

accompagnati dai report individuali; il divieto di inserire, all'interno dei giudizi di rating, raccomandazioni o prescrizioni di politica economica rivolte agli Stati membri. Si prevede, inoltre, che le comunicazioni pubbliche relative a potenziali cambiamenti del rating, qualora inserite in documenti diversi dai report di rating o di outlook, non possano basarsi su informazioni private provenienti dall'entità oggetto di rating, se non previo consenso della stessa, e che ogni rating o outlook debba essere accompagnato da un rapporto dettagliato che ne spieghi le assunzioni, i parametri, i fattori di incertezza e gli altri elementi presi in considerazione nella valutazione.

Viene previsto, infine, che la Commissione europea presenti al Parlamento e al Consiglio europeo, entro la fine del 2014, una relazione in merito all'opportunità di sviluppare una valutazione europea del merito creditizio per il debito sovrano e, tenendo conto delle conclusioni della suddetta relazione, presenti al Parlamento e al Consiglio europeo, entro la fine del 2016, una relazione sull'opportunità e la fattibilità di istituire un'agenzia di rating europea preposta alla valutazione del merito creditizio del debito sovrano degli Stati membri e/o una fondazione europea di rating del credito per tutti gli altri rating.

Il nuovo Regolamento introduce alcune previsioni volte a rendere trasparenti i conflitti di interessi collegati alla struttura dell'azionariato delle agenzie di rating.

In particolare, si introduce il divieto di detenere una partecipazione superiore al 5 per cento nel capitale di più di un'agenzia di rating (o delle società che controllano tali agenzie), qualora non facciano parte dello stesso gruppo, e l'obbligo di *disclosure* per le partecipazioni pari o superiori a tale soglia. Inoltre, si introduce il divieto di emettere rating nel caso in cui l'entità oggetto del rating, ovvero un suo azionista rilevante o amministratore, possieda una partecipazione pari almeno al 10 per cento nell'agenzia di rating o in una società che la controlla.

Viene, inoltre, previsto un regime di responsabilità civile a carico delle agenzie di rating, sulla base del quale può essere chiesto il risarcimento del danno, nel caso in cui nell'elaborazione o diffusione di un giudizio l'agenzia abbia commesso, per dolo o colpa grave, una violazione del Regolamento europeo e detta violazione abbia avuto un impatto sul rating emesso.

L'azione per il risarcimento del danno può essere promossa sia da parte di un investitore, nel caso dimostri di aver fatto ragionevole affidamento sul giudizio di rating per la propria decisione di investimento o disinvestimento, sia da parte di un emittente, laddove dimostri di essere stato oggetto di rating (ovvero che lo siano stati i titoli emessi dallo stesso) e che la violazione posta in essere dall'agenzia non sia stata causata da propria colpa nella comunicazione di informazioni inaccurate o fuorvianti.

Con riguardo ai prodotti finanziari strutturati, sono stati introdotti specifici obblighi informativi ed è stato previsto l'obbligo, nel caso di rating sollecitato, di affidare l'incarico ad almeno due agenzie che emettano il giudizio sul merito di credito indipendentemente l'una dall'altra.

Con riguardo agli obblighi informativi, è prevista la pubblicazione, su un sito internet creato dall'ESMA, delle informazioni sulla qualità creditizia e sulle prestazioni delle attività sottostanti lo strumento finanziario strutturato, sulla struttura dell'operazione di cartolarizzazione, sui flussi di cassa e sulle garanzie reali a sostegno delle esposizioni inerenti la cartolarizzazione, nonché delle informazioni sui flussi di cassa necessarie per la realizzazione di *stress test* e sui valori delle garanzie reali a sostegno delle esposizioni sottostanti.

Il nuovo testo di Regolamento prevede anche l'istituzione, da parte dell'ESMA, di una piattaforma europea dei rating (*European rating platform*), che includerà tutti i rating e gli *outlook* prodotti da agenzie di rating registrate (fatta eccezione per quelli prodotti e comunicati esclusivamente ad alcuni investitori in cambio di una commissione) allo scopo di consentire al pubblico di confrontare agevolmente tutti i rating emessi in relazione a una determinata entità.

Con riferimento alle metodologie utilizzate, viene previsto l'obbligo per le agenzie di rating di informare preventivamente l'ESMA dell'adozione di nuove metodologie o di cambiamenti delle stesse, nonché di svolgere una consultazione pubblica sulle novità o sui cambiamenti introdotti. Viene anche stabilito l'obbligo di comunicare eventuali errori nelle metodologie utilizzate all'ESMA e alle entità coinvolte e, qualora gli errori commessi abbiano avuto un impatto sui rating, al pubblico.

Infine, sono state introdotte alcune misure finalizzate a incentivare una maggiore concorrenza nel mercato dei giudizi di rating.

In particolare, nel caso in cui gli emittenti o terzi ad essi collegati intendano richiedere un rating a due o più agenzie, tra le agenzie selezionate ve ne deve essere almeno una detentrica di una quota complessiva di mercato non superiore al 10 per cento e che sia giudicata dall'emittente o dal terzo in grado di emettere un rating relativo all'emissione o alla stessa entità. Nel caso in cui ciò non avvenga l'emittente dovrà fornire un'adeguata documentazione in merito alle relative motivazioni, secondo il modello del *comply or explain*. Ulteriori misure a favore della concorrenza sono gli obblighi di *disclosure* relativi agli strumenti finanziari strutturati per una maggiore trasparenza e controllo dei giudizi e gli obblighi di rotazione delle agenzie nel caso di rating su strumenti finanziari oggetto di ricartolarizzazione.

## 2 La disciplina in materia di emittenti

### *La Direttiva Prospetto: misure attuative*

Nel corso del 2013 è stato pubblicato il terzo Regolamento attuativo della Direttiva Prospetto (Regolamento 759/2013/UE), relativo agli obblighi d'informativa sui titoli di debito convertibili e scambiabili, la cui principale finalità è garantire l'effettiva armonizzazione delle regole informative in tale ambito.

Il Regolamento prevede, inoltre, che il prospetto contenga informazioni sulle caratteristiche essenziali delle azioni che possono essere acquistate o sottoscritte con la conversione o lo scambio delle obbligazioni. Qualora le obbligazioni siano convertibili o scambiabili in azioni dello stesso emittente o di un'entità appartenente al medesimo gruppo (e le azioni sottostanti non siano già negoziate in un mercato regolamentato), si stabilisce che sia applicato lo schema di documento di registrazione relativo alle azioni e la nota informativa sugli strumenti finanziari includa la dichiarazione sul capitale circolante e la dichiarazione sui fondi propri e sull'indebitamento dell'emittente; infine, gli schemi semplificati di prospetto devono essere applicati alle offerte in opzione di azioni e, nel caso di piccole e medie imprese e società con ridotta capitalizzazione (SMEs), anche alle offerte e quotazioni di obbligazioni convertibili o scambiabili.

Nel dicembre 2013 l'ESMA ha sottoposto alla Commissione europea e pubblicato, in esecuzione del potere conferito dall'art. 16, par. 3, della Direttiva Prospetto, il progetto di norme tecniche di regolamentazione, volte a individuare i casi in cui è necessaria la pubblicazione di un supplemento al prospetto, a causa di un fatto nuovo significativo, di un errore materiale o una imprecisione relativi alle informazioni contenute nel prospetto.

In particolare, nel caso di prospetti su azioni o altri titoli negoziabili equivalenti alle azioni di cui all'art. 4(2)(1) del Regolamento 809/2004/CE o altri titoli azionari di cui all'art. 17(2) di tale Regolamento, si prevede l'obbligo di pubblicazione di un supplemento a seguito dei seguenti eventi: la pubblicazione di un nuovo bilancio annuale corredato del giudizio di revisione; la pubblicazione di una previsione o stima di utile nuova rispetto a quella già riportata nel prospetto; la modifica del soggetto controllante l'emittente; il lancio da parte di un'entità terza di un'Opa, come definita dall'art. 2(1) della Direttiva 2004/25/CE, nonché la pubblicazione dei risultati delle adesioni all'offerta relativa alle azioni dell'emittente; il venir meno della validità della dichiarazione relativa al capitale circolante inclusa nel prospetto; l'assunzione da parte dell'emittente di un nuovo impegno finanziario significativo.

Inoltre, per tutti i prospetti, è prevista la pubblicazione di un supplemento nel caso in cui sia richiesta l'ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato situato in un altro Stato membro non previsto nel prospetto e vi sia un incremento del controvalore di un programma di offerta.

#### *La riforma della Direttiva Transparency*

Il 27 novembre 2013 è entrata in vigore la Direttiva di modifica alla Direttiva *Transparency* (Direttiva 2013/50/UE), con 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 azionaria quotata in misura superiore al 2 per cento. Si tratta della soglia più bassa in Europa, introdotta dal Legislatore italiano in un'ottica di *gold plating*, sfruttando gli spazi di libertà lasciati dalla Direttiva *Transparency*, che fissa come soglia minima quella del 5 per cento ma permette agli Stati membri di prevedere soglie minori. Con riferimento al secondo aspetto, è ampiamente condivisibile la scelta di estendere gli obblighi di trasparenza. La Direttiva *Transparency* già aveva introdotto obblighi di comunicazione relativi ai derivati con consegna fisica. La Consob ha di recente applicato tali doveri anche ai derivati che prevedono un regolamento in contanti, per tenere conto della rilevanza che tali strumenti hanno avuto in recenti vicende societarie, permettendo alla parte che ha assunto una posizione lunga di acquisire, in modo non trasparente, partecipazioni elevate in società quotate e di entrare in possesso delle azioni sottostanti.

Entro il 27 novembre 2014 l'ESMA dovrà presentare alla Commissione europea i progetti di norme tecniche di regolamentazione, volte a meglio specificare taluni aspetti di dettaglio relativi agli obblighi di trasparenza delle partecipazioni rilevanti nonché alle relative esenzioni.

In particolare, l'ESMA dovrà individuare: il metodo di calcolo della soglia del 5 per cento con riguardo alle esenzioni relative a operazioni effettuate dai *market makers* ovvero ai portafogli di negoziazione di enti creditizi o imprese di investimento; il metodo di calcolo dei diritti di voto nel caso di strumenti finanziari con effetto economico simile alla detenzione di azioni e al diritto di acquisizione, che siano collegati a un paniere di azioni o a un indice; i metodi per determinare il coefficiente delta ai fini del calcolo dei diritti di voto collegati a strumenti finanziari che prevedono esclusivamente il regolamento in contanti; i casi di applicabilità delle esenzioni previste nel caso di strumenti finanziari detenuti al fine di eseguire ordini ricevuti dai clienti, in risposta alle richieste del cliente di negoziare a titolo non proprietario, o a copertura di posizioni derivate da tali operazioni. Inoltre, è demandata all'ESMA l'elaborazione e l'aggiornamento periodico dell'elenco indicativo degli strumenti finanziari soggetti agli obblighi di notifica.

Allo scopo di definire le norme tecniche di regolamentazione, le autorità di vigilanza nazionali sono state coinvolte in un'articolata attività di analisi e confronto, ad esito della quale sono state individuate alcune proposte pubblicate in un apposito Documento di consultazione.

#### *La riforma della Direttiva sulla revisione contabile*

Nel corso del 2014 si concluderà il processo di modifica della Direttiva 2006/43/CE sulla revisione contabile, avviato dalla Commissione europea nel 2011, con l'approvazione da parte del Parlamento europeo di una nuova Direttiva, che modifica la Direttiva 2006/43/CE, contenente le norme generali sulla revisione, e un Regolamento, direttamente applicabile negli Stati membri, contenente numerose disposizioni speciali sulla revisione degli

enti di interesse pubblico (cosiddetti Pie, ossia emittenti valori mobiliari ammessi alla negoziazione su mercati regolamentati o che hanno richiesto l'ammissione, banche, assicurazioni, e altri soggetti definiti come tali da ogni Stato membro).

Le nuove regole si propongono di: facilitare la libera prestazione dei servizi di revisione nel mercato unico europeo; rafforzare le regole di indipendenza dei revisori e il mantenimento di sistemi di controllo interno tesi a garantire la qualità della revisione; armonizzare le regole tecniche per lo svolgimento della revisione; migliorare la comunicazione con il pubblico attraverso un nuovo modello di *auditor reporting*; rafforzare il sistema sanzionatorio.

Con riguardo alla revisione dei bilanci di Pie, il Regolamento introduce norme speciali a tutela dell'indipendenza dei revisori con riferimento a diversi profili (tra i quali la prestazione di servizi diversi dalla revisione contabile, il conferimento dell'incarico di revisione e la durata massima dello stesso con rotazione obbligatoria). Esso mira, inoltre, a facilitare le comunicazioni tra revisori, *audit committees* e autorità di vigilanza; inserisce norme speciali in materia di *auditor reporting* e previsione di un *additional report* all'*audit committee*; intende rafforzare il ruolo e i compiti degli *audit committees*, nonché i poteri delle autorità di vigilanza sui revisori, in particolare nello svolgimento dei controlli di qualità.

Nell'ambito della nuova disciplina, le disposizioni sull'indipendenza dei revisori dei Pie hanno suscitato un intenso dibattito.

Particolare attenzione è stata dedicata alle norme tese a disciplinare i possibili conflitti di interessi derivanti dalla prestazione di servizi diversi dalla revisione nei confronti dei Pie sottoposti a revisione (e delle loro controllanti e controllate). La disciplina vieta la prestazione di determinati servizi, contenuti in un elenco ampliabile da parte degli Stati membri, e assegna all'*audit committee* dell'ente stesso la responsabilità di approvare la prestazione di servizi diversi da quelli vietati.

È stato, inoltre, stabilito, a tutela dell'indipendenza, che i corrispettivi per la prestazione dei servizi consentiti al Pie, alle sue controllanti e controllate non possano eccedere il 70 per cento della media dei corrispettivi per i servizi di *audit* pagati, dalle medesime società, negli ultimi tre anni consecutivi.

Ulteriore novità riguarda il conferimento dell'incarico di revisione relativo ai Pie che deve avvenire a seguito di una gara, da svolgersi sotto la supervisione dell'*audit committee*, che a sua volta dovrà formulare una raccomandazione all'organo amministrativo per la nomina del revisore.

In materia di indipendenza, infine, è stata introdotta la regola della rotazione obbligatoria della società di revisione o del singolo revisore a seguito della scadenza della durata massima del mandato. L'incarico di revisione non potrà avere una durata superiore a 10 anni (con possibilità per gli Stati membri di stabilire una durata inferiore) e non potrà essere nuovamente conferito allo stesso revisore se non sia decorso un periodo di 4 anni. In deroga a tale divieto, gli Stati membri possono stabilire che, al termine del periodo massimo, l'incarico possa essere nuovamente

conferito per altri 10 anni ove sia effettuata una nuova gara per il suo conferimento, o per altri 14 anni, ove ci sia stato e sia ancora in corso un *joint audit* (sempre a seguito di una raccomandazione dell'*audit committee* e dell'approvazione da parte dell'assemblea).

Allo scopo di facilitare la cooperazione tra i vari Stati membri, il Regolamento prevede la creazione di un nuovo organismo europeo per la cooperazione, il *Committee of European Auditing Oversight Bodies* (CEAOB), di cui faranno parte tutte le autorità responsabili della vigilanza sui revisori. Il presidente del CEAOB sarà eletto tra i suoi membri, mentre il vicepresidente sarà nominato dalla Commissione europea. Anche l'ESMA sarà un membro effettivo del CEAOB, sebbene senza diritto di voto.

Il CEAOB, oltre a rappresentare una sede di confronto per le singole autorità, potrà formulare pareri per l'implementazione della normativa europea, contribuire alla valutazione dei sistemi di vigilanza sui revisori dei Paesi terzi e alla cooperazione internazionale, al processo di adozione dei principi di revisione internazionali e alla cooperazione per la vigilanza sui *network* della revisione. In merito a tale ultimo aspetto, si prevede la possibilità per le autorità di costituire dei collegi, allo scopo di rendere la vigilanza sui *network* più efficace.

#### *La proposta di Direttiva sulla parità di genere*

Il 20 novembre 2013 il Parlamento europeo in seduta plenaria ha approvato, in prima lettura con emendamenti, il testo della proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio riguardante il miglioramento dell'equilibrio di genere fra gli amministratori senza incarichi esecutivi delle società quotate in borsa. L'obiettivo di tale proposta è «*promuovere la parità di genere nei processi decisionali e permettere di utilizzare pienamente il vivaio di competenze dei candidati ai fini di una rappresentanza più equilibrata di uomini e donne nei consigli, contribuendo così agli obiettivi di Europa 2020*».

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

Secondo la proposta della Commissione europea, è fatta salva la possibilità degli Stati membri di «*stabilire che l'obiettivo [...] è stato raggiunto quando le società quotate passano dimostrare che gli appartenenti al sesso sotto-rappresentato occupano almeno un terzo di tutti i posti di amministratore, che si tratti di amministratori con incarichi esecutivi o senza incarichi esecutivi*».

Alla luce della normativa italiana in materia di equilibrio tra i generi, che riserva un terzo degli amministratori eletti al genere meno rappresentato, l'Italia potrebbe quindi avvalersi dell'ipotesi di esenzione prevista dalla direttiva. Tuttavia, mentre la normativa italiana trova applicazione per i primi tre rinnovi degli organi di amministrazione e controllo a decorrere dal 12 agosto 2012, la proposta di direttiva, ove recepita, potrebbe produrre effetti fino al 2028 e anche oltre, alla luce della possibilità di proroga contemplata dalla medesima proposta.

#### *La definizione di azione di concerto*

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* fornisce agli investitori istituzionali indicazioni in merito alle condotte cooperative che i medesimi possono porre in essere al fine di favorire buone prassi di *governance* nelle società quotate senza dover incorrere nell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto. In particolare, esso 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, al fine di evitare che incertezze interpretative potessero ostacolare la partecipazione attiva delle minoranze alla *governance* delle imprese (art. 44-*quater* del Regolamento Emittenti). In quella circostanza sono stati identificati i casi in cui, salvo prova contraria, si presume che alcuni soggetti agiscano di concerto e i casi di cooperazione tra azionisti che esulano da tale fattispecie.

### **3 La disciplina in materia di intermediari e prodotti di investimento**

#### *La revisione della Direttiva MiFID*

Nell'ambito della disciplina degli intermediari, le modifiche alla MiFID rafforzano i presidi di tutela degli investitori attraverso la riduzione dell'ambito di applicazione dell'*execution only* e l'introduzione della consulenza indipendente. Sono state introdotte, inoltre, misure di cosiddetta *product governance*, che riservano specifica attenzione al ruolo e ai doveri dei *product manufacturers* nella valutazione della compatibilità dei prodotti che si intendono strutturare con le esigenze di potenziali clienti ai quali essi sono destinati; infine, sono stati attribuiti alle autorità competenti specifici poteri di *product intervention*.

Le innovazioni, inoltre, in materia di consulenza confermano la tipizzazione, entro l'alveo del servizio di consulenza, della *species* 'consulenza indipendente', introducendo così una pluralità di modelli operativi e di *business* tra cui gli operatori possono scegliere. L'attività di consulenza, nella prospettata configurazione 'indipendente', 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' in grado di consentire la cura degli interessi degli investitori.

In particolare, il *range* di strumenti finanziari disponibili sul mercato, che deve essere valutato dall'intermediario, dovrebbe essere 'sufficientemente diversificato' in termini sia di tipologia sia di *issuers* o *product providers*. Inoltre la MiFID2 specifica che l'oggetto delle raccomandazioni di investimento non deve essere limitato agli strumenti finanziari emessi dall'intermediario medesimo ovvero da entità che abbiano rapporti con il prestatore del servizio tali da pregiudicare l'indipendenza del consiglio reso. La disciplina, inoltre, si concretizza nel divieto di accettare e trattenere commissioni, *fees* e ogni altro beneficio monetario o non monetario corrisposto da soggetti terzi diversi dal cliente, ad eccezione dei *minor non monetary benefits* che siano in grado di innalzare la qualità del servizio reso e risultino tali da non pregiudicare la capacità dell'intermediario di perseguire il miglior interesse della clientela.

Le disposizioni in tema di *product governance*, mirano ad assicurare, sin dalla fase di ideazione dei prodotti e nella successiva attività di definizione della gamma prodotti da distribuire, il perseguimento del miglior interesse dei clienti.

A tal fine, viene esplicitato l'obbligo del *product manufacturer* di implementare misure organizzative *ad hoc* che consentano lo svolgimento, in via anticipata, di valutazioni circa la compatibilità dei prodotti che si intendono strutturare con le esigenze finanziarie del potenziale *target market*.

Pari importanza è riconosciuta agli intermediari che curano il 'momento distributivo' e il rapporto diretto con la clientela. L'impresa di investimento, infatti, è tenuta a comprendere gli strumenti finanziari che offre o consiglia, dovendo valutarne la compatibilità con i bisogni dei clienti ai quali offre servizi di investimento e assicurarsi che questi siano offerti o raccomandati solo quando ciò risulta nell'interesse del cliente. In tale contesto, viene espressamente precisato il dovere degli intermediari distributori che offrono strumenti finanziari (e depositi strutturati) ingegnerizzati da soggetti terzi di adottare strumenti che consentano di acquisire dai *product manufacturers* le informazioni necessarie a comprenderne pienamente le caratteristiche.

Il testo concordato in sede di Trilogo esplicita, inoltre, la necessità di un diretto coinvolgimento dell'organo d'amministrazione dell'intermediario nella definizione delle relative strategie commerciali e di *business*, al fine di garantire coerenza con i bisogni e le caratteristiche degli investitori serviti.



Il testo della MiFIR attribuisce alle competenti autorità nazionali e, in via temporanea, all'ESMA ovvero all'EBA la potestà di adottare specifiche misure di *product intervention*, orientate a proibire la diffusione di prodotti finanziari o attività commerciali ritenuti pregiudizievoli per la tutela degli investitori, l'ordinato funzionamento e l'integrità dei mercati ovvero per la stabilità dell'intero sistema finanziario o di una sua parte. I poteri di *product intervention* possono essere attivati dalle autorità nazionali con riguardo a strumenti finanziari e depositi strutturati, dall'ESMA con riferimento alla categoria degli strumenti finanziari e dall'EBA con esclusivo riguardo alla categoria dei depositi strutturati.

Più in particolare, le autorità nazionali ed europee possono, nell'ambito delle rispettive competenze, proibire o limitare sia il *marketing*, la distribuzione o la vendita di certi strumenti finanziari/depositi strutturati ovvero di strumenti finanziari/depositi strutturati con certe caratteristiche, sia un tipo di attività o pratica finanziaria.

Il testo concordato individua, altresì, alcuni criteri/fattori (*trigger*) dai quali è possibile desumere la sussistenza di rischi per i clienti, per il funzionamento e l'integrità dei mercati nonché per la stabilità del sistema finanziario, demandando al livello 2 l'effettiva delimitazione dei menzionati criteri nell'ambito delle direttrici generali previste a livello 1. Secondo quanto stabilito da MiFIR, gli atti delegati della Commissione dovrebbero prendere in considerazione almeno i seguenti fattori e criteri rilevanti: il grado di complessità dello strumento/deposito strutturato, anche in rapporto alla tipologia di clientela al quale il prodotto è offerto; l'ammontare delle emissioni aventi ad oggetto strumenti finanziari/depositi strutturati; il grado di 'innovazione' di uno strumento/deposito strutturato, di un'attività o pratica commerciale; l'eventuale operatività 'a leva'.

L'articolato del MiFIR consente, inoltre, alle competenti autorità nazionali ed europee di imporre divieti o restrizioni '*on a precautionary basis*', prima che lo strumento finanziario/deposito strutturato sia stato commercializzato o distribuito alla clientela. Il mancato esercizio, in via precauzionale, del potere di *product intervention* non può essere assimilato a una forma, neppure implicita, di preventiva approvazione da parte delle autorità dei prodotti immessi sul mercato o delle attività esercitate.

L'esercizio, anche in via preventiva, del potere di *product intervention* presuppone la vigilanza dei fenomeni che possono essere oggetto di divieto o limitazione. Pertanto alle autorità di vigilanza, ciascuna nell'ambito delle rispettive competenze, si chiede di monitorare il mercato degli strumenti finanziari e dei depositi strutturati.

#### *La Direttiva sui fondi di investimento alternativi*

Nel luglio 2013 sono entrati in vigore la Direttiva 2011/61/UE (*Alternative Investment Funds Market Directive* - AIFMD) e i Regolamenti 345

e 346 del 2013, che dettagliano, rispettivamente, la disciplina dei fondi europei per il *venture capital* (EuVECA) e dei fondi europei per l'imprenditoria sociale (EuSEF), applicabili al di sotto di prefissate soglie di patrimonio gestito. Si tratta di fondi che non rientrano nell'ambito di applicazione della Direttiva AIFMD, 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.

La AIFMD stabilisce norme in materia di autorizzazione, funzionamento e trasparenza dei gestori di fondi di investimento cosiddetti 'alternativi', ossia che gestiscono e/o commercializzano Oicr diversi da quelli rientranti nel perimetro applicativo della Direttiva UCITS (*hedge funds*, fondi chiusi e fondi aperti non armonizzati) e la cui massa gestita superi determinate soglie di rilevanza.

La nuova disciplina potrebbe incentivare una più ampia raccolta di masse gestite da veicolare verso investimenti connotati da profili di liquidità e 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 concentrazione fissati dalla disciplina UCITS. Inoltre, la riduzione delle barriere all'ingresso nel mercato nazionale, in virtù della libera circolazione dei gestori di fondi alternativi consentita dal passaporto europeo, potrà comportare un incremento dell'offerta di prodotti sul mercato domestico e quindi una maggiore competitività tra operatori del risparmio gestito.

Con il Regolamento delegato 231/2013/UE, che integra la Direttiva AIFMD, l'attività di vigilanza sui gestori di fondi alternativi e sui relativi prodotti potrà avvalersi, inoltre, delle dettagliate informazioni che i singoli gestori dovranno comunicare alle rispettive autorità di vigilanza.

Infine, la Commissione europea ha proposto specifiche norme relative ai fondi d'investimento a lungo termine (ELTIF) e ai fondi d'investimento del mercato monetario.

Sebbene gli obiettivi di massima siano condivisibili, stante l'esigenza di sostenere canali alternativi a quello bancario per il finanziamento dell'economia reale, le soluzioni tecnico-giuridiche adottate comportano una maggiore specializzazione della disciplina di settore, foriera di un quadro normativo disomogeneo e frammentato, con ricadute in termini di complessità operativa sia per i soggetti vigilati sia per le autorità di vigilanza.

#### *La proposta di Regolamento in materia di prodotti di investimento*

La 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 PRIIPs), pubblicata dalla Commissione europea in data 3 luglio 2012, risulta 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, per garantire la comparabilità di prodotti dal contenuto economico simile pur con diversa veste giuridica, e anche al fine 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.

#### *La proposta di Regolamento in materia di benchmark*

A settembre 2013 la Commissione europea ha presentato una proposta di Regolamento sugli indici usati come valori di riferimento per gli strumenti finanziari e i contratti finanziari. L'obiettivo della disciplina è quello di assicurare l'accuratezza, la solidità e l'integrità di tali valori di riferimento (tipicamente indici, quali l'Euribor e il Libor) e del relativo processo di determinazione.

La proposta rappresenta una risposta regolamentare ai casi di presunta manipolazione degli indici di riferimento per i tassi di interesse a breve termine (Euribor e Libor), verificatisi negli ultimi anni, che completa le modifiche introdotte nel 2012 alla proposta di revisione della Direttiva MAD. L'aver ampliato l'ambito di applicazione della disciplina europea sugli abusi di mercato ai casi di manipolazione dei benchmark, pur costituendo un deterrente a tali condotte, dall'altro non incide sulla qualità e sull'integrità del processo di determinazione degli stessi. L'imposizione di un regime sanzionatorio, infatti, non elimina i rischi di manipolazione derivanti dalla presenza di conflitti di interessi o discrezionalità nel processo di produzione dei valori di riferimento. Nelle more dell'adozione di forme di regolamentazione di primo livello, nel giugno 2013, l'ESMA e l'EBA hanno adottato congiuntamente delle Raccomandazioni in materia di procedure per la produzione di benchmark (si veda il Capitolo VIII *'La gestione interna, le relazioni con l'esterno e l'attività internazionale'*).

Il Regolamento proposto si applicherebbe a tutti i valori di riferimento utilizzati come benchmark per la determinazione dell'importo da corrispondere per uno strumento finanziario o per un contratto finanziario (quali, ad esempio, i contratti ipotecari) e ai valori di riferimento che misurano le *performance* di un fondo di investimento.

Uno degli aspetti di maggior rilievo consiste nel tentativo di armonizzazione massima in ambito europeo delle regole relative alla produzione di valori di riferimento, alla fornitura dei dati a tal fine necessari e

all'utilizzo dei benchmark. Il Regolamento individua requisiti e controlli specifici relativi sia agli amministratori dei valori di riferimento (ossia i soggetti che controllano l'intero processo di produzione del benchmark) sia ai contribuenti (ossia i soggetti che forniscono i dati alla base del processo) in tema di *governance*, qualità dei dati, regole di condotta, trasparenza e autorizzazione.

In materia di trasparenza, il Regolamento prevede alcuni obblighi tesi a consentire agli utilizzatori di tali benchmark di conoscere tutte le caratteristiche rilevanti del valore di riferimento al fine di metterli in condizione di scegliere quello più appropriato alle loro esigenze.

Gli amministratori sono tenuti, infatti, a fornire una dichiarazione sul valore di riferimento fornito, specificandone il valore misurato, le finalità per le quali l'utilizzo di tale benchmark risulta appropriato, gli eventuali margini di discrezionalità nel calcolo, i possibili punti di debolezza dello stesso, la presenza di fattori esogeni che possono richiedere la variazione o la cessazione della produzione del benchmark e i dati sottostanti utilizzati. Con riferimento agli intermediari bancari fornitori di dati sottostanti, si richiede una valutazione di idoneità del benchmark per i contratti finanziari con i consumatori, quali i prestiti garantiti da ipoteca.

Sono, altresì, previste regole specifiche per gli indici sui tassi di interesse interbancari, su quelli del settore delle *commodities* e sugli indici 'critici' indicati in una lista che dovrà essere redatta dalla Commissione europea.

L'indice 'critico' è definito, nel testo del Regolamento proposto, come l'indice per il quale la maggioranza dei fornitori dei dati di *input* è costituita da entità vigilate e che funge da indicazione di valore per strumenti finanziari con un valore nozionale di almeno 500 miliardi di euro.

## 4 La disciplina in materia di intermediari bancari

### *Il pacchetto 'CRD IV'*

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. Alcuni profili della CRD IV si applicano non solo agli intermediari di tipo bancario, ma anche alle imprese di investimento come definite dalla Direttiva MiFID.

Tali disposizioni, oltre a recepire nell'ordinamento comunitario i principi dettati da Basilea 3, hanno provveduto a rafforzare ulteriori presidi della regolamentazione dell'intermediazione finanziaria rispetto a quelli previsti dal Comitato di Basilea. Sono in particolare state riviste le discipline in materia di *corporate governance*, politiche di remunerazione e sanzioni.

In materia di governo societario, si sono rafforzati gli obblighi nei confronti degli amministratori nello svolgimento dell'effettiva supervisione dei rischi assunti dall'ente. In particolare sono state formulate indicazioni sulla composizione degli organi amministrativi e sul loro funzionamento, con una piena responsabilizzazione e coinvolgimento del singolo amministratore al fine di favorire l'indipendenza di giudizio ed evitare il cosiddetto *group thinking* (ossia l'appiattimento verso una sorta di 'pensiero collettivo' non differenziato). Le nuove norme stabiliscono i principi e i criteri fondamentali per la definizione degli assetti organizzativi interni agli enti creditizi, introducendo regole per l'individuazione dei compiti (e delle responsabilità) degli organi aziendali (specie con riferimento all'organo gestorio) e per la distribuzione degli incarichi.

In materia di politiche di remunerazione, la CRD IV, in un'ottica più propriamente prudenziale e pur non innovando radicalmente i principi preesistenti, introduce alcuni cambiamenti di rilievo. In particolare, essa prevede un limite massimo al rapporto tra la componente variabile e quella fissa, potenzia i meccanismi di aggiustamento per i rischi *ex post*, stabilisce i limiti alle remunerazioni variabili nel caso in cui le banche non rispettino specifici requisiti di capitale. Tali innovazioni vanno nella direzione di favorire l'adozione, da parte degli intermediari, di politiche di remunerazione in grado di orientare correttamente l'operato del *management* e del personale degli intermediari finanziari e di contenere i conflitti di interessi che politiche inadeguate (per esempio, non correlate con i risultati ottenuti o le responsabilità assunte ovvero sbilanciate a favore dei risultati di breve termine) possono contribuire ad esacerbare.

### *L'unione bancaria europea*

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

In particolare, il Regolamento europeo 1024/2013, entrato in vigore il 3 novembre 2013, ha istituito un meccanismo di supervisione unico per l'Area euro (*Single Supervisory Mechanism* – SSM), che assegna competenze di vigilanza bancaria alla BCE a partire da novembre 2014. Tale meccanismo coinvolgerà un gruppo di circa 150 istituti di credito, costituito dalle tre maggiori banche di ciascuno Stato e da quelle che avranno richiesto o ricevuto assistenza finanziaria pubblica dai fondi di salvataggio europei (Efsf ed Esm), oltre a quelle che presentano taluni requisiti dimensionali e di operatività *cross-border*.

La BCE assumerà la responsabilità della vigilanza microprudenziale (con tutte le attività connesse di vigilanza ispettiva, informativa e sanzionatoria) e potrà intervenire tempestivamente nel caso di violazioni della normativa, chiedendo l'adozione di misure correttive. Le autorità nazionali continueranno, invece, a svolgere

le funzioni di vigilanza prudenziale nei confronti delle banche di minori dimensioni e a operare in autonomia in tutti gli altri ambiti di loro competenza. 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). Il 20 marzo 2014, si è raggiunta un'intesa sul testo definitivo che, nel mese di aprile, dovrà essere approvato nell'ultima seduta plenaria del Parlamento europeo.

Il meccanismo si applicherà a tutte le banche soggette alla vigilanza prudenziale della BCE 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 competente nella gestione delle crisi bancarie sarà costituita da rappresentanti delle autorità nazionali e agirà su impulso della BCE.

Il fondo di garanzia sarà finanziato con contributi degli istituti di credito e sarà inizialmente costituito da compartimenti nazionali che confluiranno gradualmente in un unico fondo, nel corso di un periodo di transizione di otto anni. La progressiva mutualizzazione delle risorse prevede il trasferimento del 60 per cento della capacità dei fondi nazionali al fondo unico europeo entro i primi due anni (40 per cento il primo anno e 20 per cento il secondo) in modo da dotarlo di un'ampia capacità di intervento in un breve lasso di tempo. Le restanti risorse finanziarie verranno, invece, trasferite in parti uguali al fondo unico europeo nei successivi sei anni. Il SRM prevede anche un meccanismo di *backstop* che assicura finanziamenti ponte da parte degli Stati o del fondo salva-Stati Esm nella fase iniziale del fondo; tali risorse potranno essere erogate solo dopo il *bail-in* a carico di azionisti, obbligazionisti e grandi depositanti. Saranno possibili anche prestiti tra i vari compartimenti nazionali del fondo.

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

#### ***La proposta di Regolamento sulla separazione delle attività delle banche***

A fine gennaio 2014, la Commissione europea ha avanzato una proposta di Regolamento sulle misure strutturali volte ad accrescere la resilienza degli enti creditizi dell'UE. Tale proposta è stata elaborata sulla

base delle risultanze del Rapporto Liikanen del 2012 e degli esiti della consultazioni condotte nell'ultimo biennio a livello comunitario.

Il Regolamento mira a rafforzare la stabilità finanziaria dell'Unione mediante la riforma strutturale degli istituti di credito di maggiori dimensioni ed è accompagnato da una proposta di Regolamento concernente la trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli (si veda il successivo paragrafo 5) al fine di favorire il monitoraggio dei rischi derivanti dall'interconnessione, dall'eccesso di leva finanziaria e dai comportamenti pro ciclici degli intermediari.

Nello specifico, il regolamento sulla separazione delle attività delle banche introdurrebbe il divieto di negoziazione per conto proprio in strumenti finanziari e merci e la separazione di talune attività di negoziazione.

La nuova disciplina, inoltre, concederebbe il potere all'autorità di vigilanza (e l'obbligo in determinate circostanze) di imporre il trasferimento di attività di negoziazione considerate ad alto rischio (quali, ad esempio, le attività di supporto agli scambi, le operazioni complesse in derivati e le cartolarizzazioni) a entità giuridiche distinte all'interno del gruppo. La proposta prevede, inoltre, norme che disciplinano i rapporti economici, giuridici, operativi e di *governance* tra l'entità di negoziazione e il resto del gruppo bancario.

Con riferimento all'ambito soggettivo di applicazione, gli obblighi individuati dal Regolamento interesserebbero, oltre che le banche di rilevanza sistemica, anche quelle che superano determinate soglie dimensionali e operative.

In particolare sarebbero ricompresi nell'ambito di applicazione della disciplina gli istituti europei che, per tre anni consecutivi, mostrano: a) attività totali superiori ai 30 miliardi di euro e b) attività e passività per la negoziazione totali superiori ai 70 miliardi di euro oppure di entità tale da rappresentare il 10 per cento degli attivi totali. Dal computo restano escluse le attività delle imprese di assicurazione e di quelle non finanziarie eventualmente presenti nel gruppo.

L'obbligo di separazione troverebbe applicazione con riferimento al gruppo societario, indipendentemente dall'ubicazione geografica delle succursali, al fine di eliminare la possibilità di elusione tramite lo spostamento di determinate attività al di fuori dell'Unione Europea.

Quanto all'ambito territoriale di applicazione, il regolamento proposto si applicherà agli enti creditizi dell'Unione e alle loro controllanti con sede nell'UE, alle filiazioni e succursali, anche se situate in paesi terzi. L'applicazione è estesa, inoltre, alle banche aventi sede in paesi terzi per le sole succursali e filiazioni situate nell'Unione.

Le misure proposte, sebbene non esplicitamente indicate nel programma di riforme concordato in sede del G20, sono in linea con iniziative analoghe adottate, ovvero avviate, in altre giurisdizioni. Gli Stati Uniti hanno introdotto di recente la cosiddetta 'regola Volcker', che vieta alle banche

l'attività di negoziazione per conto proprio. Anche in Europa alcuni Stati membri dell'Unione (Germania, Francia, Regno Unito e Belgio) hanno avviato iniziative di riforma del settore bancario. La proposta di regolamento della Commissione europea, favorendo l'armonizzazione delle regole, potrà garantire parità di condizioni alle banche europee, ridurre la complessità normativa e gli spazi per arbitraggi regolamentari e promuovere una maggiore integrazione finanziaria all'interno dell'Unione.

## 5 Le proposte di regolamento in materia di *shadow banking*

Nel 2013 la Commissione europea ha pubblicato una proposta di regolamento sui fondi comuni monetari, che rappresentano entità generalmente ricomprese nel perimetro del cosiddetto sistema bancario ombra (*shadow banking system*).

I fondi di mercato monetario sono strumenti di investimento a breve termine, caratterizzati da elevata liquidità, ampia diversificazione e bassa volatilità. In Europa, tali fondi effettuano investimenti prevalentemente in titoli pubblici e privati a breve termine e sono in molti casi gestiti da società appartenenti a gruppi bancari o intermediari specializzati.

Tali fondi possono prevedere il riscatto delle quote al valore di mercato oppure a un valore costante. Questa seconda categoria di fondi, pur avendo caratteristiche simili ai depositi (in termini di liquidità e di stabilità del valore delle quote), non è sottoposta a una normativa prudenziale come avviene, invece, per le banche, né può avere accesso alla liquidità offerta dalle banche centrali agli enti creditizi. In caso di turbolenza di mercato e di ribasso dei prezzi degli strumenti finanziari in cui sono investiti, i fondi che prevedono il riscatto delle quote a valore costante potrebbero trovarsi nell'impossibilità di adempiere a tale previsione. Questa fragilità implicita nella struttura dei tali organismi di investimento li espone al rischio di 'corsa al riscatto' analogo a quello che riguarda i depositi bancari in caso di crisi di un istituto di credito. In assenza di una normativa prudenziale e di adeguate misure di contenimento del rischio, la crisi di tali fondi può determinare rilevanti fenomeni di contagio.

Nell'ambito della proposta di regolamento avanzata al Parlamento e al Consiglio europeo, la Commissione ha definito un quadro di regole armonizzate per tutti i fondi, UCITS o FIA, caratterizzati dall'utilizzo di strumenti finanziari a breve termine, con la duplice finalità di prevenire rischi sistemici e di accrescere il grado di protezione degli investitori. Le misure contenute nella proposta di regolamento riguardano, tra l'altro, la gestione del rischio di liquidità, la qualità degli attivi in portafoglio, l'adozione di procedure interne di valutazione della qualità creditizia degli emittenti gli