

A dicembre 2013, la differenza tra i tassi di interesse bancari nei paesi periferici rispetto alla Germania oscilla tra 80 e 180 punti base rispettivamente per i finanziamenti di importo elevato e quelli minori (per l'Italia l'oscillazione è tra 80 e 130 punti base). Il ricorso al mercato obbligazionario in alternativa al credito bancario è un'opzione accessibile soprattutto alle società maggiori. L'elevato costo del credito bancario amplifica le vulnerabilità delle imprese nei paesi periferici. I dati relativi all'Area euro mostrano, infatti, che nel complesso la probabilità di fallimento delle imprese non finanziarie è positivamente correlata con condizioni di credito meno vantaggiose, in particolare con riferimento alle piccole e medie imprese.

La sostenibilità del debito continua a rappresentare una criticità rilevante per le imprese italiane: nella prima metà del 2013 circa il 50 per cento delle società quotate registra una copertura degli oneri finanziari tramite reddito operativo inferiore alla media di lungo periodo, mentre la leva finanziaria permane su livelli significativamente superiori a quelli dei *competitors* europei. Anche in termini di redditività le maggiori società quotate italiane restano fragili: nella prima metà del 2013 la percentuale di imprese che ha registrato un Ebit negativo si è attestata al 15 per cento (25 per cento a fine 2012; si veda il Capitolo III 'Le società non finanziarie', Parte B).

In sistemi finanziari sostanzialmente banco-centrici, come quelli dei paesi dell'Area euro, le prospettive di ripresa economica rimangono condizionate dalla situazione ancora fragile degli istituti di credito. Le ripercussioni della crisi del debito sovrano e della congiuntura economica sfavorevole, in particolare nei paesi periferici dell'Eurozona, continuano a incidere sulla redditività delle banche, mentre importanti modifiche regolamentari e di vigilanza in corso generano ulteriori fonti di incertezza (si veda il Capitolo IV 'Le banche e le assicurazioni', Parte B).

Attualmente i margini di redditività delle banche risultano compresi dai bassi tassi di interesse, che solo gli istituti tedeschi, inglesi e francesi, con un *business* più vicino al modello di banca universale, sono riusciti a compensare con i profitti dell'attività di trading. In Italia e Spagna gli istituti di credito continuano a registrare un aumento delle sofferenze, sebbene a un ritmo inferiore a quello del 2012. I livelli di patrimonializzazione migliorano per tutte le maggiori banche europee, ma nuovi fabbisogni di capitale potrebbero emergere in seguito all'*Asset Quality Review* (AQR) e allo stress test che la BCE e l'EBA si accingono a realizzare in vista dell'avvio del *Single Supervisory Mechanism* (SSM; si veda il successivo paragrafo 2).

Nel complesso le vulnerabilità dell'Area euro, soprattutto dei paesi periferici, restano significative, sebbene in questa fase prevalga un atteggiamento di ottimismo degli investitori alla luce dei modesti segnali di ripresa dell'economia reale. Inoltre, il rallentamento della congiuntura nei paesi emergenti e il ridimensionamento della politica monetaria statunitense

rendono l'Area euro un'alternativa di investimento appetibile. Il ritrovato clima di fiducia poggia anche sui segnali rassicuranti provenienti dalla BCE, con il Presidente Draghi che, all'inizio di febbraio 2014, ha ribadito l'intenzione della Banca centrale di adottare tutte le misure di politica monetaria necessarie. In questo scenario appare determinante l'impegno delle autorità nazionali e internazionali nel favorire il rapido ritorno a una crescita robusta e sostenibile (si veda il successivo paragrafo 2 per le iniziative intraprese nell'ambito della regolamentazione dei mercati finanziari).

2 L'evoluzione del quadro normativo europeo

La crisi finanziaria del 2008 ha dato impulso, come noto, a profondi mutamenti del quadro normativo europeo. Il Legislatore ha inteso disciplinare soggetti e attività non regolati, le cui attività possono avere importanti ricadute sistemiche (cosiddetto sistema bancario ombra), e a ridurre i margini di arbitraggio regolamentare, favorendo il concreto esplicarsi del *level playing field*. Al contempo, la crisi del debito sovrano nell'Area euro e la recessione che ne è scaturita hanno reso evidente l'esigenza di promuovere una crescita stabile e omogenea, anche attraverso interventi regolamentari in grado di ripristinare la capacità del sistema finanziario di incanalare il risparmio verso impieghi produttivi. Nel complesso il processo di normazione europea continua a essere molto intenso, promuovendo iniziative che talvolta presentano elementi di sovrapposizione e complessità significativi. Per maggiori dettagli si veda il Capitolo VI *'Il quadro normativo comunitario'*, Parte B.

Nel corso del 2013, la Commissione europea ha pubblicato una Comunicazione in materia di *shadow banking* e una proposta di regolamento sui fondi comuni monetari; nel gennaio 2014 ha fatto seguito una proposta di regolamento delle operazioni di prestito titoli e pronti contro termine. Con la prima proposta la Commissione intende disciplinare prodotti con caratteristiche analoghe ai depositi e pertanto fortemente esposti a fenomeni di corsa allo sportello; nel secondo caso si propone di disciplinare attività tramite le quali alcune entità del sistema bancario ombra possono aumentare in tempi brevi la leva finanziaria e accedere a fonti di finanziamento.

Queste innovazioni si aggiungono ai numerosi interventi maturati nell'ultimo biennio e relativi a prodotti e soggetti del sistema bancario ombra, quali i gestori di fondi di investimento alternativi (Direttiva 2011/61/UE – AIFMD), gli *exchange traded funds* (Etf – linee guida ESMA del 2011) e le agenzie di rating (Regolamento 462/2013), la cui disciplina è stata progressivamente rivisitata per tenere conto del ruolo che esse rivestono nella catena di intermediazione del credito e dell'impatto che i relativi giudizi possono avere sull'andamento dei mercati finanziari. Le discipline sui fondi di

investimento alternativi e sulle agenzie di rating sono in corso di recepimento in Italia attraverso il disegno di legge 1836.

L'ampliamento dei settori regolati ha ispirato anche le modifiche apportate sia alla MiFID sia alla MAD, nell'ambito della revisione delle direttive del *Financial Services Action Plan* (FSAP), sulle quali è stato raggiunto l'accordo politico nel 2013. In particolare, la nuova MiFID disciplina una nuova tipologia di *trading venue* (cosiddetta *organised trading facility* - Otf) e i sistemi di trading ad alta frequenza, sui quali l'ESMA ha già emanato linee guida (Orientamenti in tema di 'Sistemi e controlli in un ambiente di negoziazione automatizzato per piattaforme di negoziazione, imprese di investimento e autorità competenti', del 22 dicembre 2011) alla cui definizione Consob ha partecipato attivamente. Verranno, inoltre, rafforzati il regime di trasparenza delle negoziazioni dei prodotti *non equity* (in linea con la posizione già adottata dalla Consob in sede domestica) e i meccanismi di pubblicazione e consolidamento delle informazioni.

Per quanto concerne la revisione della disciplina degli abusi di mercato, si segnala l'estensione dell'ambito di applicazione alle nuove *trading venues* e al mercato delle merci, l'introduzione di riferimenti al trading ad alta frequenza e alla manipolazione dei benchmark, una disciplina *ad hoc* per il *market sounding* e un sistema per incentivare la segnalazione di operazioni potenzialmente abusive alle autorità di vigilanza. Il nuovo Regolamento MAR prevede, inoltre, un regime delle sanzioni amministrative volto a superare le attuali divergenze nazionali. Al contempo, tuttavia, è stata accordata agli Stati membri la facoltà di non introdurre dette sanzioni laddove la medesima violazione sia punita penalmente. La Direttiva MAD2, comunque, armonizzerà anche il regime delle sanzioni penali applicabili a fronte di abusi di mercato.

Ulteriori iniziative, adottate di recente in risposta alla crisi finanziaria, sono quelle relative alle vendite allo scoperto, posizioni corte e *clearing* dei derivati *over the counter* (Otc). È, inoltre, in corso la definizione di una disciplina armonizzata in materia di controparti centrali, per la quale è stato raggiunto un accordo politico a dicembre 2013.

La centralità delle banche sia nella crisi globale del 2008 sia nella crisi del debito sovrano dell'Area euro ha stimolato numerose iniziative, volte a rafforzare la stabilità del sistema finanziario attraverso interventi sulle caratteristiche strutturali degli enti creditizi, l'adeguatezza delle relative risorse patrimoniali e l'intensità del legame con il rischio sovrano.

In materia di struttura del settore bancario, la Commissione europea ha pubblicato, nel gennaio 2014, una proposta di Regolamento sulle misure strutturali volte ad accrescere la resilienza degli enti creditizi nella UE attraverso la segregazione delle attività di trading dalle altre attività bancarie.

Tale documento riprende la proposta Lüikanen dell'ottobre 2012 e si colloca nell'ambito di iniziative analoghe intraprese negli USA e nel Regno Unito (note,

rispettivamente, come Volcker Rule e *ringfencing* di cui al Vickers Report). La proposta di separazione impedirebbe che le garanzie di cui beneficiano i depositi bancari possano estendersi alle più rischiose attività di trading, contribuendo pertanto a contenere comportamenti di azzardo morale da parte delle banche. Inoltre, potrebbe incentivare la ripresa dell'erogazione del credito all'economia, penalizzata dal ruolo crescente delle operazioni finanziarie puramente speculative.

Il processo di riforma si prefigura, tuttavia, complesso, data la rilevanza dei temi dibattuti, tra i quali la definizione dell'ambito di applicazione, il grado di discrezionalità da riconoscere alle autorità nazionali e il tipo di separazione (legale, economica, operativa o di governance) da attuare.

Nel corso del 2013 sono proseguiti, inoltre, i processi di riforma tesi alla costituzione di un'unione bancaria europea, fondata da un lato sul progetto di supervisione bancaria unica e, dall'altro, sull'istituzione di un sistema europeo di garanzia dei depositi e un meccanismo comune di intervento e risoluzione delle crisi bancarie.

In particolare, il Regolamento europeo 1024/2013, entrato in vigore il 3 novembre 2013, istituisce un meccanismo di supervisione unico per l'Area euro (SSM) che, a partire da novembre 2014, assegna competenze di vigilanza bancaria alla BCE sugli istituti di credito di maggiori dimensioni.

Il passaggio delle competenze di vigilanza prudenziale dalle autorità nazionali alla BCE sarà preceduto dalla valutazione del profilo di rischio e dell'adeguatezza patrimoniale di tutti gli istituti coinvolti (*Balance Sheet Assessment - BSA*). Tale attività consisterà nella verifica della qualità degli attivi (*Asset Quality Review - AQR*) e in uno stress test che sarà condotto dall'EBA al termine dell'AQR.

Nel dicembre 2013, inoltre, è stato raggiunto un accordo, in sede di Consiglio europeo, sul meccanismo unico di risoluzione delle crisi bancarie (*Single Resolution Mechanism - SRM*), la cui approvazione definitiva è attesa entro marzo 2014. L'autorità competente nella gestione delle crisi bancarie sarà costituita da rappresentanti delle autorità nazionali e agirà su impulso della BCE. Il meccanismo unico di risoluzione si applicherà a tutte le banche soggette alla vigilanza prudenziale della Banca centrale ed entrerà in vigore il 1° gennaio 2015, mentre le funzioni di salvataggio e risoluzione diventeranno operative a partire dal 1° gennaio 2016.

L'Autorità bancaria europea (*European Banking Authority - EBA*) continuerà ad avere compiti regolamentari per l'intera Unione e, pertanto, proseguirà nell'attività di predisposizione del cosiddetto *single rule book*.

Nel corso del 2013 sono state emanate anche disposizioni che recepiscono i nuovi requisiti patrimoniali e di liquidità dettati dal Comitato di Basilea, ossia la Direttiva 2013/36/UE e il Regolamento 575/2013 (cosiddetto pacchetto CRD IV), in corso di recepimento nell'ordinamento domestico. In

quest'ambito, la Consob ha contribuito al processo di revisione organica della materia delle sanzioni amministrative pecuniarie previste dal Tuf in armonia con i criteri di fondo risultanti dalla stessa Direttiva. Alcuni profili della CRD IV si applicano anche alle imprese di investimento come definite dalla Direttiva MiFID. Le nuove regole, inoltre, hanno rafforzato aree della regolamentazione dell'intermediazione finanziaria ulteriori rispetto a quelle toccate dal Comitato di Basilea, con particolare riguardo alla disciplina in materia di *corporate governance*, di politiche di remunerazione e di sanzioni.

Particolarmente significative sono le norme in materia di remunerazione che, pur non innovando radicalmente i principi preesistenti, determinano comunque taluni cambiamenti di rilievo (ad esempio, introducono un limite massimo al rapporto tra la componente variabile e quella fissa della remunerazione, potenziano i meccanismi di aggiustamento per i rischi *ex post*, prevedono limiti alle remunerazioni variabili nel caso in cui le banche non rispettino specifici requisiti di capitale, etc.). Tali norme si aggiungono agli Orientamenti e raccomandazioni ESMA relativi alle politiche e prassi di remunerazione ai sensi della Direttiva MiFID, pubblicati nel mese di giugno 2013 (si veda oltre).

L'innalzamento dei requisiti di capitale, pur necessario ai fini del contenimento dell'azzardo morale e dei costi collettivi di fallimento delle banche, ha riproposto il tema della pro-ciclicità della regolamentazione microprudenziale e del suo impatto sull'erogazione del credito, solo in parte moderato dall'adozione di alcuni correttivi (quali, ad esempio, la riduzione dell'assorbimento di patrimonio associato alle esposizioni verso le piccole-medie imprese e la gradualità di applicazione di talune norme).

Al contempo, gli sviluppi della crisi dell'Area euro e l'esigenza di promuovere una crescita stabile e omogenea dei paesi membri hanno stimolato, tra le altre cose, un ripensamento più ampio del ruolo dei mercati, degli intermediari e della relativa regolamentazione e vigilanza. È in questa direzione che si muovono il *Libro Verde sul finanziamento a lungo termine dell'economia europea* della Commissione Europea, del marzo 2013, e altre iniziative tra cui quella del *Financial Stability Board* (FSB) che nel febbraio 2013 ha pubblicato un'analisi sul medesimo tema (*Financial regulatory factors affecting the availability of long-term investment finance*).

Il Libro Verde riconosce la necessità di monitorare l'effetto combinato delle riforme che hanno interessato o interesseranno tutte le istituzioni finanziarie (inclusa la cosiddetta *Solvency II*, relativa alle compagnie di assicurazione, e la cosiddetta *IORP II*, relativa agli enti pensionistici aziendali e professionali), al fine di evitare che un'enfasi eccessiva e simultanea sui requisiti di liquidità e sulla volatilità di breve periodo scoraggi gli investimenti di lungo termine. Al tempo stesso, individua una serie di possibili aree di intervento, tra cui il potenziamento dell'efficacia e dell'efficienza dei mercati finanziari nell'offrire strumenti di finanziamento a lungo termine, in modo da sopperire alla contrazione del credito bancario.

La produzione normativa più recente in materia di mercati finanziari tiene conto, per certi aspetti, dell'esigenza di sostenere la crescita. Le innovazioni alla disciplina MiFID, oltre a favorire lo sviluppo dei mercati obbligazionari mediante il già ricordato rafforzamento della trasparenza delle negoziazioni, introducono i cosiddetti 'SME Growth Markets', sistemi multilaterali di negoziazione dedicati alle piccole e medie imprese (Pmi) e caratterizzati da un assetto più flessibile e meno onerosa dal punto di vista dei costi amministrativi rispetto alle altre *trading venues*.

Nel luglio 2013, inoltre, sono entrati in vigore i Regolamenti 345 e 346, che dettagliano rispettivamente la disciplina dei Fondi Europei per il *Venture Capital* (EuVECA) e dei Fondi Europei per l'Imprenditoria Sociale (EuSEF). Si tratta di fondi che non rientrano nell'ambito di applicazione della Direttiva AIFMD e per i quali si vuole introdurre un regime agevolato al fine di favorire investimenti transfrontalieri in Pmi europee di nuova costituzione, ovvero impegnate in attività a sfondo sociale. Inoltre, specifici regimi sono stati proposti dalla Commissione europea per fondi d'investimento a lungo termine (cosiddetti ELTIF) diretti al pubblico degli investitori.

La nuova disciplina potrebbe incentivare una più ampia raccolta di masse gestite da veicolare verso investimenti connotati da profili di liquidità e di rischio più accentuati rispetto ai tradizionali fondi UCITS. Infatti, i fondi EuVECA ed EuSEF e, in generale, gli Oicr alternativi possono operare su qualsiasi tipo di strumento finanziario e non sono ancorati al rispetto dei limiti di eleggibilità e di concentrazione fissati dalla disciplina UCITS.

Nel corso del 2013 si sono registrati ulteriori sviluppi del corpus normativo volti al potenziamento della protezione degli investitori e degli strumenti che essi hanno a disposizione per formulare scelte di investimento consapevoli.

La trasparenza informativa è da sempre intesa come il primo presidio utile a ridurre le asimmetrie informative tra emittenti/offerenti di strumenti finanziari e investitori *retail*. In un contesto di libera circolazione nel mercato unico europeo, inoltre, è importante assicurare che le informazioni rese tramite prospetto siano complete e comparabili.

Negli ultimi anni si sono registrati progressi significativi in questa direzione, con la revisione delle direttive europee in materia di prospetti informativi e fondi comuni di investimento (di cui, rispettivamente, al Regolamento 486/2012 e al Regolamento 583/2010) che ha portato a una forte armonizzazione del quadro regolamentare e delle prassi di vigilanza (*in primis* con la costituzione di un *data hub* a livello ESMA che consente di visualizzare tutti i prospetti informativi approvati dalle singole autorità nazionali).

In questo quadro si inseriscono i lavori, proseguiti nel 2013, sulla proposta di regolamento della Commissione Europea in materia di informazioni-chiave (KID) per l'offerta al pubblico di prodotti 'preassemblati'

destinati a investitori al dettaglio (cosiddetti PRIPs), attualmente nella fase dei Triloghi istituzionali.

La proposta prevede regole uniformi in materia di trasparenza e obblighi di informazione nei confronti degli investitori *retail*. In particolare, essa disciplina formato e contenuto del *key information document* (KID), che dovrebbe essere redatto dal *manufacturer* del prodotto e che dovrebbe essere consegnato agli investitori *retail* a cura dell'intermediario distributore, ovvero da chi presta consulenza in relazione al prodotto medesimo.

Le soluzioni tratteggiate nel corso dei lavori vanno nella direzione, auspicata anche dalla Consob, di un ampliamento dell'ambito di applicazione del Regolamento, al fine di garantire la comparabilità di prodotti dal contenuto economico simile ma con diversa veste giuridica e di contenere possibili arbitraggi normativi. In particolare, si sta valutando l'inclusione degli strumenti emessi da società veicolo, degli '*insurance-based investment products*' così come definiti nell'ambito della MiFID Review nonché di alcune forme di fondi pensione.

Sono altresì significative le innovazioni registrate nell'ambito della revisione della MiFID volte a rafforzare i presidi di tutela degli investitori, attraverso l'introduzione della consulenza indipendente, di misure di *product governance* e di *product intervention*.

Le innovazioni in materia di consulenza confermano la tipizzazione, entro l'alveo del servizio di consulenza, della species 'consulenza indipendente'. L'attività di consulenza, in tale configurazione, potrà favorire, anche in ragione del divieto di *inducements* e della necessità di valutare un insieme ampio di prodotti, un migliore allineamento alle esigenze della clientela e un effettivo passaggio da una logica di 'prodotto' a una logica di 'servizio' reso nel miglior interesse degli investitori.

Le misure di *product governance* mirano a rafforzare i presidi volti a disincentivare la strutturazione e la vendita di prodotti finanziari eccessivamente rischiosi o complessi. Gli intermediari, in particolare, dovranno svolgere valutazioni di coerenza dei prodotti rispetto ai bisogni e alle caratteristiche della clientela sin dalla fase della loro ideazione. Gli intermediari che si occupano della distribuzione dei prodotti, saranno tenuti ad acquisire tutte le informazioni necessarie per comprenderne pienamente le caratteristiche e poterli vendere nel miglior interesse dei clienti.

Infine, importanti novità si registrano anche in tema di vigilanza sugli strumenti finanziari, a seguito dell'attribuzione alle autorità nazionali e all'ESMA del potere di bloccare la distribuzione di prodotti che possono minacciare la protezione degli investitori, l'ordinato funzionamento del mercato o la stabilità del sistema finanziario di uno o più paesi dell'Unione Europea (cosiddetta *product intervention*).

Nel mese di giugno 2013 sono stati, inoltre, pubblicati Orientamenti e raccomandazioni ESMA relativi alle politiche e prassi di remunerazione ai sensi della Direttiva MiFID (*Guidelines on remuneration policies and practices*

MiFID), applicabili ai soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento.

Il documento sottolinea l'importanza di orientare le politiche di remunerazione secondo criteri in grado di assicurare il perseguitamento del miglior interesse dei clienti e detta, inoltre, indirizzi interpretativi in merito al processo di elaborazione delle politiche e delle prassi retributive, alla struttura dei compensi e all'azione di controllo da parte delle autorità di vigilanza.

Nel 2013 sono giunti a compimento anche alcuni processi normativi in materia di emittenti. Nel novembre 2013 è entrata in vigore la 'Direttiva di modifica alla Direttiva Transparency' (Direttiva 2013/50/UE), che si pone il duplice obiettivo di favorire una migliore armonizzazione degli obblighi di trasparenza sulle partecipazioni rilevanti e di estenderne l'ambito applicativo a «*tutti gli strumenti con effetto economico simile alla detenzione di azioni e al diritto di acquisirne*».

Con riguardo al primo aspetto, la disciplina italiana prevede obblighi di comunicazione per coloro che partecipano in un emittente azioni quotate in misura superiore al due per cento. Si tratta della soglia più bassa in Europa, introdotta sfruttando i margini di *gold plating* lasciati dalla Direttiva Transparency, che pur fissando la soglia minima al 5 per cento permette agli Stati membri di prevedere soglie minori. Con riferimento all'estensione dell'ambito applicativo ai derivati che consentono di acquisire il possesso di azioni, la scelta del Legislatore è ampiamente condivisibile. La Direttiva Transparency già aveva introdotto obblighi di comunicazione relativi ai derivati con consegna fisica. La Consob ha di recente esteso tali doveri anche ai derivati che prevedono un regolamento in contanti, per tenere conto della rilevanza che tali strumenti hanno assunto in alcune vicende societarie, permettendo alla parte lunga di acquisire in modo non trasparente partecipazioni elevate in società quotate mediante il possesso delle azioni sottostanti.

La proposta di riforma della revisione contabile, avviata dalla Commissione europea nel 2011, concluderà nel 2014 il suo iter legislativo, con l'approvazione da parte del Parlamento europeo dei testi finali oggetto di un lungo negoziato.

Le regole in materia di revisione ne escono rafforzate sotto molti punti di vista: viene facilitata la libera prestazione dei servizi di revisione nel mercato unico europeo; vengono armonizzate le regole tecniche per lo svolgimento della revisione; migliora la comunicazione con il pubblico attraverso un nuovo modello di *auditor reporting*; si rafforza il sistema sanzionatorio. Inoltre, le nuove norme sull'indipendenza dei revisori degli enti di interesse pubblico (tema lungamente dibattuto tra i paesi membri), innovano profondamente la regolamentazione, segnando un deciso passo in avanti rispetto al passato.

Nel corso del 2013 è stato pubblicato dal *Takeover bids network* dell'ESMA un *public statement* con cui si forniscono informazioni sulla nozione di azione di concerto ai sensi della disciplina Opa. Tale disciplina

appare sostanzialmente in linea con gli orientamenti già maturati dalla Consob in materia.

Il *public statement* contiene una *white list*, ossia un elenco di situazioni e/o attività che di per sé non verranno considerate quali azioni di concerto da parte delle autorità di vigilanza competenti. Sul tema la Consob era già intervenuta in occasione del recepimento della Direttiva 2004/25/CE in materia di offerte pubbliche di acquisto e di scambio (art. 44-*quater*, Regolamento Emittenti).

Nel 2013, infine, è stata presentata dal Parlamento europeo la proposta di direttiva riguardante il miglioramento dell'equilibrio di genere fra gli amministratori senza incarichi esecutivi delle società quotate in borsa.

Diversamente dalla normativa dettata dal Tuf in materia di equilibrio di genere nella composizione degli organi di amministrazione e controllo delle società quotate, la proposta di direttiva non stabilisce nell'immediato una quota minima obbligatoria da riservare al genere meno rappresentato, ma prevede che il riequilibrio dei generi, da realizzare entro il 1° gennaio 2020, sia perseguito tramite procedure di scrutinio comparativo dei candidati che dovrebbero portare in maniera naturale e fisiologica al riequilibrio stesso.

La proposta della Commissione europea permette agli Stati membri di prevedere che l'obiettivo dell'equilibrio tra generi sia raggiunto quando gli appartenenti al sesso sotto-rappresentato occupano almeno un terzo di tutti i posti di amministratore. Alla luce della normativa italiana in materia di equilibrio tra generi, che riserva un terzo degli amministratori eletti al genere meno rappresentato, l'Italia potrebbe quindi avvalersi dell'ipotesi di esenzione prevista dalla Direttiva stessa.

Il flusso continuo di nuove norme europee (a cogenza differenziata), benché rispondenti a finalità condivisibili, rischia di creare un vero e proprio 'puzzle' regolamentare, di difficile lettura e di ostacolo al coordinamento dei poteri e delle competenze delle autorità dei diversi paesi.

Va, peraltro, ricordato che il processo di normazione europea si realizza sempre tramite forme di consultazione allargata a tutti gli *stakeholders* (tra cui i consumatori) e l'effettuazione di analisi d'impatto, al fine di assicurare buoni standard qualitativi in conformità ai principi di *better regulation*. Tuttavia, ove non venga valutato il generale piano delle regole esistenti, emerge il rischio di aumentare la complessità (e l'opacità) delle discipline, condizione questa potenzialmente idonea a disincentivare la propensione agli investimenti.

La razionalizzazione e la semplificazione normativa del diritto europeo dei mercati rappresenta, pertanto, un obiettivo di grande rilevanza, che dovrebbe sfociare nella realizzazione di un quadro regolamentare più armonizzato (cosiddetto *single rule book*).

Un esempio degli effetti del fenomeno di *overflow* normativo europeo si può cogliere con riguardo ai fondi comuni d'investimento non armonizzati. Come già ricordato, all'AlfMD, che disciplina i gestori di fondi di investimento 'alternativi' (fondi *hedge*, immobiliari, di *private equity*, aperti non armonizzati), sono seguiti due distinti Regolamenti sui gestori dei fondi europei per il *venture capital* e per l'imprenditoria sociale. Inoltre, specifici regimi sono stati proposti dalla Commissione europea per fondi d'investimento a lungo termine (Elif) e per i fondi d'investimento del mercato monetario. Sebbene gli obiettivi che giustificano tali iniziative siano condivisibili, le soluzioni tecnico-giuridiche adottate comportano una crescente compartimentazione e specializzazione della disciplina di settore, foriera di creare un quadro normativo disomogeneo e frammentato, con ricadute in termini di complessità sia per gli operatori finanziari sia per le autorità di vigilanza.

All'esigenza di rendere omogenee le regole e di contenere gli arbitraggi normativi, il Legislatore europeo ha risposto negli ultimi anni con l'emanazione di direttive di armonizzazione massima e connotate dal divieto di *gold plating* (ossia il divieto per i paesi membri di introdurre 'regole aggiuntive'), che devono essere recepite dagli ordinamenti nazionali, e regolamenti direttamente applicabili negli ordinamenti domestici.

Il frequente uso di regolamenti quale strumento di armonizzazione massima, pur avendo il pregio di assicurare l'adozione delle medesime regole in tutti i paesi dell'Unione, non risolve il problema della complessità del quadro normativo. I regolamenti, infatti, si inseriscono in genere in una disciplina preesistente, rappresentata da un sistema di norme europee e di regole nazionali.

3 Gli assetti di vigilanza

La Consob partecipa, come noto, al Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF), operativo dal 2011, che comprende tre Autorità europee (ESAs), la *European Banking Authority* (EBA), la *European Insurance and Occupational Pension Authority* (EIOPA) e la *European Securities and Markets Authority* (ESMA) con competenze, rispettivamente, nei settori delle banche, compagnie di assicurazione e mercati mobiliari.

L'ESMA svolge un ruolo importante nella regolamentazione di settore, con responsabilità consultive e propositive nei confronti della Commissione europea in sede di emanazione di standard normativi e misure di attuazione delle disposizioni legislative (cosiddetto livello 2).

Nonostante le regole siano sempre più di matrice europea, la vigilanza nel settore dei mercati degli strumenti finanziari resta, tuttavia, decentrata a livello nazionale. Non mancano alcuni rilevanti esempi di vigilanza diretta da parte dell'ESMA, ad esempio nel caso di soggetti con operatività *cross-country* (agenzie di rating e *trade repository*), ovvero a

fronte di fenomeni che possono essere fonte di rischio sistematico (*short selling*). Si tratta, comunque, di un approccio modulare che non ha finora consentito una significativa armonizzazione.

L'ESMA ha il compito, inoltre, di favorire la convergenza delle pratiche di vigilanza tra le autorità nazionali e il loro coordinamento a fronte di attività transfrontaliere. È questo probabilmente il ruolo più arduo, stanti le differenti tradizioni e il diverso grado di sviluppo dei mercati nazionali, la tendenziale resistenza delle autorità a modificare le proprie prassi e gli strumenti limitati a disposizione dell'ESMA stessa. L'Autorità europea, infatti, può ricorrere solo a misure di *soft law*, quali l'emanazione di linee guida soggette a mero *comply or explain*. Tali limitazioni si spiegano anche alla luce del fatto che, a differenza della BCE, l'ESMA non è stata istituita ai sensi del Trattato UE. Peraltro, non tutte le autorità nazionali garantiscono un'effettiva e coerente applicazione delle linee guida, come si evince dalle revisioni in parallelo delle discipline nazionali (*peer review*) condotte dall'ESMA negli ultimi anni. La mancata centralizzazione della vigilanza finisce, in molti casi, per avvantaggiare coloro che fanno ricorso a prassi meno scrupolose.

Al fine di conseguire un'effettiva armonizzazione delle pratiche di vigilanza e, al contempo, una significativa semplificazione istituzionale e di prassi operative, si potrebbe ipotizzare l'avvio di una *financial union* che assegna a un'Autorità europea un ruolo più forte in materia sia di regolamentazione sia di vigilanza.

La revisione della struttura delle Autorità europee e del sistema di vigilanza europeo nel suo complesso, prevista dalle disposizioni legislative istitutive del SEVIF, potrebbe costituire l'occasione per agire in tale direzione.

In data 11 marzo 2014 il Parlamento europeo ha approvato una risoluzione con la quale invita la Commissione europea a presentare, entro il 1° luglio 2014, una proposta di legge per la revisione del sistema europeo di *financial supervision*, che tenga conto dell'esperienza fino a ora maturata dalle ESAs. In tale occasione, si potrà utilmente ipotizzare una progressiva centralizzazione della vigilanza finanziaria.

Quanto al perimetro al quale estendere la centralizzazione di vigilanza finanziaria, l'esperienza maturata dalla Consob ha evidenziato che ogni singola area mostra necessità di coordinamento internazionale differenti.

In particolare, tale esigenza è più marcata con riferimento ai mercati, per i quali, come si è già ricordato, il ruolo dell'ESMA è stato rafforzato. In materia di emittenti quotati, la centralizzazione della vigilanza appare, invece, prematura. Specie nell'ambito della *corporate governance*, è ancora necessaria, infatti, una armonizzazione normativa maggiore di quella attuale.

L'attuale assetto di vigilanza, basato su un modello di tipo settoriale, non tiene conto della natura cross-sector dei mercati e delle istituzioni finanziarie. Sarebbe auspicabile rivedere tale architettura, a favore di un

approccio cosiddetto '*twin peaks*', ovvero un modello di tipo funzionale, con un'autorità responsabile della vigilanza microprudenziale e un'altra della vigilanza sui comportamenti, in linea con quanto avviene nei principali paesi europei. Un tale modello ridurrebbe i rischi di arbitraggio regolamentare tra diversi tipi di istituzioni finanziarie, in quanto le medesime regole di comportamento si applicherebbero a tutti i soggetti che svolgono la stessa attività, indipendentemente dalla loro natura.

Una compiuta attuazione del modello *twin peaks* sarebbe auspicabile anche nel contesto italiano, dove ancora permane una ripartizione delle competenze tra Consob e Banca d'Italia foriera di complessità e sovrapposizioni.

In particolare, il riporto delle competenze in materia di risparmio gestito meriterebbe una rivisitazione sistematica, poiché i profili di attenzione per la vigilanza dell'*asset management* sono riferibili soprattutto, se non esclusivamente, a correttezza e trasparenza dei comportamenti, piuttosto che alla stabilità del soggetto che presta il servizio di gestione collettiva del risparmio.

In questo tipo di attività, infatti, non si realizza un'intermediazione finanziaria in senso stretto, con tutte le conseguenze in termini di rischio di insolvenza, di tutela dei creditori dell'intermediario e della stabilità del sistema finanziario. La separazione contabile e patrimoniale dei portafogli gestiti fa sì che il rischio dell'investimento venga trasferito direttamente sull'investitore e non permanga in capo all'intermediario.

L'attuale impostazione del Tuf, invece, risente di una dilatazione del concetto di 'sana e prudente gestione', che è andato oltre quanto previsto dalla disciplina comunitaria.

Sarebbe altresì opportuno rivedere anche la disciplina complessiva dell'autorizzazione dei servizi di investimento, accordando all'Istituto un maggior coinvolgimento sia per quanto concerne l'autorizzazione degli enti creditizi alla prestazione dei servizi di investimento sia – più in generale – nel settore della *governance* degli intermediari, oggi ad appannaggio principalmente della Banca d'Italia.

Si tratta di un'anomalia evidenziata dallo stesso Fondo Monetario Internazionale (FMI) nell'*assessment* sul sistema finanziario italiano del dicembre 2013. In particolare, l'FMI ha sottolineato l'importanza della previsione di un parere obbligatorio della Consob per quanto riguarda la parte dell'autorizzazione relativa alla prestazione dei servizi di investimento (il parere obbligatorio della Banca d'Italia per le Sim è già previsto dal Tuf).

Tali raccomandazioni si inseriscono in una valutazione positiva della regolamentazione e della vigilanza sui mercati mobiliari, nell'ambito della quale l'FMI auspica l'ulteriore valorizzazione del ruolo della Consob nel garantire credibilità, integrità ed efficienza del sistema finanziario italiano.

Il Fondo ha sottolineato che la Consob ha acquisito una conoscenza degli intermediari e dei prodotti finanziari molto più puntuale rispetto a quella di diverse altre autorità di paesi avanzati, soprattutto a seguito delle iniziative intraprese a partire dal 2009 che hanno rafforzato la vigilanza sul rispetto delle regole della distribuzione. Ferma restando l'opportunità di incrementare l'uso dello strumento ispettivo, l'azione dell'Istituto è stata valutata in termini molto positivi.

Il Legislatore italiano è inoltre chiamato a rafforzare i poteri dell'Autorità e, in particolare, il regime sanzionatorio applicabile agli emittenti e agli intermediari, in modo da garantire maggiore efficacia e deterrenza.

Sotto questo aspetto la Consob ha formulato alcune proposte che sono state in parte inserite in disegni di legge tuttora all'esame del Parlamento (ad esempio nel d.d.l. 'semplificazioni'). In particolare, è stata auspicata la possibilità di sanzionare gli amministratori di società quotate per violazioni della normativa sulle parti correlate e di estendere i poteri della Consob in materia di abuso di informazioni privilegiate (di cui all'art. 187-octies del Tuf), consentendo alla Commissione di indagare non solo sui soggetti vigilati, ma anche su chiunque possa essere informato sui fatti oggetto di indagine.

II L'attività regolamentare

1 Il recepimento delle direttive europee e altri interventi in attuazione del Tuf

A seguito dell'intensa attività di produzione normativa, a livello sia europeo sia nazionale, anche nel 2013 la Consob è stata chiamata a fornire il proprio contributo tecnico su numerose iniziative legislative. Si segnala, in particolare, il coinvolgimento nei lavori per l'elaborazione degli schemi della legge europea e della legge di delegazione europea, per il primo e il secondo semestre del 2013, nonché il supporto fornito nell'elaborazione di schemi di decreto legislativo in attuazione di direttive o regolamenti europei.

Con la legge europea 2013 sono state apportate al Tuf le modifiche necessarie per l'attuazione delle disposizioni del Regolamento 648/2012/UE (cosiddetto EMIR – *Europen Market Infrastructure Regulation*) relativo agli strumenti derivati Otc, alle controparti centrali e ai repertori di dati sulle negoziazioni, con cui è stata dettata una disciplina armonizzata in materia di regolamentazione delle transazioni in derivati condotte al di fuori dei mercati regolamentati, allo scopo di ridurre i connessi rischi sistematici. A seguito di tale intervento, sarà necessario procedere alla revisione del Regolamento congiunto di Banca d'Italia e Consob del 2008, recante la disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione.

Con la legge europea-bis 2013 è stata data attuazione al Regolamento 462/2013/UE (cosiddetto CRA3, in materia di agenzie di rating) ed è stata conferita delega al Governo per il recepimento della Direttiva 2013/14/UE, avente come obiettivo la riduzione dell'affidamento esclusivo o meccanico ai giudizi rilasciati da agenzie di rating.

La Consob si è già orientata in questa direzione attraverso la pubblicazione, poco dopo l'entrata in vigore del Regolamento CRA3 nel giugno 2013, di una '*Comunicazione sui doveri di trasparenza e correttezza dei gestori collettivi e i giudizi delle agenzie di rating*', con cui è stato ribadito il dovere di valutare correttamente e indipendentemente il merito di credito delle attività di investimento, operando al meglio nell'interesse degli investitori.

Nell'anno in corso saranno valutati, inoltre, interventi regolamentari *ad hoc*, relativi ai nuovi compiti di vigilanza che la Consob è chiamata a svolgere ai sensi

del Regolamento CRA3, con particolare riferimento alle norme attinenti agli strumenti di finanza strutturata.

L'Istituto ha contribuito anche al Tavolo di lavoro tecnico tra Autorità, coordinato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, per l'attuazione della Direttiva 2011/61/UE (AIFMD), vigente dallo scorso 22 luglio (si veda anche il Capitolo VI *'L'attività regolamentare'*, Parte C). La Direttiva introduce regole uniformi in materia di autorizzazione, funzionamento e trasparenza dei gestori di fondi di investimento alternativi (Gefia), ossia che gestiscono e/o commercializzano nell'Unione Oicr diversi da quelli rientranti nel perimetro applicativo della Direttiva 2009/65/UE (UCITS IV).

Il regime di vigilanza per i gestori di fondi alternativi comprende, oltre all'autorizzazione valida per tutti gli Stati membri, requisiti di capitale e organizzativi (relativi al sistema di controllo dei rischi e al regime di esternalizzazione delle attività), regole di condotta (in materia, ad esempio, di prevenzione dei conflitti di interessi) ed estesi obblighi informativi nei confronti delle autorità di vigilanza. La commercializzazione dei fondi di investimento alternativi (Fia) nell'Unione deve avvenire esclusivamente nei confronti degli investitori professionali, con facoltà per gli Stati membri di consentire ai Gefia la commercializzazione presso gli investitori al dettaglio, e quindi di introdurre, limitatamente a questo caso, prescrizioni più rigorose di quelle applicabili ai Fia commercializzati presso investitori professionali sul loro territorio. In pari data è entrato in vigore il Regolamento 231/2013, che integra la Direttiva AIFMD in punto di deroghe, condizioni generali di esercizio, depositari, leva finanziaria, trasparenza e sorveglianza.

Con i già menzionati Regolamenti 345/2013 (EuVECA) e 346/2013 (EuSEF), anch'essi vigenti a far data dal 22 luglio 2013, è stata ulteriormente dettagliata la disciplina applicabile a due tipi di gestori alternativi che per la loro dimensione ridotta non rientrano nel campo di applicazione della Direttiva AIFMD.

Considerata, per costante giurisprudenza, la natura *self executing* di alcune disposizioni della Direttiva e l'immediata applicabilità dei citati regolamenti europei, la Consob e la Banca d'Italia hanno emanato una comunicazione congiunta, il 26 luglio 2013 (*Disciplina applicabile ai gestori di fondi alternativi in attesa del recepimento della Direttiva AIFMD*), in cui sono state enucleate le norme immediatamente applicabili sino all'entrata in vigore delle disposizioni nazionali di recepimento, anche di livello regolamentare.

La delega al Governo per l'attuazione della Direttiva AIFMD è stata conferita con la legge di delegazione europea, adottata in data 6 agosto 2013 ed entrata in vigore il successivo 4 settembre 2013. Ai fini del recepimento della disciplina europea dei fondi di investimento alternativi e in linea con l'esperienza pregressa è stato condiviso un approccio di tipo minimale, per effetto del quale saranno inserite nel Tuf solo le disposizioni di applicazione generale contenute nella

Direttiva 2011/61/UE e quelle strettamente necessarie all'applicazione dei Regolamenti EuVECA e EuSEF. Al contempo, si è demandata alla regolamentazione secondaria la disciplina dettagliata delle materie devolute alla competenza della Consob e della Banca d'Italia, nell'intento di assicurare a tale complessa disciplina un adeguato margine di flessibilità. Pur non essendo ancora completato l'adeguamento del quadro normativo primario rispetto a tali fonti, la Consob ha già avviato i lavori per l'adozione delle disposizioni di attuazione regolamentare.

La Consob ha, inoltre, notificato all'ESMA la propria intenzione di conformarsi agli Orientamenti emanati dall'Autorità europea nel 2013, al fine di istituire prassi di vigilanza uniformi, integrare la definizione di Ria e fornire indicazioni in materia di sane politiche retributive.

2 L'attività regolamentare dell'Istituto

La Commissione, con la delibera 18750 del 19 dicembre 2013, ha approvato il nuovo 'Regolamento sul procedimento sanzionatorio', al fine di semplificare e accelerare i procedimenti sanzionatori di propria competenza, perseguendo una maggiore efficienza, efficacia e tempestività dell'azione amministrativa e, per questa via, una maggiore certezza dei rapporti giuridici (si veda anche il Capitolo VI 'L'attività regolamentare', Parte C).

Fermo restando il rispetto dei principi della piena conoscenza degli atti istruttori, del contraddittorio, della verbalizzazione, nonché della distinzione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie rispetto all'irrogazione della sanzione imposti dal Legislatore, è stato delineato un modello organizzativo che ha consentito di dimezzare la durata complessiva dei procedimenti sanzionatori. Tale risultato è stato conseguito accentrandone la fase istruttoria del procedimento sanzionatorio in capo a una sola unità organizzativa dell'Istituto, innanzi alla quale si svolgerà il contraddittorio con le parti interessate dal procedimento e nell'ambito del quale è assicurato alle stesse il pieno esercizio dei diritti di difesa quali previsti dall'ordinamento.

Tale innovazione permetterà una maggiore uniformità nei criteri di valutazione dei fatti oggetto dei procedimenti, nonché una più efficace attuazione del principio di parità di trattamento dei soggetti interessati.