



**SENATO DELLA REPUBBLICA**

**14<sup>a</sup> Commissione permanente (Politiche dell'Unione europea)**

**Audizione nell'ambito dell'esame del Disegno di Legge n. 1758 recante Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea – Legge di delegazione europea 2014**

**Audizione del Presidente della CONSOB**

**Giuseppe Vegas**

**Roma, 18 marzo 2015**

## Sommario

Premessa.....	2
<b>I. Le disposizioni finanziarie europee contenute nel Disegno di Legge n. 1758 .....</b>	<b>2</b>
<b>I.1. La nuova Direttiva <i>Transparency</i> (Direttiva 2013/50/UE) sugli obblighi di trasparenza delle informazioni riguardanti gli emittenti quotati.....</b>	<b>3</b>
<b>I.2. La Direttiva MIFID 2 (Direttiva 2014/65/UE) e il Regolamento MiFIR (Regolamento n. 600/2014) sui mercati degli strumenti finanziari.....</b>	<b>7</b>
<b>I.3. La nuova Direttiva <i>Audit</i> (Direttiva 2014/56/UE) sulla revisione legale dei conti e il relativo Regolamento sugli enti di interesse pubblico (Regolamento n. 537/2014).....</b>	<b>8</b>
<b>I.4. La Direttiva BRRD (Direttiva 2014/59/UE) sul risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento .....</b>	<b>10</b>
<b>II. Le disposizioni finanziarie europee da inserire nel Disegno di Legge n. 1758 .....</b>	<b>11</b>
<b>II.1. Il Regolamento PRIIPS (Regolamento n. 1286/2014) in materia di prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati .....</b>	<b>11</b>
<b>II.2. La Direttiva MAD 2 (Direttiva 2014/57/UE) e il Regolamento MAR (Regolamento n. 596/2014) in materia di abusi di mercato.....</b>	<b>12</b>
<b>II.3. Il Regolamento CSD (Regolamento n. 909/2014) sul regolamento titoli nell'UE e sui depositari centrali di titoli .....</b>	<b>14</b>
<b>II.4. La Direttiva UCITS 5 (Direttiva 2014/91/UE) in materia di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) .....</b>	<b>15</b>
<b>III. Le disposizioni europee oggetto della Legge di delegazione europea 2013-bis (L. 154/2014) .....</b>	<b>18</b>
<b>III.1. La Direttiva CRD 4 (Direttiva 2013/36/UE) e il Regolamento CRR (Regolamento n. 575/2013) in materia di <i>capital requirements</i> per gli enti creditizi e le imprese di investimento .....</b>	<b>18</b>
<b>III.2. La Direttiva Bilancio (Direttiva 2013/34/UE).....</b>	<b>19</b>
<b>III.3. La Direttiva ADR (Direttiva 2013/11/UE) sulla risoluzione alternativa delle controversie dei consumatori .....</b>	<b>21</b>

## Premessa

La presente audizione verrà articolata in tre parti, riguardanti, rispettivamente: (i) le disposizioni europee di natura finanziaria, i cui criteri di recepimento sono contenuti nel Disegno di Legge n. 1758 in esame; (ii) le ulteriori disposizioni europee, i cui criteri di delega si auspica che vengano inseriti nel Disegno di Legge in esame; (iii) le altre norme attuate a livello europeo già oggetto della Legge di delegazione europea 2013 - secondo semestre (L. 7 ottobre 2014, n. 154, di seguito "Legge di delegazione europea 2013-bis"), il cui iter di recepimento è tuttora in corso di definizione.

*Per ciò che riguarda la prima parte, si tratteranno le seguenti materie: il recepimento della nuova Direttiva Transparency in materia di obblighi di trasparenza delle informazioni sugli emittenti quotati (Direttiva 2013/50/UE); l'attuazione della nuova disciplina su mercati degli strumenti finanziari e servizi e attività di investimento (di cui alla Direttiva 2014/65/UE - cosiddetta "Direttiva MiFID 2" - e del relativo Regolamento UE n. 600/2014 - cosiddetto "Regolamento "MiFIR" -); il recepimento delle nuove norme europee relative alla revisione contabile (Direttiva 2014/56/UE - "Direttiva Audit" - e relativo Regolamento UE n. 537/2014 - "Regolamento Audit"-); ed infine, l'adeguamento dell'ordinamento italiano al regolamento relativo ai compiti specifici della BCE in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi (Regolamento UE n. 1024/2013 - cosiddetto "Regolamento SSM", Single Stability Mechanism), nonché il recepimento delle direttive relative al meccanismo unico di risoluzione delle crisi (Direttiva 2014/59/UE - cosiddetta "Direttiva BRRD", Bank Recovery and Resolution Directive) e ai sistemi di garanzia dei depositi (Direttiva 2014/49/UE - cosiddetta "Direttiva SGD" -).*

*La seconda parte della presente audizione avrà ad oggetto, come detto, le materie da inserire nel Disegno di Legge in esame, ovvero l'adeguamento del nostro ordinamento al regolamento sulle informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (Regolamento UE n. 1286/2014 - cosiddetto "Regolamento PRIIPs", Packaged Retail and Insurance-based Investment Products); l'attuazione delle nuove disposizioni europee in materia di abusi di mercato (Direttiva 2014/57/UE - cosiddetta "Direttiva MAD 2" - e relativo Regolamento UE n. 596/2014 - cosiddetto "Regolamento MAR"); le disposizioni in materia di regolamento delle operazioni in titoli e dei depositari centrali di titoli (Regolamento UE n. 909/2014 - cosiddetto "Regolamento CSD", Central Securities Depositories); il recepimento della Direttiva in materia di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (Direttiva 2014/91 - cosiddetta "Direttiva UCITS 5", Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities).*

*Seguirà, infine, la trattazione delle disposizioni europee già contenute nella Legge di delegazione europea 2013-bis, attualmente all'attenzione del Parlamento. Si fa riferimento, in particolare, alla disciplina in materia di capital requirements per gli enti creditizi e le imprese di investimento (Direttiva 2013/36/UE - cosiddetta "Direttiva CRD 4" - e relativo Regolamento UE n. 575/2013 - cosiddetto "Regolamento CRR" -), in materia di bilanci (Direttiva 2013/34/UE - cosiddetta "Direttiva Contabile o Bilancio" -) e in materia di risoluzione alternativa delle controversie dei consumatori (Direttiva n. 2013/11/UE - cosiddetta "Direttiva ADR"-).*

## **I. Le disposizioni finanziarie europee contenute nel Disegno di Legge n. 1758**

Il Disegno di Legge n. 1758, in esame, intende recepire in Italia numerose disposizioni attuate a livello europeo relative agli obblighi di trasparenza delle informazioni sugli emittenti quotati, ai mercati degli strumenti finanziari e servizi e attività di investimento, alla revisione legale dei conti e al meccanismo unico di risoluzione delle crisi.

## **I.1. La nuova Direttiva *Transparency* (Direttiva 2013/50/UE) sugli obblighi di trasparenza delle informazioni riguardanti gli emittenti quotati**

L'art. 4 del presente DDL n. 1758 ha ad oggetto le modifiche alla Direttiva 2004/109/EC (c.d. "*Transparency*") apportate dalla nuova Direttiva 2013/50/UE, entrata in vigore il 27 novembre 2013, in materia di informazioni sugli emittenti quotati.

Ai fini dell'attuazione della nuova disciplina *Transparency*, i temi più delicati riguardano la pubblicazione delle rendicontazioni trimestrali e le soglie di trasparenza delle partecipazioni azionarie.

### ***I.1.1. Le modifiche in materia di informazione finanziaria periodica***

Una delle principali novità introdotte dalla nuova Direttiva 2013/50/UE è rappresentata dall'eliminazione dell'obbligo di pubblicazione del resoconto intermedio sulla gestione (relazione trimestrale), al fine di ridurre gli oneri amministrativi per gli emittenti quotati (soprattutto piccole e medie società) e di attenuare l'orientamento ai risultati di breve periodo da parte di emittenti e investitori (c.d. *short-termism*), causa di un eccesso di volatilità sui mercati finanziari.

Gli Stati membri possono, tuttavia, imporre agli emittenti di pubblicare informazioni finanziarie periodiche aggiuntive, eventualmente mantenendo fermo l'obbligo di redazione della relazione trimestrale.

*Ad avviso della Commissione Europea, l'abolizione dell'obbligo di pubblicazione della relazione trimestrale non andrebbe a detrimento delle esigenze informative degli investitori (attuali e potenziali), poiché l'informativa contabile sui conti annuali e semestrali e l'informativa pubblicata in applicazione delle Direttive Prospetti e Market Abuse, concernente i fatti e gli eventi più importanti che interessano l'emittente, garantisce una disclosure adeguata per la tutela degli investitori. Pertanto, ferma restando la possibilità di introdurre degli obblighi informativi più severi e fatta salva la disciplina per gli emittenti che sono anche "enti finanziari" (di cui si dirà nel proseguo), gli Stati membri non sono autorizzati ad imporre, nella propria legislazione nazionale, un generale obbligo di pubblicazione delle relazioni finanziarie periodiche con una frequenza maggiore rispetto alle relazioni finanziarie annuali e semestrali.*

*Gli Stati membri possono, tuttavia, imporre agli emittenti di pubblicare informazioni finanziarie periodiche aggiuntive, se tale obbligo non costituisce un onere finanziario consistente e se le informazioni aggiuntive sono proporzionate ai fattori che contribuiscono alle decisioni di investimento.*

*La richiesta di pubblicare "relazioni trimestrali" è quindi subordinata allo svolgimento di un'analisi di impatto che deve opportunamente tenere conto della rilevanza delle informazioni per l'assunzione di decisioni di investimento da parte degli investitori e, soprattutto per gli emittenti di minore dimensione, degli oneri amministrativi correlati. Inoltre, deve essere svolta una valutazione se tali requisiti aggiuntivi possano comportare un'attenzione eccessiva ai risultati e al rendimento a breve termine degli emittenti e incidere negativamente sulle possibilità di accesso dei piccoli e medi emittenti ai mercati regolamentati.*

*Questo approccio, volto a contemperare la necessità di assicurare la trasparenza del mercato con l'obiettivo di ridurre i costi di accesso al mercato dei capitali, non si applica agli enti finanziari (banche e assicurazioni). La Direttiva non pregiudica, infatti, la facoltà degli Stati membri di richiedere la pubblicazione di informazioni finanziarie periodiche aggiuntive agli emittenti che siano enti finanziari, indipendentemente dalla verifica delle condizioni di proporzionalità ai fattori che contribuiscono alle decisioni di investimento e di non eccessiva onerosità.*

Ad avviso della CONSOB, la pubblicazione di un'informativa trimestrale rappresenta uno strumento importante per la tutela degli investitori in quanto fornisce informazioni tempestive e attendibili sui risultati degli emittenti. Tuttavia, vanno operati dei distinguo.

Per gli emittenti di minori dimensioni<sup>1</sup>, la pubblicazione delle relazioni trimestrali potrebbe risultare un onere eccessivo che può determinare un aumento del costo del capitale e incidere negativamente sulle possibilità di accesso al mercato. Inoltre, la pubblicazione di informazioni qualitative su base trimestrale potrebbe non essere proporzionata ai fattori che contribuiscono alle decisioni di investimento assunte dagli investitori. Infine, per tali emittenti, spesso caratterizzati da una bassa capitalizzazione e/o da una ridotta liquidità degli scambi, la riduzione delle informazioni disponibili per gli investitori sarebbe temperata da una riduzione della pressione sui risultati di breve periodo e della volatilità dei corsi azionari.

Per le imprese di maggiori dimensioni, invece, gli oneri amministrativi connessi con la predisposizione delle informazioni su base trimestrale non sembrerebbero particolarmente significativi. Tali emittenti dispongono, infatti, di sistemi di rendicontazione su base mensile/trimestrale con finalità di controllo di gestione che consentono al *management* di avere rapidamente informazioni affidabili sulla base delle quali predisporre le relazioni trimestrali.

*Inoltre, il contenuto delle informazioni finanziarie periodiche aggiuntive richieste dovrebbe essere proporzionato ai fattori che contribuiscono alle decisioni di investimento assunte dagli investitori, quali ad esempio, una descrizione della situazione patrimoniale e dell'andamento economico e un'illustrazione degli eventi rilevanti e delle operazioni che hanno avuto luogo nel periodo di riferimento.*

*Si ritiene, inoltre, che l'imposizione di obblighi di pubblicazione di informazioni periodiche trimestrali agli emittenti di maggiori dimensioni non comporti un'attenzione eccessiva ai risultati e al rendimento a breve termine. Al riguardo, si deve tener conto del fatto che è prassi consolidata, soprattutto da parte degli investitori istituzionali, basare le scelte di investimento su informazioni tempestive e affidabili. In tale contesto, in assenza di un resoconto trimestrale, si correrebbe il rischio di continui interventi da parte della CONSOB volti a ripristinare la parità informativa in caso di rumors sull'andamento economico-patrimoniale degli emittenti nel lungo arco temporale tra la pubblicazione della rendicontazione semestrale (agosto) e la pubblicazione del bilancio (aprile).*

Infine, per le società finanziarie, poiché l'elaborazione di informazioni con periodicità trimestrale è richiesta anche in virtù di specifiche norme settoriali, la pubblicazione delle relazioni trimestrali non dovrebbe comportare rilevanti oneri amministrativi aggiuntivi.

In definitiva, si ritiene opportuno recepire la Direttiva *Transparency* attribuendo alla CONSOB il potere regolamentare di disciplinare gli obblighi di redazione della relazione trimestrale<sup>2</sup> secondo le reali esigenze informative del mercato. Nell'esercizio di tale potere la CONSOB dovrà valutare la rilevanza per le decisioni di investimento delle informazioni trimestrali, in funzione delle diverse tipologie di emittenti (*imprese di maggiori dimensioni*,

---

<sup>1</sup> Ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. w-quater.1) - inserito del D.L. n. 91 del 24.6.2014, convertito con modificazioni dalla L. n. 116 dell'11.8.2014 -, che contiene la definizione di "PMI": «*le piccole e medie imprese, emittenti azioni quotate, che abbiano, in base al bilancio approvato relativo all'ultimo esercizio, anche anteriore all'ammissione alla negoziazione delle proprie azioni, un fatturato fino a 300 milioni di euro, ovvero una capitalizzazione media di mercato nell'ultimo anno solare inferiore ai 500 milioni di euro. Non si considerano PMI gli emittenti azioni quotate che abbiano superato entrambi i predetti limiti per tre esercizi, ovvero tre anni solari, consecutivi.*».

<sup>2</sup> Attualmente previste dall'art. 154-ter, comma 5, TUF, e art. 82 Reg. Em.

piccole e medie imprese<sup>3</sup> e società finanziarie), tenuto conto del fatto che oneri eccessivamente gravosi potrebbero andare a detrimento della competitività e dell'attrattività del mercato italiano.

### ***1.1.2. Le modifiche in materia di soglia minima per la notifica delle partecipazioni rilevanti***

La Direttiva 2013/50/UE contiene, come detto, anche una serie di disposizioni atte a modificare il regime della comunicazione delle partecipazioni rilevanti. L'obiettivo delle nuove disposizioni è quello di favorire una maggiore armonizzazione degli obblighi di trasparenza sulle partecipazioni rilevanti e di estenderne l'ambito applicativo a tutti i derivati aventi come sottostante azioni quotate<sup>4</sup>.

*A tal fine, la Direttiva ha previsto l'obbligo di trasparenza per le partecipazioni in strumenti finanziari equivalenti alle azioni sia cash sia physically settled<sup>5</sup>, stabilendo i conseguenti criteri di aggregazione, ed ha armonizzato altresì il regime delle esenzioni<sup>6</sup>.*

Le modifiche alla Direttiva *Transparency* prevedono obblighi di *disclosure* nel caso in cui la partecipazione detenuta (direttamente o indirettamente), nella nuova accezione che include i derivati, superi, raggiunga ovvero discenda al di sotto di talune soglie, a partire dal 5%.

*L'intervento di modifica muove dal rilievo che un regime pienamente armonizzato per la notifica delle partecipazioni rilevanti dovrebbe aumentare la certezza del diritto, migliorare la trasparenza e ridurre gli oneri amministrativi per gli investitori transfrontalieri<sup>7</sup>.*

*La Direttiva prevede che lo Stato membro d'origine non possa assoggettare un possessore di azioni, o una persona fisica o giuridica, ad obblighi più severi di quelli ivi previsti, salvo che (i) definisca soglie di notifica inferiori o aggiuntive rispetto a quelle contemplate; (ii) imponga obblighi più severi rispetto al contenuto informativo della notifica; o (iii) applichi disposizioni legislative, regolamentari e amministrative adottate in riferimento alle OPA, alle operazioni di fusione che incidono sulla proprietà o sul controllo di un'impresa, che sono soggette alla vigilanza delle autorità designate dagli Stati membri in conformità alla direttiva 2004/25/CE.*

Il recepimento delle modifiche alla Direttiva *Transparency* può essere l'occasione per rivedere l'entità della soglia di *disclosure*, attualmente fissata nel nostro ordinamento al 2% (salvo alcune rilevanti deroghe) e che rappresenta un'eccezione nell'ambito del panorama europeo (se si esclude il Portogallo)<sup>8</sup>, in cui tutti i gli altri principali Paesi hanno soglie minime comprese tra il 3% e il 5%.

---

<sup>3</sup> Così come definite dall'art. 1, comma 1, lett. w-*quater* del TUF.

<sup>4</sup> Con riguardo a (i) azioni che conferiscono diritti di voto di un emittente quotato; (ii) strumenti finanziari che, alla scadenza, conferiscono al possessore, in virtù di un accordo formale, il diritto incondizionato ad acquisire azioni, già emesse, che incorporano diritti di voto di un emittente quotato e strumenti finanziari collegati alle azioni che hanno un effetto economico simile, con regolamento fisico o in denaro; (iii) l'aggregazione tra diritti di voto relativi alle azioni ed ai diritti di voto *sub (i)* e i diritti di voto *sub (ii)*.

<sup>5</sup> Art. 1, punti 9-10.

<sup>6</sup> *Market making, trading book* e operazioni di stabilizzazione.

<sup>7</sup> Cfr. *Considerando* n. 12.

<sup>8</sup> Regno Unito: 3%; Germania: 3%; Spagna: 3%; Olanda: 3%; Portogallo: 2%; Repubblica Ceca: 3%; Irlanda: 3%; Italia: 2%; Francia: 5%; Lussemburgo: 5%, Austria: 4%.

*La normativa italiana attualmente vigente prevede rilevanti deroghe con riferimento ai seguenti casi: (i) talune tipologie di soggetti dichiaranti (le società di gestione e i soggetti abilitati possono comunicare talune tipologie di partecipazioni gestite alla soglia minima del 5%<sup>9</sup>); (ii) nel caso in cui l'emittente sia una "PMI" (in tal caso è prevista la soglia minima del 5%<sup>10</sup>); (iii) per le variazioni dell'ammontare delle partecipazioni di natura "passiva", non conseguenti cioè ad un atto di volontà del soggetto dichiarante<sup>11</sup>.*

Al riguardo, si possono prospettare, oltre al mantenimento della soglia attuale, due strade: (i) il possibile allineamento della soglia minima a quella di alcuni dei principali Paesi Europei (3%) oppure (ii) l'innalzamento della suddetta soglia al livello minimo stabilito dalla Direttiva (5%).

La scelta del 3% consentirebbe di allinearsi alla maggioranza dei principali Paesi, con l'eccezione della Francia che già prevede la soglia minima del 5%. Si consideri, tuttavia, che, nell'ambito del recepimento della nuova Direttiva *Transparency* anche questi Paesi potrebbero operare scelte differenti con riferimento alla soglia minima di trasparenza, ad esempio elevandola al 5%.

Elevando la soglia al 5%, si potrebbe conseguire una riduzione degli oneri amministrativi per gli azionisti rilevanti con effetti positivi in termini di maggiore attrattività del nostro mercato azionario. Tali effetti positivi potrebbero riscontrarsi con riferimento soprattutto agli investitori istituzionali, i quali tendono, compatibilmente con le proprie politiche di investimento, a collocarsi lievemente al di sotto del livello di emersione richiesto dalla disciplina sulla trasparenza degli assetti proprietari. Il posizionamento sotto la soglia rilevante è giustificabile alla luce della necessità di non svelare le proprie strategie di gestione, poiché comportamenti imitativi del mercato ne vanificherebbero l'efficacia.

Tale scelta avrebbe, inoltre, il pregio di rendere il sistema di trasparenza omogeneo rispetto sia a tutti gli emittenti quotati - senza differenziazioni tra PMI (per cui la soglia è già fissata al 5%<sup>12</sup>) e altre imprese - sia in relazione a tutte le tipologie di soggetti dichiaranti<sup>13</sup>.

*L'eventuale effetto di minore trasparenza derivante dall'applicazione della soglia minima al 5% per le partecipazioni formate da azioni potrebbe risultare controbilanciato dall'obbligo previsto nella stessa Direttiva *Transparency* di introdurre la soglia minima del 5% anche a livello di aggregazione tra tutti gli strumenti finanziari posseduti (azioni e strumenti finanziari sia cash sia physically settled); in altri termini, ciò comporterebbe l'abbassamento della soglia dell'obbligo di comunicazione per la "posizione lunga complessiva"<sup>14</sup> dall'attuale 10% al 5%.*

Tuttavia, non si può escludere che il passaggio ad una soglia più elevata possa costituire un rischio in termini di riduzione del livello di trasparenza, soprattutto nelle società a maggiore capitalizzazione. Infatti, in queste società, partecipazioni inferiori al 5% possono essere rilevanti ai fini degli assetti di *governance*.

---

<sup>9</sup> Ai sensi dell'art. 119-*bis* del Regolamento Emittenti.

<sup>10</sup> Ai sensi dell'art. 120, comma 2, parte 2°, TUF.

<sup>11</sup> Come si possono verificare nelle ipotesi di modifiche del numero complessivo dei diritti di voto a causa del voto maggiorato, ovvero per talune operazioni sul capitale; cfr. art. 117, comma 2, del Reg. Em., come da ultimo modificato con delibera n. 19084 del 19 dicembre 2014

<sup>12</sup> Ai sensi dell'art. 120, comma 2, ultimo periodo del TUF.

<sup>13</sup> Si rammenta che, ai sensi dell'art. 119-*ter* del Regolamento Emittenti, le società di gestione e i soggetti abilitati possono comunicare talune tipologie di partecipazioni gestite alla soglia minima del 5%.

<sup>14</sup> Così come definita dall'art. 116-*terdecies*, comma 1, lett. d3), de Reg. Em.

Tutto ciò considerato, si ritiene, in ogni caso, che l'ordinamento italiano vada eventualmente modificato anche in base alle scelte che saranno effettuare da parte degli altri Stati membri, al fine di evitare fenomeni di concorrenza tra ordinamenti e "shopping" normativo.

## **I.2. La Direttiva MIFID 2 (Direttiva 2014/65/UE) e il Regolamento MiFIR (Regolamento n. 600/2014) sui mercati degli strumenti finanziari**

Le disposizioni contenute nell'art. 7 del Disegno di Legge in esame sono volte a dare attuazione nel nostro ordinamento alla cosiddetta Direttiva MiFID 2 (Direttiva 2014/65/UE), anche ai fini dell'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni contenute nel Regolamento MiFIR (Regolamento UE n. 600/2014), quest'ultimo direttamente applicabile.

Sul fronte del rafforzamento dei presidi di vigilanza, la nuova disciplina MiFID prevede di attribuire alle Autorità di vigilanza specifici poteri cosiddetti di *product intervention*, atti a proibire o limitare la diffusione di prodotti finanziari e attività commerciali dannosi (i) per la tutela degli investitori, (ii) per l'ordinato funzionamento e l'integrità dei mercati, (iii) per la stabilità dell'intero sistema finanziario o di una sua parte.

A tale proposito, il comma 1, lett. c), del Disegno di Legge in esame attribuisce alla Banca d'Italia e alla CONSOB, in relazione alle rispettive competenze, i poteri di vigilanza e di indagine previsti dalla nuova disciplina MiFID, avuto riguardo all'esigenza di semplificare, ove possibile, gli oneri per i soggetti vigilati.

Relativamente alla questione di riparto delle competenze con la Banca d'Italia, si ritiene che l'esercizio dei poteri di *product intervention* in relazione agli strumenti finanziari e ai depositi strutturati debba essere di esclusiva competenza CONSOB nel caso in cui l'intervento di vigilanza concerna la tutela dell'investitore e in quello in cui il medesimo sia preordinato ad assicurare l'ordinato funzionamento e l'integrità dei mercati finanziari o dei mercati delle merci.

Tale approccio è coerente con il criterio di ripartizione per finalità delle competenze di vigilanza fra CONSOB e Banca d'Italia. Segnatamente, in tale logica, l'intervento di vigilanza, a prescindere dallo strumento finanziario (strumento finanziario e/o deposito strutturato) sul quale lo stesso va ad incidere, deve ritenersi di esclusiva competenza della CONSOB qualora concerna la tutela dell'investitore ("*significant investor protection concern*") ovvero l'ordinato funzionamento e l'integrità dei mercati finanziari o dei mercati delle merci ("*functioning and integrity of financial markets or commodity markets*"). Più in generale, la CONSOB ritiene che i poteri di *product intervention* abbiano come finalità principale la tutela dell'investitore e la salvaguardia dell'integrità dei mercati, piuttosto che di assicurare la stabilità degli intermediari.

Il recepimento della nuova MiFID dovrebbe costituire l'occasione anche per l'introduzione di un criterio che deleghi il Governo ad esercitare la facoltà, prevista dall'art. 39 della Mifid 2, di prescrivere "(...) che le imprese di paesi terzi che intendono prestare servizi di investimento o esercitare attività di investimento con o senza servizi accessori a clienti al dettaglio o a clienti professionali (...) sul proprio territorio stabiliscano una succursale nello Stato membro in questione."

Tale obbligo si giustifica al fine di innalzare il livello di tutela degli investitori, poiché la presenza della succursale sul territorio dello Stato agevola lo svolgimento dei controlli da parte della CONSOB, nonché i contatti dell'investitore con l'intermediario che presta il servizio di investimento.

### **I.3. La nuova Direttiva *Audit* (Direttiva 2014/56/UE) sulla revisione legale dei conti e il relativo Regolamento sugli enti di interesse pubblico (Regolamento n. 537/2014)**

L'allegato B di cui all'art. 1, comma 1, del DDL 1758 prevede l'attuazione della Direttiva cosiddetta *Audit* (Direttiva 2014/56/UE) e l'adeguamento del nostro ordinamento al Regolamento UE n. 537/2014, relativo alla disciplina speciale per la revisione legale degli enti di interesse pubblico ("EIP").

*La riforma prevede un generale rafforzamento a livello europeo delle regole che disciplinano lo svolgimento dell'attività di revisione, sia dal punto di vista dei principi tecnici sia dei principi di indipendenza, e dell'attività di vigilanza da parte delle autorità competenti, le quali avranno maggiori poteri per svolgere i propri compiti e maggiore indipendenza dalla professione. La riforma rappresenta un deciso passo avanti nell'armonizzazione della materia in Europa, rispetto ai risultati già raggiunti con la precedente Direttiva 2006/43/CE, tenuto conto dell'utilizzo dello strumento regolamentare e dell'adozione di una Direttiva che si presenta più dettagliata della precedente.*

Dal punto di vista dell'impatto a livello nazionale, si rileva che diversi aspetti sono già trattati dalla legislazione nazionale con regole più stringenti di quanto non avvenga attualmente in altri Stati membri<sup>15</sup>.

In ogni caso, per quanto attiene alle scelte da operarsi comunque a livello nazionale, in occasione dell'esercizio delle numerose opzioni previste dalla Direttiva e dal Regolamento *Audit*, vi sono alcune questioni che meritano un'attenta riflessione, quali, in particolare, (i) la definizione di enti di interesse pubblico, (ii) la rivisitazione della disciplina dell'*audit committee* e (iii) l'indipendenza dei revisori.

Su tali aspetti è necessario operare scelte armonizzate con gli altri Paesi europei.

**(i) Definizione di enti di interesse pubblico.** *Riguardo alla definizione degli enti di interesse pubblico (EIP), gli Stati membri possono ampliare l'ambito degli EIP individuati dalla Direttiva (emittenti valori mobiliari sui mercati regolamentati degli Stati membri, banche e assicurazioni), assegnando tale qualifica ad enti che presentano un interesse pubblico significativo per via della natura della loro attività, delle loro dimensioni o del numero dei dipendenti.*

*Peraltro, a livello nazionale, il D.Lgs. n. 39/2010, emanato in attuazione della precedente Direttiva 2006/43/CE, già contiene all'art. 16 una definizione di enti di interesse pubblico, che prevede, oltre ai soggetti indicati dalla Direttiva, altri soggetti<sup>16</sup>, i cui revisori legali sono sottoposti ad una particolare disciplina (vigilanza*

---

<sup>15</sup> Ci si riferisce alle regole in materia di indipendenza dei revisori degli EIP, e in particolare alla previsione di divieti nella prestazione dei *non-audit services* e alla rotazione obbligatoria, nonché all'indipendenza dei sistemi di vigilanza dalla professione e alla loro attribuzione di poteri, nonché al disegno di un sistema sanzionatorio.

<sup>16</sup> L'art. 16 ricomprende anche i seguenti soggetti: (i) le società che hanno fatto richiesta di ammissione alla negoziazione di valori mobiliari, (ii) le società emittenti strumenti finanziari diffusi, (iii) le società di gestione dei mercati regolamentati, (iv) le società che gestiscono i sistemi di compensazione e garanzia, (v) le società di gestione accentrata di strumenti finanziari, (vi) le società di intermediazione mobiliare,

della CONSOB, speciali regole di indipendenza e di trasparenza e istituzione del comitato per il controllo interno e la revisione contabile). L'art. 16 attribuisce altresì alla CONSOB, d'intesa con Banca d'Italia e IVASS, il potere di individuare in via regolamentare ulteriori categorie di EIP nell'ambito dei gruppi facenti capo ad EIP.

Sul punto si fa presente che anche la Direttiva 2013/34/UE in tema di "accounting" (cosiddetta "Direttiva Contabile o Bilancio", oggetto di trattazione nella terza parte della presente audizione), da attuare entro luglio 2015, contiene la stessa definizione di EIP, con l'opzione per gli Stati membri di ampliarne l'ambito. A livello europeo si è, infatti, inteso mantenere una coerenza nella definizione di EIP contenuta nelle Direttive. Si ritiene, dunque, che medesima coerenza dovrebbe essere realizzata anche a livello nazionale, introducendo un'unica definizione di EIP, rilevante sia ai fini "accounting" sia ai fini della revisione legale.

**(ii) Comitato per il controllo interno e la revisione contabile (audit committee).** Ai sensi della nuova Direttiva Audit, gli EIP devono disporre di un comitato per il controllo interno e la revisione contabile (l'"audit committee").

E' lasciato agli Stati membri il potere di stabilire la composizione del Comitato e le possibili deroghe all'obbligo della sua costituzione per determinati EIP. Inoltre, ai sensi del Regolamento Audit, i revisori degli EIP devono presentare al comitato audit un'apposita relazione che tratta del lavoro svolto, delle difficoltà incontrate e delle questioni significative emerse: gli Stati membri possono decidere in merito alla divulgazione di tale relazione e all'ampliamento dei suoi contenuti.

La normativa nazionale che, all'art. 19 del D.Lgs. n. 39/2010, di recepimento della precedente Direttiva Audit, già prevede il comitato controllo interno, dovrà essere rivista alla luce delle nuove regole, tenuto conto dei nuovi compiti più articolati e complessi.

**(iii) Indipendenza dei revisori degli EIP.** Ai sensi del Regolamento Audit gli Stati membri possono esercitare diverse opzioni in relazione alle regole in materia di indipendenza dei revisori degli EIP, in particolare in materia di divieti nella prestazione dei non-audit services e di disciplina della rotazione obbligatoria, essendo la nuova disciplina europea il frutto di una complessa operazione di compromesso tra i vari Paesi.

Più in particolare, per quanto riguarda la lista dei servizi proibiti, è prevista la possibilità per gli Stati membri di ampliare tale lista, nonché di avere un margine di flessibilità nel consentire, a determinate condizioni, la prestazione di alcuni servizi particolarmente delicati altrimenti vietati (quali alcuni servizi fiscali e di valutazione). Infine, è altresì possibile emanare norme più rigorose per definire le condizioni alle quali i servizi consentiti possono essere forniti.

Per quanto riguarda, invece, la rotazione obbligatoria, il Regolamento stabilisce quanto segue:

- la durata minima del mandato di revisione è pari ad un anno e la durata massima è pari a dieci anni<sup>17</sup>, con possibilità per gli Stati membri di stabilire una durata minima più lunga di un anno e una durata massima inferiore ai dieci anni;
- in deroga a quanto sopra, gli Stati membri possono stabilire che, al termine del periodo massimo, l'incarico possa essere nuovamente conferito per un altro periodo massimo di dieci anni, ove sia effettuata una nuova gara per il suo conferimento, o per un altro periodo massimo di quattordici anni, ove sia conferito un incarico in "joint audit".

---

(vii) le società di gestione del risparmio (SGR), (viii) le SICAV, (ix) gli istituti di pagamento, (x) gli istituti di moneta elettronica, e (xi) gli intermediari finanziari di cui all'articolo 107 del TUB.

<sup>17</sup> Si rammenta che in base al D.Lgs. 39/2010 le società di revisione degli EIP hanno un mandato unico di durata massima pari a nove anni.

#### **1.4. La Direttiva BRRD (Direttiva 2014/59/UE) sul risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento**

L'art. 6 del Disegno di Legge in esame contiene i principi e i criteri direttivi per il recepimento della Direttiva 2014/59/UE in materia risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento.

*La normativa in oggetto è parte del pacchetto della Banking Union. L'obiettivo della normativa è quello di stabilire un quadro uniforme per la prevenzione e la gestione delle crisi bancarie (risanamento e liquidazione degli enti in crisi) e delle imprese di investimento che rientrano nel perimetro di consolidamento. Per raggiungere l'obiettivo, si prevede la nomina di un'autorità preposta a livello nazionale, che sia debitamente separata (separazione funzionale) rispetto all'autorità (o al dipartimento dell'autorità) preposta alla vigilanza sull'ente. Si prevede, altresì, l'istituzione di un'autorità europea con competenze specifiche sugli enti rientranti nell'ambito delle competenze del sistema unico di vigilanza bancaria.*

*Gli enti sono tenuti a redigere piani di risanamento (da aggiornare annualmente o a seguito di ogni modifica rilevante nella sua struttura o attività) che stabiliscono modalità e misure che consentano di intervenire in fase precoce per ripristinarne la situazione finanziaria nel caso di significativo deterioramento della stessa. I gruppi dovranno elaborare piani sia a livello di gruppo sia per i singoli enti facenti parte del gruppo. I piani di risanamento comprendono le condizioni e procedure atte a garantire la tempestività delle azioni di risanamento, così come una vasta gamma di azioni di risanamento, e contemplano una serie di scenari di grave stress macroeconomico e finanziario, comprendenti eventi di natura sistemica e stress specifici per singole persone giuridiche e per gruppi.*

*Le autorità di vigilanza valuteranno l'adeguatezza dei piani di risanamento, li approveranno e li presenteranno all'autorità di risoluzione, che a sua volta potrà formulare raccomandazioni in merito all'autorità competente. L'autorità competente, se ritiene che il piano presenti carenze sostanziali o la sua attuazione è soggetta ad impedimenti, può chiedere all'ente o alla capogruppo di presentare un piano modificato.*

*Il piano di risanamento di un gruppo sarà valutato dall'autorità di vigilanza su base consolidata, insieme alle autorità competenti delle filiazioni e previa consultazione delle autorità competenti ex art. 116 della Direttiva 2013/36/UE (Direttiva CRD 4) e delle autorità competenti delle succursali significative per quanto di pertinenza della succursale in questione. In assenza di una decisione congiunta, l'autorità di vigilanza su base consolidata adotta la propria decisione dopo aver tenuto conto delle opinioni e riserve espresse dalle altre autorità competenti.*

*L'autorità di risoluzione competente deve a sua volta preparare per ciascun ente un piano di risoluzione che preveda le azioni di risoluzione che l'autorità può attuare qualora l'ente rientri nelle condizioni per la risoluzione, tenendo conto degli scenari pertinenti. Il piano di risoluzione deve essere rivisto annualmente e aggiornato laddove necessario.*

*I piani di risoluzione di gruppo devono prevedere sia la risoluzione a livello dell'impresa madre sia la risoluzione e lo scorporo delle filiazioni.*

*Qualora ricorrano le condizioni, le autorità competenti possono utilizzare i seguenti strumenti di risoluzione delle crisi: (i) vendita dell'attività d'impresa; (ii) "ente-ponte"; (iii) separazione delle attività; (iv) bail-in.*

*Gli strumenti di risoluzione possono essere applicati singolarmente o in combinazione, tranne la separazione delle attività - che deve essere utilizzato solo congiuntamente a un altro strumento di risoluzione - e coerentemente con il quadro degli aiuti di Stato dell'Unione, laddove questo sia applicabile.*

*Sono previsti, per i casi più gravi, informazioni e iniziative anche da parte delle autorità "politiche" (Ministero competente) e dei parlamenti nazionali.*

I criteri di delega previsti nel Disegno di Legge stabiliscono che possano essere apportate al TUB e al TUF le necessarie modifiche per consentire l'attuazione della normativa europea richiamata. Tuttavia, è stato inserito un apposito criterio di delega che consente di ridefinire interamente la normativa sulla gestione delle crisi contenuta nel TUF nei confronti

di qualsiasi intermediario (presumibilmente imprese di investimento e società di gestione del risparmio).

In proposito, è necessario modificare i criteri di delega contenuti nel Disegno di Legge, al fine di salvaguardare il ruolo della Consob nei processi di risanamento e risoluzione delle crisi con riferimento alle imprese di investimento, seguendo l'impostazione attualmente contenuta nel TUF, laddove si prevede che la Consob possa proporre al Ministero dell'Economia e delle Finanze l'adozione di provvedimenti di amministrazione straordinaria o liquidazione coatta amministrativa nell'ambito delle materie di propria competenza.

## **II. Le disposizioni finanziarie europee da inserire nel Disegno di Legge n. 1758**

La seconda parte della presente audizione, come detto, ha ad oggetto ulteriori disposizioni comunitarie di interesse per l'Istituto, per le quali sarebbe opportuno l'inserimento di criteri di delega nella Legge di delegazione comunitaria 2014. Come già anticipato, ci si riferisce, in particolare, alla disciplina in materia prodotti d'investimento e assicurativi preassemblati al dettaglio (*packaged retail and insurance-based investment products* - PRIIPS), alla nuova disciplina in materia di abusi di mercato, alle disposizioni in materia di regolamento delle operazioni in titoli e dei depositari centrali di titoli e in materia di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari.

### **II.1. Il Regolamento PRIIPS (Regolamento n. 1286/2014) in materia di prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati**

Per quanto riguarda i PRIIPS, si rammenta che, pur avendo il Regolamento UE n. 1286/2014 diretta efficacia negli Stati membri a partire dal 31 dicembre 2016, risultano comunque necessari alcuni importanti interventi di adeguamento della normativa nazionale.

Sul punto, la CONSOB ritiene che tali interventi, in materia di poteri di vigilanza e regolamentari, debbano riflettere i criteri in materia di ripartizione delle competenze di vigilanza, in obbedienza al principio delle finalità dei controlli, coerentemente a quanto già affermato dal legislatore nazionale che all'art. 25 *bis* del TUF attribuisce alla Consob i poteri, anche regolamentari, in ordine all'offerta e alla distribuzione dei prodotti assicurativi vita dei rami III e V (rispettivamente prodotti *unit linked* e *index linked* e prodotti di capitalizzazione). Gli interventi più importanti attengono, infatti, proprio all'individuazione delle Autorità competenti e all'introduzione di nuovi poteri in capo alle medesime, inclusi quelli di *product intervention*, con particolare riguardo ai prodotti di investimento assicurativi<sup>18</sup>. Altri interventi concernono la previsione di sanzioni e la notifica *ex ante* del documento contenente le informazioni chiave (cosiddetto KID) dall'ideatore di PRIIP o dalla persona che vende un PRIIP all'autorità competente per i PRIIP commercializzati in quello Stato membro.

---

<sup>18</sup> Come noto, il Regolamento introduce con riguardo ai prodotti di investimento assicurativo poteri di *product intervention* analoghi a quelli previsti nel MiFIR in relazione agli strumenti finanziari e ai depositi strutturati.

La CONSOB ritiene che sarebbe opportuno: (i) allineare la nozione di “prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione”, contenuta nel TUF<sup>19</sup>, a quella di “prodotti di investimento assicurativo”, contenuta nel Regolamento PRIIPS (n. 1286/2014) e nella Direttiva MiFID 2 (Direttiva 2014/65/UE). Ciò consentirebbe, infatti, di estendere l’ambito di applicazione oggettivo dei poteri di vigilanza CONSOB includendovi anche i cd. prodotti multiramo e taluni prodotti del ramo I; (ii) introdurre regole uniformi per tutti i canali distributivi di tali prodotti assicurativi.

Per ciò che concerne i poteri di *product intervention* in materia di PRIIPS, dovrebbe essere replicato il medesimo schema proposto nel recepimento della Direttiva MiFID 2 (Direttiva 2014/65/UE) con riguardo ai rapporti CONSOB–Banca d’Italia, per effetto del quale i poteri di *product intervention* farebbero capo alla CONSOB nel caso in cui l’intervento riguardi la tutela dell’investitore ovvero l’ordinato funzionamento e l’integrità dei mercati.

Per ciò che riguarda la notifica *ex ante* del KID, si rammenta che ai sensi dell’art. 5, paragrafo 2, del Regolamento «*Qualsiasi Stato membro può esigere che il documento contenente le informazioni chiave sia notificato ex ante dall’ideatore di PRIIP o dalla persona che vende un PRIIP all’autorità competente per i PRIIP commercializzati in quello Stato membro*».

L’opzione contenuta nell’art. 5, paragrafo 2, del Regolamento dovrebbe essere esercitata nel senso di prevedere la notifica del KID all’Autorità competente prima che lo stesso venga messo a disposizione degli investitori. L’Autorità sarebbe dunque in condizioni di poter esercitare una vigilanza *ex ante* su tale documento, anche nella prospettiva di un tempestivo esercizio dei poteri di intervento contemplati dal Regolamento stesso.

Per ciò che riguarda, infine, i poteri sanzionatori, il Regolamento contiene, agli artt. 22 e ss., la previsione di specifiche sanzioni per la violazione del Regolamento medesimo. Al riguardo, è necessario un criterio di delega che rifletta la stessa impostazione da adottare per il recepimento della MiFID, ossia basato sull’individuazione di una chiara definizione del riparto delle competenze fra la CONSOB e le altre Autorità di settore, secondo il principio della finalità delle competenze.

## **II.2. La Direttiva MAD 2 (Direttiva 2014/57/UE) e il Regolamento MAR (Regolamento n. 596/2014) in materia di abusi di mercato**

### ***II.2.1. Individuazione delle fattispecie penalmente punibili ed eventuale abbandono del “doppio binario sanzionatorio”***

Il Regolamento UE n. 596/2014 (cosiddetto “MAR”), al fine di far convergere i diversi sistemi sanzionatori nazionali<sup>20</sup>, individua analiticamente le fattispecie suscettibili di integrare un abuso di mercato, cui consegue l’applicazione di una sanzione amministrativa. Il

---

<sup>19</sup> Contenuta nell’art. 1, comma 1, lett. w–bis, del TUF.

<sup>20</sup> Come evidenziato in capillari lavori del CESR -09-1120 del 6 aprile 2010 e 08-099 del febbraio 2008- esistono importanti differenze tra i sistemi sanzionatori dei Paesi membri e in alcuni ordinamenti non è stata introdotta alcuna sanzione o misura di tipo amministrativo, nonostante un regime sanzionatorio amministrativo fosse già richiesto dalla Direttiva 2003/6/CE.

medesimo Regolamento individua, con un sufficiente grado di dettaglio, la tipologia delle sanzioni pecuniarie applicabili, determinandone anche il *quantum*.

La nuova Direttiva 2014/57/UE (cosiddetta “MAD 2”), in funzione strumentale e complementare rispetto al Regolamento ed in una ottica di rafforzamento delle misure volte a garantire l’attuazione efficace della politica dell’Unione, per la prima volta impone agli Stati membri l’adozione di sanzioni penali per le condotte che integrano un abuso di mercato qualificate come “*gravi*”<sup>21</sup>.

Dalla disciplina in esame sembrerebbe doversi far discendere il principio generale in forza del quale gli Stati membri dovranno tenere fermo un impianto sanzionatorio di natura amministrativa (come ora puntualmente indicato dalle innovative ed analitiche disposizioni di MAR). Rispetto a tale impianto, gli Stati membri potranno, per le condotte gravi, aggiungere sanzioni penali ovvero optare esclusivamente per dette sanzioni penali<sup>22</sup>.

La previsione di un doppio regime sanzionatorio (amministrativo e penale) per gli stessi fatti, potrebbe risultare non compatibile con i principi dettati dalla Corte Europea dei Diritti dell’Uomo (EDU) in tema di *ne bis in idem*<sup>23</sup>.

Anche nell’ipotesi di mantenimento di un doppio regime sanzionatorio, in fase di recepimento della disciplina in esame, gli elementi costitutivi delle fattispecie di reato (i casi “*gravi*” di cui è menzione nella direttiva) dovrebbero essere puntualmente delineati, anche al fine di: (i) pervenire ad una chiara ed univoca distinzione tra dette fattispecie criminose e quelle (meno gravi) integranti illecito amministrativo; (ii) evitare situazioni di incertezza e/o di contrasto nella interpretazione delle norme ad opera della Autorità amministrativa e giudiziaria; (iii) limitare il rischio di una sovrapposizione tra procedimenti (amministrativo e giudiziario).

Conseguentemente, si ritiene necessario integrare il Disegno di Legge in esame con opportuni criteri di delega nel Disegno di Legge in esame, al fine di operare una chiara e univoca distinzione tra le fattispecie di abuso di mercato da punire in via amministrativa e le

---

<sup>21</sup> Essa dovrà essere recepita negli ordinamenti nazionali, entro il 3 luglio 2016, data di entrata in vigore delle disposizioni del Regolamento MAR.

<sup>22</sup> Tale impostazione sembrerebbe trovare conferma dalla discussione tenutasi nel corso dell’incontro EGESC del 15 gennaio u.s., da cui è apparso emergere che la possibilità per gli Stati membri di applicare esclusivamente sanzioni penali (per fattispecie di abusi di mercato disciplinate anche dal MAR e, dunque, punibili in via amministrativa ai sensi di esso MAR) è contemplata (cfr., considerando 22 di MAD2; considerando 72 e art. 30 di MAR) quale eccezione al principio generale, che impone la previsione di uniformi sanzioni amministrative, da applicarsi dalle “*competent Authorities*” per omogenee fattispecie di illecito.

<sup>23</sup> Peraltro, sull’effettivo impatto della pronunzia della Corte EDU sull’attuale impianto sanzionatorio vigente in Italia sarà presto chiamata a pronunziarsi la Corte costituzionale, per effetto di due “ordinanze di rimessione” emanate dalla Corte di cassazione, in sede penale (quinta sezione, ordinanza n. 1782/15 del 15 gennaio 2015; imputato, *Chiaron Casoni*; la fattispecie afferisce ad un procedimento penale in corso per un fatto di *insider trading* in relazione al quale è già passata in giudicato la sanzione amministrativa irrogata dalla CONSOB) e in sede civile (quinta sezione tributaria, ordinanza n. 950/15 del 21 gennaio 2015, *Garlsson Real Estate SA e altri c/ CONSOB*; la fattispecie è diametralmente inversa, con la pendenza del giudizio di impugnazione della sanzione amministrativa irrogata dalla CONSOB per una condotta di manipolazione del mercato in relazione alla quale il processo penale si è definitivamente chiuso con il patteggiamento).

fattispecie - gravi e commesse con dolo - che invece integrano ipotesi di reato eventualmente punibili esclusivamente con una sanzione penale.

*Tale distinzione consentirebbe di superare i rilievi espressi dalla Corte EDU con la nota sentenza del 4 marzo 2014, avente ad oggetto l'applicazione del principio di ne bis in idem sostanziale (e coerentemente con quanto espressamente previsto dal Considerando n. 23 della medesima Direttiva).*

*Peraltro, si consideri che non è certo da escludersi che l'attuale sistema sanzionatorio "a doppio binario", - come si è detto attualmente oggetto di rimessione alla Corte Costituzionale - possa superare il vaglio di legittimità costituzionale, tenuto conto della divergente interpretazione che del principio del ne bis in idem viene fornita rispettivamente dalla Corte di Giustizia UE e dalla Corte EDU.*

## **II.2.2. Introduzione dell'istituto del "whistleblowing"**

Al fine dell'adeguamento del nostro ordinamento al Regolamento MAR, si segnala, in particolare, che lo stesso sancisce l'introduzione, per la materia degli abusi di mercato, dell'istituto dei segnalatori, il cosiddetto "whistleblowing". Agli Stati spetterà valutare se prevedere, o meno, lo strumento degli incentivi finanziari.

*L'istituto del whistleblowing (già sperimentato dalla Securities and Exchange Commission statunitense) è stato oggetto di attenzione da parte del legislatore nella c.d. Legge di delegazione europea 2013-bis, finalizzata, tra l'altro, al recepimento della Direttiva 2013/36/UE ("CRD IV"), sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento.*

*Più in particolare, la citata Legge ha demandato al Governo, nell'esercizio della delega in questione, di "disciplinare modalità di segnalazione, all'interno degli intermediari e verso l'autorità di vigilanza, delle violazioni delle disposizioni della direttiva 2013/36/UE e del regolamento (UE) n. 575/2013, tenendo anche conto dei profili di riservatezza e di protezione dei soggetti coinvolti, eventualmente prevedendo misure per incoraggiare le segnalazioni utili ai fini dell'esercizio dell'attività di vigilanza ed eventualmente estendendo le modalità di segnalazione anche ad altre violazioni" (art. 3, comma 1, lettera h).*

L'obiettivo perseguito è quello di agevolare sia gli stessi intermediari sia le Autorità di vigilanza nella tempestiva conoscenza di condotte illecite, in modo da poter adeguatamente intervenire anche al fine di attenuarne o prevenirne gli esiti dannosi. Il testo di modifica del TUF, contenente dette modifiche, è tutt'oggi all'esame delle competenti Commissioni Parlamentari.

Con riferimento a tale istituto, si dovrebbero inserire opportuni criteri di delega nel Disegno di Legge in esame, relativamente alla possibilità di prevedere incentivi economici a favore dei segnalatori (c.d. *whistleblowers*). Per ciò che concerne, invece, taluni aspetti tecnico-applicativi dello strumento in questione (quale, ad esempio, la parametrizzazione di eventuali diminuzioni delle sanzioni da irrogare ai segnalatori corresponsabili della violazione segnalata), gli stessi potranno essere oggetto di regolamentazione secondaria.

## **II.3. Il Regolamento CSD (Regolamento n. 909/2014) sul regolamento titoli nell'UE e sui depositari centrali di titoli**

Il Regolamento CSD si inserisce nel quadro delle iniziative comunitarie in materia di infrastrutture di mercato, introducendo, per quanto qui rileva, requisiti uniformi in materia di autorizzazione organizzazione, gestione dei rischi e vigilanza dei depositari centrali di titoli.

*Il Regolamento prevede che i soggetti già operanti ai sensi degli ordinamenti nazionali quali depositari centrali di titoli presentino istanza di autorizzazione, ai sensi del Regolamento CSD, entro 6 mesi dall'entrata in vigore di alcuni standard tecnici, attualmente in corso di predisposizione (Articolo 69). Il Regolamento CSD prevede che, fatte salve le funzioni di "oversight" dei membri del Sistema europeo delle banche centrali, un CSD sia autorizzato e vigilato dall'autorità competente del proprio Stato membro d'origine, che ciascuno Stato membro è tenuto a designare, informandone l'ESMA.*

*Sulla falsariga di quanto stabilito dal Regolamento EMIR (n. 648/2012), si richiede che, ove uno Stato membro designi più di un'autorità competente, siano specificati chiaramente i rispettivi ruoli e una sola autorità sia designata come responsabile della cooperazione con le autorità competenti degli altri Stati membri e le altre autorità di cui il Regolamento prevede il coinvolgimento a diverso titolo (Articolo 11).*

La questione centrale l'attuazione di tale disciplina riguarda l'individuazione della autorità competente, che richiederà un intervento di modifica del TUF.

*Le vigenti disposizioni in materia prevedono che la Banca d'Italia disciplini, d'intesa con la CONSOB, il funzionamento dei servizi di liquidazione delle operazioni aventi a oggetto strumenti finanziari non derivati e ne autorizzi la gestione, sempre d'intesa con la CONSOB<sup>24</sup>. La CONSOB dispone, inoltre, di competenze dirette sul depositario centrale (da esercitarsi d'intesa con Banca d'Italia), in quanto autorizza l'esercizio dell'attività di gestione accentrata<sup>25</sup> e ne disciplina con regolamento l'attività<sup>26</sup>.*

*La vigilanza sul sistema di liquidazione e sul sistema di gestione accentrata è esercitata dalla CONSOB, al fine di assicurare la trasparenza e la tutela degli investitori, e dalla Banca d'Italia, avendo riguardo alla stabilità e al contenimento del rischio sistemico<sup>27</sup>.*

La designazione dell'autorità competente, ai sensi del Regolamento CSD, potrebbe rappresentare l'occasione per identificare la CONSOB quale esclusiva autorità competente in materia, in linea con quanto previsto nell'ordinamento degli altri Stati membri dell'UE e tenuto conto che ai sensi del medesimo Regolamento è previsto un preciso coinvolgimento della Banca d'Italia nel processo di autorizzazione e vigilanza, nella sua qualità di "autorità rilevante"<sup>28</sup>.

#### **II.4. La Direttiva UCITS 5 (Direttiva 2014/91/UE) in materia di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM)**

Con riferimento alla Direttiva UCITS 5, in materia di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), il Disegno di Legge in esame, allo stato attuale, non contiene criteri di delega ai fini del recepimento della stessa; tuttavia, l'inserimento di tali criteri sarebbe opportuno con riferimento ad alcuni aspetti.

---

<sup>24</sup> Art. 69 del TUF e art. 44 del Provvedimento Banca d'Italia - Consob del 22 febbraio 2008, recante "Disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione".

<sup>25</sup> Art. 80.

<sup>26</sup> Artt. 80 e 81 del TUF.

<sup>27</sup> Artt. 77 e 82 del TUF.

<sup>28</sup> Tale insieme identifica (i) le autorità responsabili dell'*oversight* del sistema di regolamento titoli operato dal CSD; (ii) le banche centrali dell'Unione che emettono le principali valute in cui ha luogo il *settlement*; se del caso, (iii) la banca centrale dell'Unione nei cui libri contabili è regolata la gamba di un sistema di regolamento titoli operato dal CSD.

La Direttiva 2014/91/UE ha modificato talune disposizioni della Direttiva UCITS 4 riguardanti i seguenti profili: (i) le *funzioni di depositario*; (ii) le *politiche di remunerazione dei gestori di fondi UCITS*; (iii) il *regime sanzionatorio*.

Per quanto riguarda le novità in tema di *depositario* e di *remunerazione dei gestori UCITS*, l'ordinamento non richiede modifiche a livello di normativa primaria, essendo sufficienti interventi in sede di revisione della normativa secondaria.

Con riferimento al *regime sanzionatorio*, invece, si ravvisa l'esigenza di adeguare l'ordinamento domestico al nuovo quadro normativo comunitario. Al riguardo, appare pregiudiziale la scelta di fondo in ordine alla natura della sanzione, penale o amministrativa, che dovrà tenere conto dell'evoluzione giurisprudenziale connessa alla sentenza della Corte EDU in ordine al sistema del "doppio binario" e in sede di recepimento della normativa MAD/MAR a livello nazionale.

Alla luce di quanto sopra, sarebbe opportuno introdurre nella bozza di Disegno di Legge di delegazione europea 2014 un apposito criterio di delega che preveda di apportare le opportune modifiche e integrazioni alle disposizioni sanzionatorie contenute nel TUF, al fine di attribuire alla Banca d'Italia e alla CONSOB, nell'ambito delle rispettive competenze, il potere di imporre le sanzioni e le altre misure amministrative per le violazioni delle disposizioni della Direttiva UCITS 5 con i criteri e i massimi edittali ivi previsti.

**(i) Le funzioni di depositario.** *Le previsioni contenute nella UCITS 5 risultano preordinate ad incrementare il livello di armonizzazione della disciplina del depositario di OICVM (organismi di investimento collettivo in valori mobiliari), al fine di ridurre le divergenze ravvisabili tra gli assetti normativi nazionali dei diversi Stati membri.*

*L'armonizzazione ha riguardato le seguenti aree: individuazione dei soggetti abilitati ad assumere la funzione di depositario; generali obblighi di controllo e di custodia ascritti in capo al depositario; condizioni alle quali il depositario può sub-depositare e compiti che possono essere legittimamente affidati al sub-depositario; individuazione delle condizioni alle quali è consentito il riutilizzo degli asset da parte del depositario; regime di responsabilità.*

*Nel disegnare le relative disposizioni, la UCITS 5 ha mutuato, laddove possibile ed opportuno, le analoghe previsioni contenute nella direttiva sui gestori di fondi alternativi (Direttiva 2011/61/UE, c.d. "AIFMD", Alternative Investment Fund Managers), apportandovi i necessari correttivi richiesti dalla peculiare natura degli OICVM e dalle specificità proprie del regime normativo applicabile a tali tipologie di prodotti ed ai relativi gestori.*

*Si precisa, al riguardo, che il decreto legislativo 4 marzo 2014, n. 44, con cui è stata data attuazione alla Direttiva AIFMD, ha tenuto conto dell'evoluzione della normativa europea sulla depositaria di matrice UCITS in corso di negoziazione. In particolare, la disciplina di recepimento della Direttiva AIFMD è stata estesa anche ai fondi UCITS, prevedendo tuttavia un termine di differimento dell'efficacia delle nuove disposizioni pari a un anno.*

*Il medesimo approccio è stato seguito dalla Banca d'Italia in sede di recente adeguamento del proprio Regolamento sulla gestione collettiva dell'8 maggio 2012 a seguito del recepimento della Direttiva AIFMD, la cui entrata in vigore è imminente.*

**(ii) Le politiche di remunerazione.** *La Direttiva UCITS 5 estende ai gestori di OICVM la disciplina in tema di remunerazione prevista per gli enti creditizi, le imprese di investimento e i gestori sottoposti alla Direttiva AIFMD.*

*Tale disciplina si applica, in primo luogo, al personale con funzioni più rilevanti - senior management, risk takers, staff con funzioni di controllo - e, in generale, a tutto il personale la cui attività è in grado di influenzare*

sensibilmente il profilo di rischio del gestore o dei fondi da esso gestiti, fermo restando il rispetto del principio di proporzionalità.

La ratio dell'intervento risiede nella necessità che la politica di remunerazione sia idonea a promuovere una sana e prudente gestione del rischio, senza incoraggiare l'assunzione di rischi non coerenti rispetto alle caratteristiche del fondo, e risulti in linea con le strategie e gli obiettivi prefissati nonché con le esigenze degli investitori. Infatti, tali disposizioni rilevano non solo sotto il profilo organizzativo-prudenziale, ma anche in ragione dei possibili effetti incidenti sui comportamenti verso gli investitori in termini di correttezza delle condotte e di gestione dei conflitti di interessi.

Anche al suddetto fine è stato previsto un obbligo di disclosure nel prospetto della politica di remunerazione, inclusi i criteri per il calcolo delle remunerazioni e dei bonus. Alternativamente, il prospetto può riportare una mera descrizione sintetica della politica di remunerazione e precisare che informazioni dettagliate possono essere acquisite tramite il sito del gestore o facendo richiesta a quest'ultimo di una copia cartacea che deve essere consegnata gratuitamente. Il KID dovrà contenere la medesima avvertenza circa le modalità di reperimento di informazioni dettagliate sui menzionati aspetti.

Si ricorda da ultimo che la materia dei "sistemi di remunerazione e di incentivazione" dei soggetti abilitati è menzionata nell'art. 6, comma 2-bis del TUF, che assegna la competenza regolamentare congiuntamente alla Banca d'Italia e alla CONSOB, con una formulazione sufficientemente ampia da ricomprendere tanto i gestori UCITS quanto quelli di FIA.

**(iii) Il regime sanzionatorio.** Con riguardo al regime sanzionatorio, si rileva il principio generale in base al quale, a fronte dell'obbligo di approntare un sistema di misure e sanzioni amministrative efficaci, proporzionali e dissuasive, gli Stati membri hanno la facoltà di non prevedere sanzioni amministrative relativamente alle violazioni per le quali, a livello nazionale, siano già previste sanzioni penali.

Relativamente all'ambito dei destinatari, la Direttiva contempla sanzioni amministrative irrogabili nei confronti delle persone giuridiche, riconoscendo agli Stati membri la possibilità di prevedere determinate sanzioni anche in capo ai componenti del management body e a ogni altra persona fisica responsabile della violazione ai sensi della normativa nazionale. La portata ampia della previsione è tale da potervi ricondurre tutti gli esponenti aziendali degli intermediari assoggettabili a sanzione in forza dell'ordinamento domestico.

Con riguardo alla tipologia di sanzioni amministrative applicabili, il testo introduce un elenco di sanzioni che dovranno essere previste dagli Stati membri<sup>29</sup>, elenco che coincide, in larga parte, con il novero dei provvedimenti ingiuntivi, sanzionatori e di gestione delle crisi già adottabili dalle autorità nazionali. Con particolare riferimento alle sanzioni pecuniarie, al fine di assicurare una armonizzazione minima e prevedere sanzioni pecuniarie sufficientemente dissuasive in tutti gli Stati membri, si interviene sui massimi edittali delle sanzioni<sup>30</sup>. Sul punto, si rileva che costituisce elemento di novità per la materia UCITS l'ancoraggio del massimo edittale delle sanzioni al fatturato delle persone giuridiche.

In tema di pubblicità delle sanzioni è previsto l'obbligo per le autorità competenti di pubblicare sul proprio sito Internet ogni provvedimento sanzionatorio, immediatamente dopo la notifica al soggetto sanzionato del provvedimento stesso, fatta salva la facoltà delle autorità competenti di: a) ritardare la pubblicazione fintantoché non siano cessate le ragioni per la non pubblicazione; b) pubblicare il provvedimento in forma anonima; c) non

---

<sup>29</sup> Trattasi, nello specifico, di: a) pubblicare annunci in cui è indicata la persona fisica o giuridica responsabile e la natura della violazione; b) ordinare alla persona fisica o giuridica di porre fine alla condotta o di desistere dal reiterarla; c) in caso di società di gestione o SICAV, sospendere o revocare l'autorizzazione della società di gestione o della SICAV; d) vietare temporaneamente (o, nel caso di ripetute serie violazioni, permanentemente) ai membri del management body di una società di gestione o altra persona fisica ritenuta responsabile di esercitare funzioni di gestione in questa o altre società di questo genere; e) irrogare sanzioni pecuniarie.

<sup>30</sup> È previsto, in particolare, che il massimo edittale delle sanzioni pecuniarie debba essere non inferiore a: a) per le persone giuridiche, 5 milioni di euro o il 10% del fatturato totale annuo in base agli ultimi bilanci approvati disponibili; b) per le persone fisiche, 5 milioni di euro; c) il doppio del profitto derivante dalla violazione, se determinabile.

procedere alla pubblicazione nel caso in cui le due soluzioni precedenti non siano sufficienti ad assicurare la stabilità dei mercati finanziari, la riservatezza di indagini giudiziarie o la proporzionalità della pubblicazione, all'esito di una valutazione condotta caso per caso.

Con riguardo ai criteri di determinazione delle sanzioni, al fine di una applicazione omogenea e coerente delle sanzioni, si prevede che gli Stati membri debbano assicurare che le autorità competenti nella determinazione del tipo e del quantum della sanzione o misura amministrativa tengano in considerazione almeno i seguenti fattori: a) la gravità e la durata della violazione; b) il grado di responsabilità dell'autore della violazione; c) la solidità finanziaria dell'autore della violazione, ricavabile dal fatturato totale annuo per le persone giuridiche e dal reddito annuo per le persone fisiche; d) profitti ottenuti o perdite evitate dall'autore della violazione, danni a altri soggetti e, dove applicabile, danni alle funzioni dei mercati, laddove determinabili; e) comportamento collaborativo dell'autore della violazione con l'autorità competente; f) precedenti violazioni commesse dalla persona fisica o giuridica; g) misure prese dopo la violazione dal soggetto responsabile per prevenire il ripetersi della violazione stessa.

### **III. Le disposizioni europee oggetto della Legge di delegazione europea 2013-bis (L. 154/2014)**

In questa ultima parte della presente audizione vorrei rammentare le disposizioni attuate a livello europeo di interesse per l'Istituto, già oggetto della Legge di delegazione europea 2013-bis, il cui iter di recepimento è tuttora in corso.

Esse riguardano, come anticipato, la normativa in materia di *capital requirements* per gli enti creditizi e le imprese di investimento, in materia di bilancio e sulla risoluzione alternativa delle controversie dei consumatori.

#### **III.1. La Direttiva CRD 4 (Direttiva 2013/36/UE) e il Regolamento CRR (Regolamento n. 575/2013) in materia di *capital requirements* per gli enti creditizi e le imprese di investimento**

Per quanto riguarda il recepimento della disciplina in materia di vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, di cui alla Direttiva CRD 4 e al Regolamento CRR, si segnalano alcuni aspetti dello schema di decreto ad oggi all'esame del Parlamento.

Al fine di assicurare una piena coerenza delle norme del TUF in materia di coordinamento tra le Autorità nell'esercizio dei poteri di vigilanza, sarebbe necessario apportare modifiche al comma 2 dell'art. 7 del TUF, al fine di prevedere un coordinamento tra Banca d'Italia e la Consob, in caso di adozione di *provvedimenti restrittivi o limitativi*, conformemente con quanto disposto dall'art. 51, comma 2, del TUF, che, in materia di provvedimenti ingiuntivi, prevede un previo coordinamento fra le due Autorità di vigilanza.

Inoltre, al fine di garantire il rispetto dei principi di proporzionalità, dissuasività e adeguatezza del sistema sanzionatorio, con riferimento alle modifiche apportate alla disciplina in materia di *sanzioni amministrative*, si segnala che non è stato previsto l'inserimento di alcuna disposizione di attuazione della Legge di delegazione europea 2013-bis<sup>31</sup>. In particolare, sarebbe necessario prevedere una disposizione che consenta alla CONSOB di non avviare il procedimento sanzionatorio quando, secondo i criteri di carattere generale

---

<sup>31</sup> Art. 3, comma 1, lett. m, n. 5), della Legge di delegazione europea 2013-bis.

dalla stessa definiti, il fatto sia privo di effettiva offensività o pericolosità rispetto alla tutela degli investitori, all'efficienza e alla trasparenza del mercato del controllo societario e dell'integrità del mercato dei capitali.

L'inserimento di tale norma rappresenterebbe un utile strumento di deflazione del contenzioso ed un mezzo per assicurare il rispetto dei principi di proporzionalità, dissuasività e adeguatezza del sistema sanzionatorio sanciti dalla direttiva CRD 4<sup>32</sup>.

Analogamente, si rileva come nell'ambito dello schema di decreto legislativo citato non sia stata esercitata la delega espressamente contenuta nella suddetta Legge di delegazione europea 2013-*bis*<sup>33</sup> in materia di "favor rei" nel sistema sanzionatorio delineato dal TUF.

*La relazione illustrativa che accompagna lo schema di decreto legislativo chiarisce che non è stato introdotto il principio del favor rei, espressamente contenuto nella legge delega<sup>34</sup>, sia per la sospetta irragionevolezza dell'eventuale introduzione di detto principio con riferimento solo ad alcune disposizioni, sia per evitarne l'applicazione a tutti i procedimenti ancora sub iudice.*

*A tale riguardo, si osserva che, a fronte della sempre maggiore afflittività delle sanzioni amministrative previste dal TUF, non può escludersi che la questione dell'applicabilità del favor rei venga sollevata davanti a Corti nazionali o sovranazionali, con il rischio di ripercussioni negative su procedimenti sanzionatori in corso.*

*Al fine di prevenire tali effetti, anche in considerazione di quanto evidenziato nella relazione illustrativa allo schema di decreto legislativo, potrebbe valutarsi l'opportunità di disciplinare esplicitamente (come già avvenuto nel settore delle sanzioni tributarie) l'introduzione dell'istituto, con una norma transitoria che ne limiti temporalmente l'applicazione, prevedendola solo per i fatti commessi successivamente all'adozione del decreto legislativo in esame.*

### **III.2. La Direttiva Bilancio (Direttiva 2013/34/UE)**

La Legge di delegazione europea 2013 ha altresì conferito la delega al Governo per il recepimento della Direttiva 2013/34/UE (Direttiva Bilancio)<sup>35</sup> che detta la nuova disciplina comunitaria in tema di conti annuali e consolidati delle imprese e reca modifiche alla direttiva 2006/43/CE (Direttiva Audit). La Direttiva Bilancio sostituisce ed innova la normativa comunitaria previgente, abrogando la quarta (78/660/CEE) e la settima direttiva (83/349/CEE) e unificando le discipline contenute in tali direttive.

Al riguardo, si ribadisce la necessità che, a livello nazionale (così come è stato fatto a livello europeo), sia introdotta un'unica definizione di "enti di interesse pubblico" (EIP) rilevante sia ai fini "accounting" che ai fini della revisione legale, valutando altresì l'opportunità di conferire alle Autorità di vigilanza (CONSOB, Banca d'Italia e IVASS)<sup>36</sup> un

---

<sup>32</sup> Ciò tenuto conto altresì della circostanza che disposizioni di contenuto simile sono incluse nel d.lgs. 1 settembre 1993, n. 385 (art.144, comma 8) e nel d.lgs. 7 settembre 2005, n. 209 (art. 326).

<sup>33</sup> Cfr. art. 3, comma 1, lett. m), n.1

<sup>34</sup> Art. 3, comma 1, lett. m), n.1).

<sup>35</sup> Gli Stati membri devono attuare le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative necessarie per conformarsi alla Direttiva Bilancio entro il 20 luglio 2015 e prevedere che le nuove disposizioni si applichino per la prima volta ai bilanci il cui esercizio ha inizio il 1° gennaio 2016 ovvero nel corso del 2016.

<sup>36</sup> L'art.16 del D.Lgs.n.39/2010 che ha recepito la direttiva 2006/43/CE, relativa alla revisione legale, già attribuisce alla Consob, d'intesa con Banca d'Italia e IVASS, il potere di individuare ulteriori categorie di EIP nell'ambito dei gruppi facenti capo ad EIP.

potere di individuare in via regolamentare ulteriori categorie di EIP, al fine di fronteggiare in maniera più efficace eventuali cambiamenti normativi e di mercato.

*Riguardo alle disposizioni contabili la nuova Direttiva ha, sostanzialmente, confermato la disciplina previgente introducendo varie innovazioni, alcune precettive altre opzionali, che, a seconda delle scelte attuative che saranno effettuate, potrebbero incidere profondamente sul vigente framework contabile nazionale.*

*Le innovazioni introdotte hanno le seguenti finalità: (i) ridurre gli oneri amministrativi a carico, soprattutto delle piccole e medie imprese, e semplificare la relativa disciplina; (ii) migliorare la comparabilità dell'informativa resa con i bilanci; (iii) tutelare l'interesse degli utilizzatori dei bilanci attraverso una corretta rappresentazione delle informazioni contabili più rilevanti; (iv) migliorare la trasparenza relativa ai pagamenti effettuati ai governi, da parte delle grandi imprese e degli enti di interesse pubblico attivi nelle industrie estrattive o che utilizzano aree forestali primarie.*

*La Direttiva introduce una nuova classificazione delle imprese, articolata in quattro categorie (individuate in base a parametri di natura quantitativa quali il totale dello stato patrimoniale, i ricavi, il numero dei dipendenti). Tali categorie sono: a) microimprese, b) piccole imprese, c) medie imprese, d) grandi imprese. La classificazione è funzionale a disegnare un regime semplificato per le imprese di minori dimensioni. Anche i gruppi sono suddivisi in piccoli, medi e grandi sulla base di criteri dimensionali. Alle categorie dimensionali in parola si aggiunge la categoria degli Enti di interesse pubblico "EIP" (di cui si è trattato in precedenza) che comprende soggetti rilevanti non per la dimensione ma per la natura dell'attività. Ai fini degli obblighi informativi previsti dalla normativa europea, l'EIP deve essere considerato una grande impresa indipendentemente dal suo totale attivo, dai ricavi netti e dal numero medio di dipendenti.*

*Le principali innovazioni introdotte dalla direttiva riguardano, in sintesi, i seguenti aspetti: (i) gli obblighi in materia di informativa contabile, compresi quelli di pubblicazione dei documenti, modulati ora in base alle dimensioni dell'impresa. La Direttiva individua altresì numerose opzioni, anche con riferimento ai criteri di valutazione (es. l'applicazione del criterio del fair value per specifici strumenti finanziari o categorie di attività) che potranno essere adottati o meno dai singoli Stati membri; (ii) l'integrazione dei postulati di bilancio<sup>37</sup> con facoltà degli Stati membri di esentare le imprese dall'applicazione degli stessi; riformulazione del contenuto della nota integrativa (ad esempio, importo delle retribuzioni, operazioni con parti correlate, pubblicità dei corrispettivi dovuti ai revisori, ecc.); (iii) gli obblighi informativi concernenti la relazione sulla gestione e la relazione sul governo societario. In particolare, a carico delle grandi imprese e degli enti di interesse pubblico attive nelle industrie estrattive o che utilizzano aree forestali c.d. "primarie", è stato introdotto l'obbligo di indicare i pagamenti rilevanti effettuati a favore dei governi dei Paesi in cui essi operano; (iv) l'introduzione di nuovi obblighi per la redazione del bilancio consolidato; (v) l'introduzione di nuovi obblighi per la definizione del perimetro di consolidamento.*

*Si fa presente che solo alcune delle nuove disposizioni sovranazionali (quelle sopra riportate ai punti 3 e 4) sono applicabili alle imprese che redigono i bilanci secondo i principi contabili internazionali (IAS/IFRS)<sup>38</sup>, quali ad esempio, le società con titoli quotati, le società con strumenti finanziari diffusi, le banche, le SIM, le SGR, le società capogruppo di gruppi finanziari, gli altri intermediari finanziari.*

*Peraltro, l'obbligo per gli emittenti operanti nel settore dell'industria estrattiva o forestale di predisporre su base annuale una relazione sui pagamenti effettuati ai governi locali, anche a livello consolidato, è altresì previsto – conformemente a quanto disposto dalla Direttiva 2013/34/UE - dalla nuova Direttiva Transparency 2013/50/UE, di cui si è illustrato il contenuto nella prima parte.*

---

<sup>37</sup> Tra i postulati di bilancio si segnala il concetto della "prevalenza della sostanza sulla forma" (in base al quale la rilevazione e la presentazione delle voci nel conto economico tengono conto della prevalenza della sostanza sulla forma dell'operazione o del contratto in questione) e quello della "materialità" rispetto agli obblighi di rilevazione, valutazione e presentazione. Inoltre, è stata eliminata la previsione contenuta nell'art. 31 della IV direttiva secondo cui in casi eccezionali è ammessa la deroga ai principi di redazione del bilancio (deroga introdotta nel nostro ordinamento solo con riferimento all'immodificabilità dei criteri di valutazione).

<sup>38</sup> Principi contabili internazionali (IAS/IFRS) di cui al Regolamento comunitario n.1606/2002 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 19 luglio 2002.

*Tale obbligo di comunicazione, che rientra nel perimetro delle informazioni regolamentate – ed è quindi soggetto al medesimo regime di pubblicità - risponde all'esigenza di mettere a disposizione della società civile e degli investitori le informazioni che inducano i governi dei paesi ricchi di risorse a giustificare le proprie entrate derivanti dallo sfruttamento delle risorse naturali<sup>39</sup>.*

*In particolare, la Direttiva Transparency precisa che gli Stati membri dovrebbero imporre l'applicazione dei seguenti principi alla comunicazione: a) rilevanza (i pagamenti inferiori a 100 000 EUR effettuati in un esercizio, sia che si tratti di pagamenti singoli o di una serie di pagamenti correlati, non devono essere considerati nella relazione); b) comunicazione per singolo governo e progetto (la comunicazione dei pagamenti ai governi dovrebbe essere effettuata per singolo governo e progetto); c) universalità (non dovrebbero essere autorizzate esenzioni, ad esempio per emittenti che operano in taluni paesi, che abbiano un effetto distorsivo e consentano agli emittenti di strumentalizzare requisiti poco rigorosi in materia di trasparenza); d) esaustività (tutti i pagamenti pertinenti versati ai governi dovrebbero essere segnalati).*

### **III.3. La Direttiva ADR (Direttiva 2013/11/UE) sulla risoluzione alternativa delle controversie dei consumatori**

La Legge di delegazione europea 2013–bis ha conferito la delega al governo per il recepimento della Direttiva n. 2013/11/UE (Direttiva ADR), sulla risoluzione alternativa delle controversie dei consumatori<sup>40</sup>.

*La Direttiva ADR, che dovrà essere recepita entro il 9 luglio 2015, si applica alle procedure di risoluzione extragiudiziale delle controversie, nazionali e transfrontaliere, concernenti obbligazioni contrattuali derivanti da contratti di vendita o di servizi tra professionisti stabiliti nell'UE e consumatori in essa residenti, attraverso l'intervento di un organismo ADR, che propone o impone una soluzione o riunisce le parti al fine di agevolare una soluzione amichevole.*

Il recepimento di questa direttiva potrebbe costituire l'occasione per rendere più efficiente l'attuale sistema di risoluzione stragiudiziale delle controversie nella materia dei contratti finanziari a vantaggio dei piccoli risparmiatori. L'auspicata modifica consentirebbe di sostituire all'attuale Camera di Conciliazione e Arbitrato un nuovo Organismo di risoluzione stragiudiziale delle liti tra investitori al dettaglio e intermediari, in materia di servizi di investimento. L'Organismo sarebbe disegnato sul modello dell'Arbitro Bancario Finanziario (ABF) istituito presso la Banca d'Italia che, prevedendo l'adesione obbligatoria da parte degli intermediari, consentirebbe di conseguire un incremento tangibile della tutela dei contraenti deboli con una sensibile riduzione dei tempi e dei costi rispetto alla giustizia civile.

Si determinerebbe in tal modo un miglioramento dei rapporti tra gli intermediari e la clientela, con il ripristino di una maggiore fiducia del pubblico nei prestatori di servizi bancari e finanziari, anche in ragione dell'adozione, da parte di questi ultimi, di comportamenti maggiormente virtuosi, a fronte della negativa pubblicità in caso di eventuale inadempimento, per parte loro, alle decisioni assunte dall'Organismo (c.d. deterrenza reputazionale).

---

<sup>39</sup> Considerando n. 7.

<sup>40</sup> La Direttiva ADR dovrà essere recepita entro il 9 luglio 2015.