso Trilogo

Fine legislatura

2025

2026

2027

2028

2029

- **New ESMA:** Quanto e come accentro la vigilanza?
- Istituzione dei **College of Regulator** → come li costruisco:

Opzione A = 1 Paese 1 voto?

Opzione B = Peso ponderato a ciascun Paese in base a Pil, Risparmio Nazionale, AUM..?

Opzione C = ESMA solo «coordinatore» o vigilante pieno?

Mercato Pubblico Vs Mercato Privato

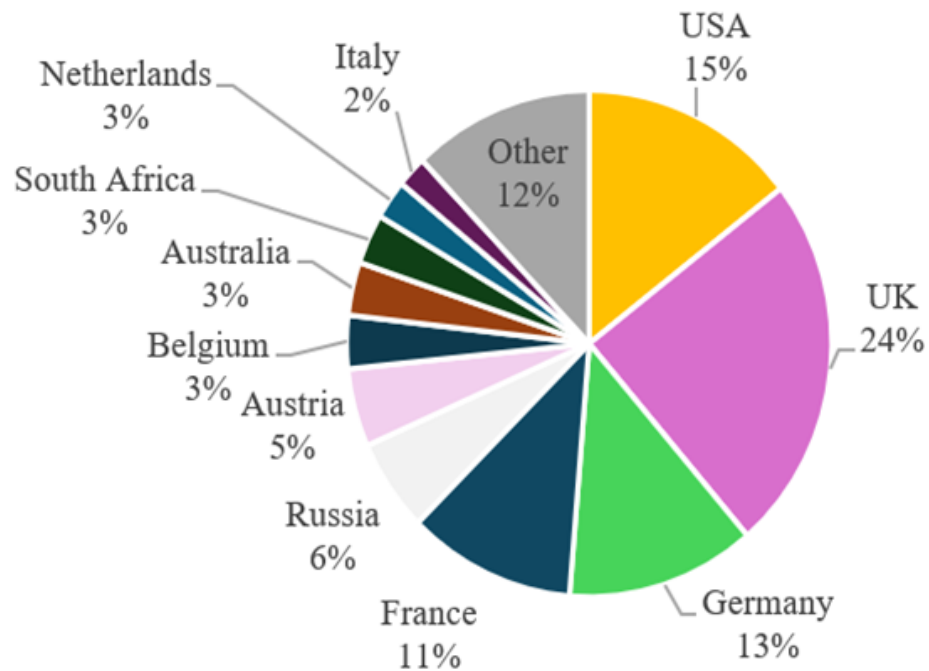
Ricapitalizzare l'Europa: una prospettiva storica

BORSE MONDIALI: 1899

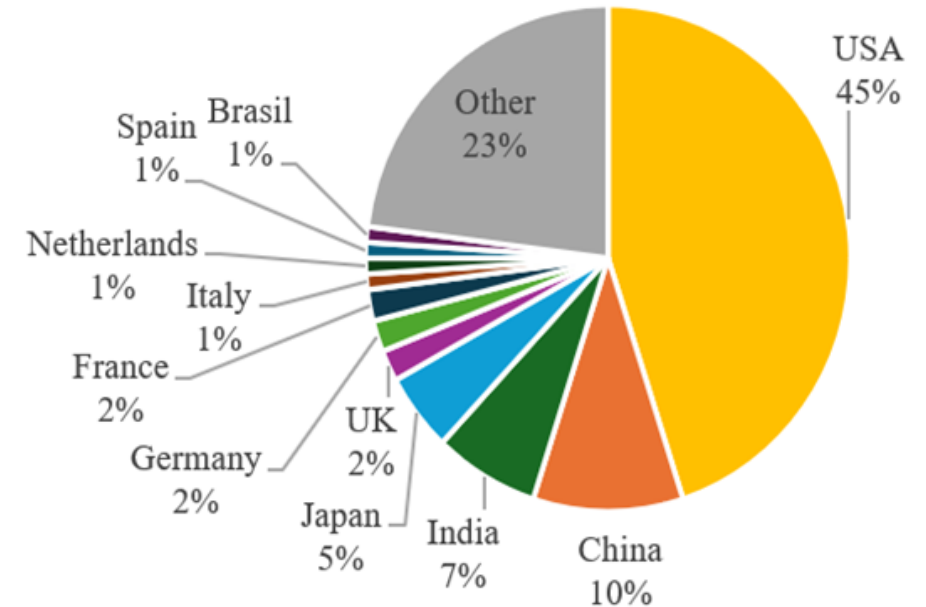


2025

1899



2025



Fonte: 1899 Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton, DMS Database; 2025 Consob, Capital Markets Report

A Indicatori dei mercati finanziari - \$ MLD

Paese	anno	n° totale società quotate	n° società quotate domestiche	Capitalizzazione società domestiche (in Mld \$)	di cui: % settore finanziario	Capitalizzazione / PIL	P/E	P/Book Value	EV / Ebitda	Dividend Yield
Italia	2025	411	395	1.236	43%	47%	12,5	1,6	7,5	4,8
	2024	421	405	952	36%	37,6%	10,0	1,3	7,2	5,4
	2023	429	414	895	29%	37%	8,6	1,2	6,3	5,5
Francia	2025	739		3.759	13%	112%	16,1	2,0	9,9	3,2
Germania	2025	579	539	2.898	20%	55%	15,2	1,6	9,1	2,9
Spagna	2025	203	186	1.298	38%	64%	14,6	2,0	9,2	4,1
UK	2025	1.545	1.306	4.054	26%	94%	13,4	2,0	8,0	3,5
USA	2025	2.147	3.907	67.397	15%	222%	21,8	4,3	14,6	1,6
USA (NYSE)	2025	2.147	1.588	31.402	13%	103%	12,5	1,7	7,8	5,8
USA (NASDAQ)	2025	3.342	2.319	35.995	3%	118%	27,2	6,3	17,2	0,9
Giappone	2025	3.947	3.942	7.785	17%	173%	15,6	1,5	10,6	2,4

Fonte: elaborazioni dati Euronext, London Stock Exchange, Deutsche Borse, Bolsas y Mercados Españoles, World Federation of Exchanges, Factset; Bloomberg, Consob, Capital Markets Report (in fase di pubblicazione) ; dati PIL 2025 basati sulle ultime stime disponibili. I multipli di mercato si riferiscono a indici di mercato Factset; per il NYSE si riportano i multipli relativi all'indice S&P500; per il Nasdaq, all'indice Nasdaq Composite. Le capitalizzazioni di altre giurisdizioni sono convertite al cambio di fine anno con il dollaro.

Le Sedi di Negoziazione Equity

Valore Nozionale	Share	London	XETR	Paris	Zurich	Milan	Amsterd.	Stock.	Madrid	Copenhagen	Oslo	Helsinki	Brussels	Lisbon	Vienna	Dublin	Budapest	Prague
Cboe Europe	26%	29%	23%	30%	21%	22%	28%	26%	26%	27%	27%	25%	28%	26%	29%	25%	38%	11%
Euronext	22%			55%		69%	56%				60%		56%	62%		60%		
Xetra	11%		63%															
LSE Group	10%	58%																
SIX Swiss Exchange	7%				68%													
Nasdaq OMX	6%							62%		53%	1%	59%						
Aquis	6%	7%	6%	5%	7%	3%	5%	5%	8%	6%	4%	6%	5%	5%	8%	4%		
Turquoise	4%	4%	4%	4%	2%	3%	5%	3%	4%	5%	5%	3%	5%	3%	5%	4%	39%	29%
Bolsa de Madrid	2%								53%									
Liquidnet	1%	2%	2%	2%	0%	1%	2%	1%	1%	3%	1%	2%	3%	1%	3%	1%	2%	51%
Virtu POSIT	1%	1%	1%	1%	0%	0%	2%	2%	1%	5%	1%	2%	0%	1%	1%	3%	18%	
SIGMA X MTF	0.89%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	3%	1%	3%
Equiduct	0.88%	0%	0%	2%	0%	0%	1%	0%	7%	0%	0%	0%	1%	1%				
Instinet Blockmatch	0.54%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	0%	1%	0%	0%	1%	1%	3%	7%
Wiener Börse	0.23%														52%			
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

- **Questi dati includono il Dark Pool on book** (trading on-venue con esenzione da obblighi di pre-trade transparency): per l'Italia, il dark pool è circa il 2-3% degli scambi equity.
- **Questi dati non includono il trading su Internalizzatori sistematici.**

Fonte: CBOE European Equities Market Share by Market. La metrica utilizzata è il valore nozionale delle negoziazioni azionarie.
Dark pool calcolato su un campione di equity quotati a Milano.

Confronto Mercato Pubblico e Privato

Stock mercato privato italiano
euro mld
Portafoglio al costo storico

Tipologia operatori	AUMs 2023	AUMs 2024	Variaz. 2023/24
Operatori domestici	26,0	29,0	11,5%
Operatori internazionali	51,0	56,0	9,8%
Totale AUMs	77,0	85,0	10,4%

Fonte: Euronext e AIFI, il mercato italiano del Private Equity e del Venture Capital 2024 e 2023. Il dato sugli AUMs nel mercato private si riferisce solo a investimenti in equity.

Investimenti

Private Equity	anno	n° operatori che hanno investito	n° deal	n° società target	Investimenti in Private Equity (€ Mld)	Investimenti in Venture Capital (€ Mld)	Investimenti in Infrastruttura (€ Mld)	Totale PE investito (€ Mld)	Multipli Transaction Value /Ebitda (% di deal)			
									3.1 - 6x	6.1 - 9x	9.1 - 12x	>12x
Italia	I sem. 2025	201	370	249	5,215	0,422	1,775	7,412				
	2024	209	732	497	7,814	0,927	6,162	14,903	28%	21%	24%	27%
	2023	193	750	501	6,463	0,762	0,937	8,162				

Fonte: AIFI, il mercato italiano del Private Equity e del Venture Capital 2024 e 2023; Euronext; LIUC Private Equity Monitor 2024 (multipli del mercato Italiano). I dati relativi al n° di operatori attivi nel mercato private italiano per il I semestre 2025 sono stimati pari alla media 2023-24. I dati relativi al n° dei deal e delle società target nel mercato private per il I semestre 2025 sono stimati pari al 50% della media 2023-24. I dati relativi a Early stage corrispondono a quelli relativi al Venture Capital. I dati per gli Assets Under Management si riferiscono al portafoglio al costo. I dati relativi agli investimenti si riferiscono esclusivamente all'equity versato nei deal, e considerano i deal al completamento (closing) e non al signing.

REGOLAMENTAZIONE

PRIVATE EQUITY

- ESG
- IFRS SU BASE VOLONTARIA
- *CORPORATE GOVERNANCE* MENO STRINGENTE

MERCATI REGOLAMENTATI

- ESG
- IFRS
- REGOLE DI *CORPORATE GOVERNANCE*
- REVISORI CONTABILI
- PROSPETTO
- MAR
- TRANSPARENCY

LIQUIDITA' E VALUTAZIONE

PRIVATE EQUITY

- VALUTAZIONE SU STIME / PERIZIE
- STIME NEL DISCRETO
- LIQUIDITÀ RIDOTTA

MERCATI REGOLAMENTATI

- TRASPARENZA DEI PREZZI PRE TRADE E POST TRADE
- SCRUTINIO CONTINUO DA PARTE DEL MERCATO
- VALUTAZIONE MARK-TO-MARKET
- PREZZI NEL CONTINUO
- LIQUIDITÀ
- DISINVESTIMENTO RAPIDO
- PREMIO PER CAMBIO DEL CONTROLLO (NB: RIDOTTO CON VOTO PLURIMO/MAGGIORATO)

Consob: Semplificazioni Normative

➤ BOND

- Iniziative di semplificazione adottate dalla CONSOB a partire dal 2022 → **200 mld rientrati in Italia** su 400 mld quotati su mercati esteri - prevalentemente Irlanda e Lussemburgo.

➤ Equity

- Costo IPO Consob < **3 ‰**

➤ Prospetti (recepimento Listing Act)

- Bond: da dicembre 2024 soglia di esenzione per le offerte di enti creditizi → da 75 mln a **150 mln** (su base annua)
- Equity e non equity: da giugno 2026 soglia di esenzione per l'obbligo di pubblicazione → da 8 mln a **12 mln** (su base annua)

➤ Comunicazioni di **internal dealing**:

- Eliminazione dell'obbligo di comunicazione per gli azionisti rilevanti
- Eliminazione dell'obbligo di comunicazione per i manager per le transazioni complessivamente < 50.000 Euro (in consultazione)

➤ **Sanzioni Tuf**:

- Impegni (già avviati)

Proposte (lavori Tuf):

- Principio di rilevanza: le sanzioni si applicano solo in presenza di violazioni rilevanti
- Settlement: applicazione concordata delle sanzioni amministrative
- Penale: proposta di eliminazione del doppio binario (sanzione amministrativa + sanzione penale) per gli abusi di mercato – T.B.D....

Crypto Asset – CASP

- Consob: 22 istanze di autorizzazione
- MICAR non prevede nulla in tema di revisione contabile dei CASP
- In Italia con il recepimento di MICAR si è scelto di modificare il D.Lgs. 39/2010 ed è stata prevista la revisione rafforzata per i CASP e per gli emittenti crypto-asset comprendendoli fra gli Enti Sottoposti a Regime Intermedio (ESRI)
- Diversamente, negli altri paesi UE per la revisione dei CASP si applica la revisione prevista dalla forma societaria adottata