

La riforma della Direttiva sulla revisione contabile

Nel corso del 2014 hanno trovato compimento i negoziati relativi alla revisione della direttiva *Audit*, con l'adozione della Direttiva 2014/56/UE e del Regolamento (UE) 537/2014 sulla revisione degli enti di interesse pubblico. Le misure sono volte a rafforzare le regole sulla revisione e il sistema di vigilanza e a colmare le lacune che la crisi finanziaria ha messo in luce, specialmente con riferimento alle attività di *audit* svolte nei confronti di società quotate, banche, assicurazioni e altre entità designate dagli Stati membri come entità di interesse pubblico.

Al fine di migliorare la qualità della revisione, la Direttiva rafforza le regole in tema di deontologia e indipendenza dei revisori, impone il rispetto del principio di scetticismo professionale nello svolgimento della revisione, introduce il divieto di svolgimento di taluni servizi diversi dalla revisione, fissa limiti in materia di corrispettivi derivanti da servizi non di revisione (non vietati) o versati da un medesimo EIP (Ente di interesse pubblico), introduce un'articolata disciplina in materia di durata massima dell'incarico di revisione e rotazione del revisore e fissa una articolata disciplina relativa all'organizzazione interna del revisore o società di revisione e del relativo lavoro. Il contenuto minimo della relazione di revisione è migliorato, allo scopo di aumentare il livello delle informazioni fornite al pubblico. Sono introdotte anche misure volte a facilitare la libera prestazione dei servizi di revisione nell'Unione e ridurre l'eccessiva concentrazione del mercato della revisione.

Al contempo, la Direttiva rafforza il sistema di vigilanza, prescrivendo una maggiore indipendenza dell'autorità competente dalla professione, stabilendo un regime di armonizzazione minima in materia di misure e sanzioni amministrative e prevenendo l'obbligo per gli Stati membri di istituire efficaci meccanismi per incoraggiare la segnalazione di eventuali violazioni alle autorità competenti. Introduce, inoltre, elementi di novità con riferimento alla disciplina dei controlli di qualità, per assicurare che essi siano svolti sulla base di un'analisi del rischio, in assenza di conflitti di interesse e tenuto conto del concetto di proporzionalità rispetto alla complessità dell'attività di revisione o dell'ente sottoposto a revisione. Le nuove disposizioni, che modificano la Direttiva 2006/43/CE, devono essere recepite nell'ordinamento degli Stati membri entro il 17 giugno 2016.

La Direttiva sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario

A ottobre 2014 è stata adottata la Direttiva 2014/95/UE, che modifica la Direttiva Contabile 2013/34/UE inserendo la disciplina relativa alla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario da parte di imprese e gruppi di grandi dimensioni, finalizzata a migliorare l'uniformità e la comparabilità delle informazioni di carattere non finanziario comunicate da parte delle maggiori imprese operanti nel territorio dell'Unione favorendo l'allocazione delle risorse negli investimenti più efficienti.

In particolare, le imprese di grandi dimensioni e le imprese madri di grandi gruppi soggette alla nuova disciplina dovranno pubblicare, nella relazione sulla gestione, una dichiarazione di carattere non finanziario contenente una serie di informazioni utili a comprendere l'andamento dell'impresa/gruppo, i principali rischi e i suoi risultati. La Direttiva prevede, inoltre, che le società europee con un numero di addetti superiore a 500 pubblichino la politica in materia di diversità applicata alla composizione degli organi di amministrazione e controllo ovvero motivino la scelta di non prevedere alcuna politica di diversità.

La proposta di revisione della Direttiva sui diritti degli azionisti

Nell'aprile 2014 la Commissione europea ha presentato una proposta di revisione della direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti, nell'ambito del Piano d'azione sul diritto europeo delle società e governo societario del 2012.

Gli obiettivi principali della proposta sono individuati dalla Commissione nello sviluppo della sostenibilità a lungo termine delle società dell'Unione, nell'agevolazione dell'esercizio transfrontaliero del diritto di voto, nel miglioramento delle condizioni di gestione delle società quotate attraverso l'adozione da parte degli azionisti di una prospettiva di investimento maggiormente orientata alle *performance* di lungo termine.

Tali finalità di carattere generale sono considerate perseguibili per mezzo di una modifica normativa orientata alla realizzazione dei seguenti, più specifici, obiettivi: migliorare l'esercizio transfrontaliero del diritto di voto, mediante (i) l'identificazione degli azionisti, (ii) la trasmissione di informazioni, (iii) l'agevolazione dell'esercizio dei diritti degli azionisti, e (iv) la trasparenza sui costi; rafforzare la trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori degli attivi e dei *proxy advisor* per favorire l'adozione di politiche di impegno e del relativo regime di trasparenza, onde favorire una prospettiva di investimento di più lungo termine da parte degli azionisti; favorire la trasparenza sulla politica retributiva e sulla remunerazione effettivamente concessa agli amministratori, a rafforzare la correlazione tra la remunerazione e i risultati degli amministratori e istituire un meccanismo di vigilanza sulle operazioni tra parti correlate.

3 La disciplina in materia di intermediari e prodotti di investimento

La revisione della Direttiva MiFID

La nuova MiFID introduce importanti novità anche in materia di intermediari, realizzando alcuni cambiamenti che avranno un impatto rilevante sul mercato finanziario europeo. Tra i profili più innovativi, si segnala la previsione della consulenza indipendente entro l'ampio alveo del servizio di consulenza, assoggettata a una disciplina speciale.

Tale disciplina si sostanzia: i) nel dovere dell'intermediario di valutare un *range* di strumenti finanziari disponibili sul mercato sufficientemente diversificato in termini di tipologia e di emittenti o *providers* e, in particolare, di non limitare la gamma degli strumenti finanziari, oggetto di raccomandazione, a quelli di propria emissione, o emessi o prodotti da soggetti controllati o collegati a chi presta il servizio di consulenza; ii) nel divieto di accettare e percepire nel continuo commissioni 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.

La previsione della consulenza indipendente potrà favorire 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 del *best interest* degli investitori.

Nell'ottica di un'ulteriore delimitazione delle possibilità per gli intermediari di pagare o percepire incentivi da soggetti terzi, il richiamato divieto di percezione di incentivi (con l'eccezione di quelli cosiddetti *minor* prevista per la consulenza indipendente) si applica anche al servizio di gestione.

Per tutti i servizi diversi dalla gestione di portafogli e dalla consulenza indipendente, gli incentivi – monetari e non monetari – possono essere pagati o ricevuti da terzi purché i suddetti benefici: i) siano funzionali a migliorare la qualità del servizio prestato al cliente; ii) non pregiudichino l'obbligo dell'intermediario di agire in modo onesto, corretto e professionale nei confronti del cliente e conformemente al miglior interesse del cliente stesso; iii) siano comunicati al cliente.

Le suddette novità nell'ambito della disciplina degli incentivi sono tese a garantire al cliente che la prestazione dei servizi d'investimento da parte dell'intermediario sia svolta nel suo miglior interesse e che la vendita o la consulenza su un determinato strumento finanziario prescindano dall'ammontare delle commissioni o dei benefici connessi alla prestazione del servizio avente ad oggetto lo strumento finanziario.

Altro aspetto di novità contenuto nella MiFID 2 riguarda l'obbligo per gli intermediari di avere presidi organizzativi di *product governance* volti ad assicurare, sin dalla fase di ideazione dei prodotti e nella successiva attività di definizione della gamma prodotti da distribuire alla clientela, il perseguimento del miglior interesse dei clienti.

Viene così introdotto l'obbligo del *product manufacturer* di implementare misure organizzative specifiche che consentano lo svolgimento, in via anticipata, di valutazioni circa la compatibilità dei prodotti che si intendono ingegnerizzare con le esigenze finanziarie del potenziale *target market*. Riguardo al momento distributivo e di rapporto diretto con la clientela viene specificato 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* (anche se intermediari *extra-UE* ovvero non rientranti nell'ambito

della MiFID) le informazioni necessarie a comprendere appieno le caratteristiche del prodotto affinché quest'ultimo possa essere venduto (o consigliato) nel miglior interesse dei clienti.

Connesse e complementari alle norme in materia di *product governance* sono le disposizioni MiFIR relative ai poteri 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 integrità dei mercati ovvero per la stabilità dell'intero sistema finanziario o di una sua parte. In virtù di tali poteri le competenti Autorità nazionali, nonché l'ESMA e l'EBA secondo le rispettive competenze, possono proibire o limitare il *marketing*, la distribuzione o la vendita di certi strumenti finanziari (o di depositi strutturati con riferimento alle prerogative dell'EBA) ovvero di strumenti finanziari (o di depositi strutturati) con certe caratteristiche oppure un tipo di attività o pratica finanziaria.

MiFIR individua alcuni criteri (*trigger*) dai quali 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 declinazione degli stessi. In particolare, gli atti delegati della Commissione dovrebbero prendere in considerazione almeno i seguenti fattori: i) il grado di complessità dello strumento/deposito strutturato, anche in rapporto alla tipologia di clientela al quale il prodotto è offerto; ii) l'ammontare delle emissioni aventi ad oggetto strumenti finanziari/depositi strutturati; iii) il grado di 'innovazione' di uno strumento/deposito strutturato, di un'attività o pratica commerciale; iv) l'eventuale operatività 'a leva'.

Sempre nell'ottica di innalzare il livello di protezione degli investitori la MiFID 2 aumenta gli obblighi informativi preventivi a carico degli intermediari.

In particolare, gli intermediari dovranno: i) fornire al cliente informazioni chiare e complete sui rischi associati agli strumenti finanziari o rispetto a particolari strategie di investimento e sulla tipologia di clientela (*retail* o professionale) a cui lo strumento è destinato, avuto riguardo al *target market* predefinito in applicazione delle politiche di *product governance* di cui l'intermediario si è dotato; ii) precisare al cliente la tipologia di consulenza prestata (indipendente o non indipendente), se la consulenza si basi su un'analisi ampia o ristretta a diversi tipi di strumenti finanziari (con particolare riferimento all'esistenza o meno di collegamenti fra l'intermediario e l'emittente o il produttore ovvero il distributore) e se la consulenza preveda o meno una valutazione periodica dell'adeguatezza dello strumento finanziario raccomandato al cliente.

Uno specifico aspetto dell'informativa ai clienti, oggetto di particolare attenzione da parte della Mifid 2, è quello concernente le informazioni sui costi e caricamenti.

L'obiettivo è di fornire al cliente un quadro informativo più analitico e al medesimo tempo più chiaro su tutti i costi e i caricamenti connessi agli strumenti

finanziari commercializzati e ai servizi di investimento e accessori forniti al cliente stesso.

Un ulteriore strumento utilizzato dalla MiFID 2 per incrementare il livello di protezione degli investitori consiste nella limitazione dei tipi di strumenti finanziari non complessi che possono essere venduti dagli intermediari ai propri clienti in modalità *'execution-only'*, ossia senza la necessità da parte dell'intermediario di conoscere effettivamente il proprio cliente con le relative esigenze.

Allo scopo di evitare arbitraggi tra prodotti d'investimento, le disposizioni della MiFID2 si applicano anche ai depositi strutturati. Inoltre, i principi MiFID in materia di conflitti d'interesse, informazione e tutela degli interessi della clientela sono estesi alla distribuzione dei prodotti assicurativo-finanziari, tramite modifiche alla Direttiva sull'intermediazione assicurativa (cosiddetta IMD).

Il Regolamento sulle informazioni-chiave per i PRIIPs

Il Regolamento UE 1286/2014 sui documenti informativi chiave per i prodotti finanziari preassemblati e i prodotti assicurativi di investimento (PRIIPs) introduce, con riferimento a un'ampia gamma di prodotti, l'obbligo di redigere un Documento informativo (*Key Information Document*) in forma chiara e succinta (massimo 3 pagine) per agevolare l'investitore *retail* nella comprensione e nella comparazione delle caratteristiche chiave dei prodotti d'investimento. Il Regolamento sarà direttamente applicabile nell'ordinamento degli Stati membri a decorrere dal 31 dicembre 2016.

Con specifico riferimento all'ambito di applicazione oggettivo del Regolamento, sono stati inclusi nello *scope* anche gli *'insurance-based investment products'*, definiti come nella MiFID *review*, e gli strumenti emessi da società veicolo; sono stati invece esclusi i depositi, fatta eccezione per quelli strutturati, come definiti nella MiFID2.

Sotto il profilo del contenuto del KID, una particolare attenzione è prestata al tema della rappresentazione del profilo di rischio-rendimento del prodotto e dei costi del medesimo.

Il Regolamento delega alle tre ESAs, nell'ambito del *Joint Committee*, l'elaborazione di misure di implementazione di carattere tecnico (RTS). Il processo di elaborazione delle misure di implementazione è stato avviato dal *Joint Committee* attraverso la redazione e pubblicazione per la consultazione di un *Discussion Paper* in materia di *Key Information Document* per i PRIIPs, ispirato anche ai principi della finanza comportamentale. La definizione degli RTS terrà conto, inoltre, delle evidenze di un *consumer testing* svolto dalla Commissione europea.

La Consob ha partecipato ai lavori del *Joint Committee* anche condividendo la metodologia impiegata nell'ambito di una ricerca volta a verificare la relazione tra

rappresentazione del rischio dei prodotti finanziari, percezione del rischio e attitudine all'investimento (si veda il Capitolo VII 'La tutela dell'investitore').

Nella primavera 2015 sarà pubblicato un *Technical Discussion Paper* sulle metodologie di calcolo dei rischi/rendimenti e dei costi sottostanti alle proposte specifiche di rappresentazione di tali informazioni chiave. L'intero processo, che comprende due ulteriori *consultation paper*, dovrebbe concludersi nel primo semestre del 2016, per consentire all'industria i necessari tempi tecnici di implementazione prima dell'entrata in vigore.

Il Regolamento completa le disposizioni previste in MiFID2 avuto riguardo ai prodotti assicurativo-finanziari, prevedendo analoghi poteri di *product intervention*.

La proposta di regolamento in materia di benchmark

In data 18 settembre 2013 la Commissione UE ha pubblicato una proposta di regolamento con l'obiettivo di aumentare l'accuratezza e l'affidabilità dei *benchmark* finanziari prodotti e utilizzati nell'Unione Europea, in linea con gli standard internazionali elaborati dalla IOSCO, dopo gli scandali che hanno riguardato il Libor e l'Euribor e, successivamente, altri indici usati come riferimento nel mercato delle *commodities* e in quello dei cambi. Nel corso del 2014 il testo è stato oggetto di discussione in sede di Consiglio e Parlamento europeo; la fase del cosiddetto 'trilogo istituzionale' dovrebbe aprirsi nel secondo semestre del 2015.

Nel merito, la proposta intende introdurre un regime di autorizzazione iniziale e di vigilanza continua sugli amministratori di *benchmark* da parte dell'autorità competente designata da ciascuno Stato membro.

Gli specifici presidi contenuti nella proposta, con riferimento all'attività di fornitura dei *benchmark*, prevedono che l'amministratore sia tenuto a: i) individuare meccanismi di *governance* robusti, che si basano su una chiara definizione dei ruoli e delle responsabilità, e adottare procedure per l'identificazione e la gestione dei conflitti di interesse; ii) istituire apposite strutture di controllo interno, fra cui una funzione di *oversight* con compiti di verifica delle varie fasi in cui si articola il processo di fornitura del *benchmark*; iii) utilizzare dati di *input* adeguatamente rappresentativi del mercato a cui si riferiscono (il regolamento prevede al riguardo una gerarchia di criteri per la valorizzazione degli stessi); iv) adottare una metodologia robusta, affidabile e trasparente. Per quanto concerne i requisiti per i contributori di dati di *input* sui quali vengono calcolati i *benchmark* si propone di prevedere l'obbligo di definizione di un codice di condotta nonché specifici requisiti, in tema di *governance* e controlli, nel caso in cui il contributore sia un'entità vigilata.

Per taluni *benchmark* di particolare rilevanza, i cosiddetti *benchmark* 'critici', la proposta prevede la costituzione di collegi di supervisione.

Per i *benchmark* considerati critici la proposta prevede in particolare: i) il vaglio preventivo dell'autorità competente sui contenuti del codice di condotta vincolante fra amministratore e contributori, nonché la possibilità di intervenire in qualsiasi momento a richiederne la modifica; ii) il potere dell'autorità competente di imporre la contribuzione obbligatoria all'indice in caso di abbandono da parte di uno o più contributori e, quindi, di diminuzione della rappresentatività del *benchmark* rispetto al mercato o realtà economica sottostante; iii) la costituzione di un collegio fra l'autorità competente sull'amministratore, sui contributori soggetti vigilati, sugli utilizzatori degli indici e l'ESMA. Tra gli aspetti maggiormente dibattuti della proposta, si segnalano la definizione stessa di *benchmark* critici, alcuni aspetti tecnici della contribuzione obbligatoria nonché il ruolo dell'ESMA all'interno dei collegi di autorità.

Le entità vigilate nell'Unione Europea potranno utilizzare come riferimento per strumenti e contratti finanziari i *benchmark* prodotti da amministratori autorizzati e vigilati e, a determinate condizioni, i *benchmark* prodotti in un paese terzo.

Il regolamento ELTIF

Nel corso del semestre di presidenza italiana del Consiglio dell'Unione Europea si è chiuso il negoziato per l'adozione del Regolamento relativo ai fondi di investimento europeo a lungo termine (ELTIF), che aveva preso avvio nel giugno 2013, con la pubblicazione della relativa proposta da parte della Commissione.

Il Regolamento entrerà in vigore decorsi venti giorni dalla sua pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea (prevista nel primo semestre del 2015) e sarà direttamente applicabile presso gli Stati membri decorsi 6 mesi dalla sua entrata in vigore.

L'obiettivo del Regolamento è raccogliere capitali e canalizzarli verso investimenti europei a lungo termine a sostegno dell'economia reale. Esso dunque risulta strettamente connesso con il 'Piano europeo per gli investimenti', pubblicato lo scorso mese di novembre e finalizzato a rilanciare la crescita economica dell'Europa. Gli ELTIF intendono infatti essere proprio uno dei canali alternativi a quello tradizionale di matrice bancaria, per il finanziamento di progetti di lungo termine, nonché di piccole e medie imprese.

Il Regolamento detta una disciplina armonizzata *ad hoc*, da applicare in aggiunta alle norme previste dalla Direttiva 2011/61/UE - AIFMD, concernente l'autorizzazione al fondo, le politiche di investimento e il regime di commercializzazione, a livello nazionale e transfrontaliero, nei confronti sia di investitori professionali sia *retail* dei FIA (fondi di investimento alternativi) UE che intendono avvalersi della denominazione ELTIF. Gli ELTIF, alla luce delle precipue finalità cui risultano destinati (finanziamento di opere

infrastrutturali o finanziamento di piccole e medie imprese, con difficoltà di accesso ai mercati di capitali), si connotano per essere fondi tipicamente chiusi.

Uno dei tratti caratterizzanti il Regolamento ELTIF, che lo differenzia dalla Direttiva AIFMD, è l'introduzione di una disciplina armonizzata in tema di commercializzazione di azioni o quote dello stesso ai *retail*. Nel corso del negoziato, il confronto politico si è concentrato sull'individuazione delle condizioni cui subordinare l'investimento in ELTIF da parte di investitori al dettaglio.

Se da un lato, infatti, è stata ravvisata l'opportunità di favorire l'accesso anche di tale tipologia di investitori ai prodotti in questione, dall'altro vi è consapevolezza di come questi ultimi possano presentare specifici profili di rischio e di complessità (legati al fatto di essere tendenzialmente chiusi e con un lungo orizzonte temporale di investimento), in relazione ai quali si è ritenuto di rafforzare i presidi già contenuti nella normativa di matrice MiFID, nonché nella Direttiva Prospetto e nel Regolamento PRIIPs.

Tra le misure a tutela dell'investitore, si segnala che laddove il portafoglio finanziario del cliente non ecceda l'ammontare di €500 mila, è previsto, da un lato, un investimento minimo non inferiore a €10 mila e, dall'altro, un limite di concentrazione tale per cui l'investimento stesso non può eccedere il 10 per cento del controvalore del portafoglio. Altra misura di particolare rilievo è quella che assoggetta la commercializzazione di ELTIF a investitori *retail* alla prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti, con la conseguente osservanza della relativa disciplina di matrice MiFID.

Le modifiche alla Direttiva UCITS

Sotto il semestre italiano sono state adottate anche le modifiche alla Direttiva UCITS tese a innalzare il livello di tutela dell'investitore mediante l'introduzione di disposizioni armonizzate in tema di funzioni e responsabilità del depositario, politiche di retribuzione dei gestori e sanzioni. Le modifiche apportate dalla Direttiva 2014/91/UE, in larga parte ispirate alle previsioni contenute nella Direttiva sui gestori di fondi alternativi, dovranno essere recepite negli ordinamenti degli Stati membri entro il 18 marzo 2016.

La nuova disciplina sui depositari di fondi UCITS armonizza i soggetti abilitati ad assumere detta funzione, definisce in maniera più puntuale i relativi obblighi di controllo e custodia, precisa le condizioni e i limiti per la delega di funzioni e tratteggia in maggior dettaglio il regime di responsabilità del depositario. Le disposizioni in tema di politiche e prassi retributive estendono alle società di gestione e SICAV di fondi armonizzati i medesimi principi già previsti a livello dell'Unione per enti creditizi, imprese di investimento e gestori di fondi alternativi, allo scopo di assicurare un più ampio allineamento tra gli interessi dell'intermediario e quelli degli investitori. La disciplina relativa al regime sanzionatorio è di

armonizzazione minima e contempla, diversamente da quanto auspicato dalla Consob, la facoltà degli Stati membri di non introdurre sanzioni amministrative laddove la violazione sia punita penalmente.

4 La disciplina e gli assetti di vigilanza in materia di intermediari bancari

L'unione bancaria europea

Nel corso dell'anno, sono stati registrati significativi progressi nella realizzazione del progetto di Unione bancaria, finalizzata a interrompere il circolo perverso tra emittenti sovrani, enti creditizi ed economia reale, ripristinare la stabilità finanziaria e porre le basi per la ripresa economica. Il progetto di Unione bancaria tiene conto, altresì, della necessità di conciliare l'esigenza di rafforzare il mercato interno dei servizi bancari con la permanenza di sistemi di vigilanza frammentati lungo confini nazionali.

Il 4 novembre 2014 è divenuto pienamente operativo il *Single Supervisory Mechanism* (SSM), istituito dal Regolamento UE 1024/2013, a conclusione di un percorso avviato nel dicembre 2012 al fine di attenuare le distorsioni ascrivibili ad approcci di vigilanza eterogenei e migliorare la solidità del sistema bancario, in vista di una maggiore tutela degli investitori e risparmiatori europei (Riquadro 2).

Un altro fondamentale traguardo verso l'Unione bancaria è stata l'adozione nel luglio 2014 del Regolamento UE 806/2014, che istituisce un *Single Resolution Mechanism* (SRM) nell'ambito degli Stati membri partecipanti al Meccanismo unico di vigilanza, rafforzando l'integrazione del quadro di risoluzione per le banche e le imprese di investimento realizzata dalla Direttiva 2014/59/UE (BRRD - *Bank Recovery and Resolution Directive*).

La Direttiva BRRD, pubblicata a maggio 2014, introduce norme in materia di risanamento e risoluzione di banche e imprese di investimento stabilite nei paesi dell'Unione, dettando procedure armonizzate di risoluzione che dovranno essere applicate in ipotesi di dissesto o crisi degli enti soggetti all'ambito di applicazione della Direttiva.

L'obiettivo di fondo perseguito nel quadro normativo così delineato è ripristinare la solidità finanziaria degli enti soggetti a risoluzione, preservandone, ove possibile, la continuità delle funzioni aziendali nonché evitare la destabilizzazione dei mercati finanziari, possibili effetti di contagio e costi a carico dei contribuenti.

In tale ottica il regime previsto dalla Direttiva fa sì che gli azionisti sostengano le perdite per primi e i creditori dopo gli azionisti, purché nessun creditore subisca perdite superiori a quelle che avrebbe subito se l'ente fosse stato liquidato con procedura ordinaria di insolvenza, in conformità del principio secondo cui nessun creditore può essere svantaggiato.

Riquadro 2

Il Meccanismo unico di vigilanza europeo degli enti creditizi

Il Meccanismo unico di vigilanza europeo (SSM), composto dalla Banca centrale europea e dalle autorità nazionali, è responsabile della vigilanza prudenziale di tutti gli enti creditizi stabiliti negli Stati membri partecipanti (circa 4.900 in totale). Il riparto di compiti tra la BCE e le autorità nazionali è effettuato sulla base della significatività dei soggetti vigilati, secondo i criteri stabiliti nel Regolamento 1024/2013/UE.

Sulle procedure relative al rilascio e alla revoca dell'autorizzazione all'attività bancaria e all'acquisto di partecipazioni qualificate (procedure comuni), la decisione finale è attribuita alla BCE a prescindere dalla significatività dell'ente creditizio interessato. In data 4 novembre 2014, la Banca d'Italia ha emanato un provvedimento che illustra gli effetti dell'entrata in funzione del Meccanismo unico di vigilanza sui procedimenti amministrativi di vigilanza di competenza della stessa. Il provvedimento descrive le principali modifiche per l'attività di vigilanza della Banca d'Italia e gli effetti dell'avvio del Meccanismo unico di vigilanza sulla normativa della Banca d'Italia a rilevanza esterna.

La BCE ha assunto la vigilanza prudenziale diretta sulle banche e gruppi bancari significativi dell'area dell'euro. Le competenze in parola – che ricomprendono, tra l'altro, la verifica del rispetto dei requisiti prudenziali, di organizzazione interna e di *governance*, la conduzione di valutazioni prudenziali, l'imposizione di azioni e misure di vigilanza e l'esercizio della vigilanza su base consolidata – sono svolte con l'assistenza delle autorità nazionali degli Stati membri partecipanti nell'ambito di gruppi di vigilanza congiunti, secondo le modalità stabilite dal Regolamento della BCE 468/2014.

L'elenco degli enti creditizi significativi dei Paesi dell'eurozona sottoposti alla vigilanza prudenziale diretta dalla BCE, pubblicato a settembre 2014, ricomprende 120 gruppi bancari significativi, che rappresentano, in termini di attivi, l'82 per cento del settore bancario dell'area euro. Tra di essi, figurano 14 gruppi bancari italiani. Ai fini dell'assolvimento dei propri compiti, sono attribuiti alla BCE poteri di vigilanza, indagine e sanzione.

La vigilanza diretta sugli enti creditizi meno significativi (circa 3.700 soggetti, di cui approssimativamente 550 in Italia), viene svolta dalle autorità nazionali, sotto la supervisione complessiva della BCE, sulla base di standard definiti a livello europeo.

Si prevede, in ogni caso, che la BCE possa esercitare i propri poteri di indagine anche nei confronti degli enti creditizi meno significativi, emanare istruzioni generali rivolte alle autorità nazionali degli Stati membri partecipanti in relazione alla supervisione di detti enti, o decidere di avocarne a sé la supervisione diretta al fine di assicurare l'applicazione coerente di standard di vigilanza elevati nell'ambito dell'SSM. Alla BCE è attribuito anche il potere di applicare misure di vigilanza macroprudenziale nei confronti degli enti creditizi stabiliti negli Stati membri partecipanti al fine di fronteggiare rischi di natura sistemica.

Il Regolamento prevede, tra l'altro, che siano messi a disposizione delle autorità nazionali una serie di poteri e strumenti comuni, via via più incisivi nelle varie fasi del processo di risoluzione (pianificazione del risanamento, intervento precoce e risoluzione delle crisi).

Gli strumenti in parola comprendono la vendita dell'attività d'impresa o delle azioni dell'ente soggetto a risoluzione senza il preventivo consenso degli azionisti, la costituzione di una entità-ponte, la separazione delle attività non in sofferenza e il *bail-in* degli azionisti e dei creditori, ossia il potere di svalutazione, con possibilità di azzeramento del valore nominale, nonché di conversione in titoli di capitale di talune categorie di passività emesse dall'ente soggetto a risoluzione, ivi inclusi titoli di debito e obbligazioni (sia *senior* sia subordinate). La Direttiva, il cui termine per il recepimento negli ordinamenti degli Stati membri è scaduto il 31 dicembre 2014, è di armonizzazione minima; le autorità nazionali mantengono una certa discrezionalità nell'applicazione degli strumenti previsti e nel ricorso ai meccanismi di finanziamento nazionali a sostegno delle procedure di risoluzione.

Solo dopo l'applicazione degli strumenti di risoluzione previsti, qualora sussistano i presupposti previsti a livello europeo dalla disciplina degli aiuti di Stato, potranno essere concessi eventuali sostegni finanziari pubblici a favore di una banca in crisi, attraverso l'iniezione di capitale pubblico ovvero la sottoposizione della banca a proprietà pubblica temporanea.

La Direttiva, in via di recepimento a livello nazionale, è entrata in vigore a decorrere dal 1° gennaio 2015, fatta eccezione per le disposizioni relative allo strumento di risoluzione del *bail-in* per le quali è stata prevista la possibilità per lo Stato membro di posticipare il termine di decorrenza, al più tardi, al 1° gennaio 2016.

Il Regolamento UE 806/2014 intende rafforzare l'applicazione uniforme delle norme stabilite dalla Direttiva nei paesi dell'eurozona e negli altri Stati membri che aderiscano al Meccanismo unico di vigilanza, attraverso l'istituzione di un'unica autorità di risoluzione e di un fondo unico di risoluzione. L'ambito di applicazione è dunque circoscritto agli enti creditizi stabiliti negli Stati membri partecipanti al Meccanismo unico di vigilanza e alle imprese di investimento, imprese madri e enti finanziari, stabiliti nei predetti Stati, che rientrino nell'ambito della vigilanza su base consolidata svolta dalla BCE. Il Regolamento si applicherà, salvo talune deroghe, a decorrere dal 1° gennaio 2016.

Allo scopo di assicurare che le decisioni di risoluzione in tutti gli Stati membri partecipanti al Meccanismo unico di vigilanza siano adottate in modo coordinato ed efficace, il Regolamento affida a un'agenzia di nuova istituzione, il *Single Resolution Board* (SRB), l'elaborazione dei piani di risoluzione e l'adozione di tutte le decisioni concernenti la risoluzione degli enti creditizi e gruppi significativi sottoposti alla vigilanza prudenziale diretta della BCE, delle banche transfrontaliere e di quelle che richiedano l'accesso al Fondo di risoluzione unico (SRF - *Single resolution fund*). L'esecuzione delle

decisioni assunte dal *Single Resolution Board* è affidata alle autorità di risoluzione nazionali, al pari dell'adozione dei piani e delle decisioni di risoluzione concernenti i soggetti e gruppi di importanza meno significativa stabiliti negli Stati membri partecipanti.

Il medesimo Regolamento prevede l'istituzione di un Fondo di risoluzione unico, alimentato progressivamente con contributi obbligatori delle banche degli Stati membri partecipanti, che beneficerà della possibilità di rifinanziamento presso il Meccanismo di stabilità europeo (ESM- *European Stability Mechanism*).

La costituzione del Fondo dovrebbe contribuire a spezzare il legame tra le condizioni degli emittenti sovrani e quelle degli enti creditizi e a rafforzare la stabilità finanziaria dell'Unione nel suo complesso, spostando gli oneri derivanti dalle crisi di banche sistemiche degli Stati partecipanti dall'apporto di fondi pubblici all'utilizzo di risorse messe a disposizione dalle banche. Il Fondo consisterà inizialmente di comparti nazionali; la possibilità di attingere alle risorse generate da banche di altri Stati Membri sarà completata solo nel 2023.

Il progetto di Unione bancaria prevede, accanto alla creazione di un sistema di vigilanza e di un meccanismo di risoluzione delle crisi bancarie integrato, anche un sistema unico di garanzia dei depositi. Progressi, sia pur parziali, in tale direzione sono stati compiuti con la pubblicazione della Direttiva 2014/49/UE, che stabilisce norme e procedure comuni relative all'istituzione e al funzionamento dei Sistemi di Garanzia dei Depositi (SGD), allo scopo di garantire un pari livello di stabilità di detti sistemi e offrire ai depositanti un livello di protezione uniforme in tutta l'Unione.

La Direttiva 2014/49/UE contiene disposizioni volte, tra l'altro, ad armonizzare l'ambito dei prodotti coperti dai sistemi di garanzia dei depositi e i relativi meccanismi di finanziamento e ad assicurare una graduale riduzione dei termini per il pagamento del rimborso a favore dei depositanti. Tra i requisiti imposti a carico dei sistemi in discorso rilevano requisiti attinenti all'ammontare minimo dei mezzi finanziari disponibili e l'obbligo di istituire pratiche di *governance* sane e trasparenti e di condurre *stress test* su base periodica. La Direttiva dovrà essere recepita negli Stati membri entro il 3 luglio 2015, ad eccezione di talune norme tecniche che dovranno essere recepite entro il 31 maggio 2016.

La proposta di regolamento sulla separazione delle attività delle banche

Onde attenuare l'impatto dei potenziali dissesti bancari e creare un sistema finanziario più stabile, al servizio dell'economia e della società nel suo complesso, la Commissione Europea ha pubblicato nel gennaio 2014 una proposta di regolamento sulle misure strutturali volte ad accrescere la resilienza e stabilità degli enti creditizi dell'Unione Europea '*too-big-to-fail, too-big-to-save, too-big-to-resolve*'.

Le misure, elaborate sulla base delle raccomandazioni del Rapporto Liikanen del 2012 e sulla scia di analoghe iniziative adottate negli USA e in alcuni Stati membri, sono incentrate, da un lato, sul divieto di negoziazione per conto proprio in strumenti finanziari e merci e, dall'altro, sulla potenziale separazione di altre attività di negoziazione (attività di *market making*, operazioni in strumenti derivati complessi e cartolarizzazioni) dalle tradizionali attività di intermediazione creditizia, ove l'autorità competente reputi che l'esercizio di tali attività costituisca una minaccia per la stabilità finanziaria dell'ente o per il sistema finanziario dell'Unione nel suo complesso.

La proposta mira a rafforzare il *corpus* unico di norme per il settore bancario e si inquadra nel più ampio dibattito avviato a livello mondiale in merito ai modelli di *business* delle banche e le relative implicazioni in termini di rischi sistemici. Secondo la Commissione, le norme proposte dovrebbero contribuire a far sì che le banche si concentrino sul loro ruolo fondamentale di servizio all'economia reale, evitando che il capitale bancario sia allocato in misura eccessiva ad attività di negoziazione ad alto rischio. Al contempo, la Commissione intende mitigare il rischio che i contribuenti devono intervenire per salvare le banche in difficoltà e limitare i costi e la complessità delle misure di risoluzione delle crisi eventualmente necessarie. La proposta tiene conto anche della necessità di prevenire le possibilità di arbitraggio regolamentare, in considerazione del proliferare delle iniziative di riforma in materia.

Il negoziato in Consiglio si è rilevato particolarmente complesso. Tra le questioni più dibattute sotto il semestre di Presidenza italiano si segnalano la definizione e il trattamento del *proprietary trading*, il grado di discrezionalità assegnato all'autorità di vigilanza nel richiedere la separazione delle altre attività di negoziazione, l'interazione tra autorità di vigilanza e autorità per la risoluzione delle crisi, il coinvolgimento dell'autorità di vigilanza del paese ospitante nelle decisioni attinenti alle misure strutturali.

Al contempo, per evitare che le banche tentino di aggirare queste norme trasferendo parti delle attività al settore meno regolamentato del sistema bancario ombra, la Commissione europea ha proposto misure volte ad accrescere la trasparenza delle operazioni di prestito titoli, nonché una disciplina più stringente sui fondi comuni di investimento monetari, strumenti fortemente esposti a fenomeni di corsa allo sportello.

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

Le proposte di regolamento in materia di fondi comuni di investimento monetari e operazioni di prestito titoli mirano a mitigare il rischio sistemico associato a questi fenomeni, che in periodi di turbolenza dei mercati possono costituire una rilevante fonte di contagio e di prociclicità.

La proposta di regolamento sui fondi comuni monetari

La proposta di regolamento sui fondi comuni monetari, pubblicata nel 2013 dalla Commissione europea, rappresenta un tassello importante della creazione di una 'European capital markets union' (CMU). Il settore dei fondi comuni risulta, infatti, strategico al fine di incentivare lo sviluppo di canali di finanziamento dell'economia reale alternativi a quello bancario e colmare così il *funding gap* esistente. Al pari della AIFMD, tale proposta deve annoverarsi inoltre tra le iniziative legislative europee volte a disciplinare il sistema bancario ombra (*shadow banking system*).

L'obiettivo della proposta consiste nella definizione di 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 strumenti finanziari nonché previsioni specifiche per i fondi monetari che prevedono un valore costante della quota.

Nel corso del semestre di Presidenza italiana del Consiglio dell'Unione Europea è stato avviato il negoziato sulla proposta in parola. Un accordo di massima è stato raggiunto su alcuni temi; permangono, tuttavia, divergenze tra gli Stati membri per quanto attiene alle disposizioni inerenti ai fondi comuni monetari che prevedono un valore costante della quota, CNAV (*Constant Net Asset Value*). Per tali prodotti la 'corsa ai riscatti' (cosiddetti rischio di *run*) degli investitori può alimentare il contagio, in quanto la promessa di stabilità del prezzo dei CNAV può creare l'incentivo per i partecipanti a precedere variazioni avverse del valore dell'OICR e a chiedere il rimborso delle azioni/quote. Nell'ottica di mantenere il modello dei fondi comuni monetari, FCM-CNAV, si rende pertanto necessario, anche in linea con le posizioni espresse dalle istituzioni internazionali, individuare misure idonee a mitigarne i rischi sistemici.

La proposta di regolamento relativa alle operazioni di finanziamento tramite titoli

A fine gennaio 2014, la Commissione europea ha avanzato una proposta di regolamento sulla segnalazione e la trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli (quali i contratti di vendita con patto di riacquisto, il prestito titoli e il reimpiego delle garanzie reali) che tipicamente rappresentano attività ricomprese nell'ambito del sistema bancario ombra poiché consentono anche a entità al di fuori del settore bancario tradizionale di realizzare la trasformazione delle scadenze e/o della liquidità. Il negoziato relativo alla proposta di direttiva si è concluso nel semestre di Presidenza italiana.

La proposta di regolamento introduce misure volte a migliorare la trasparenza nei confronti delle autorità di vigilanza, al fine di fornire loro le informazioni necessarie a monitorare l'insorgere di rischi sistemici legati a tali operazioni, la diffusione di adeguate informazioni agli investitori da parte dei fondi e la trasparenza contrattuale delle attività di reimpiego dei titoli.

In particolare, sono state proposte misure in materia di segnalazione ai repertori di dati sulle negoziazioni delle operazioni di finanziamento tramite titoli e obblighi di segnalazione a carico sia dei fondi sia delle controparti che realizzano il reimpiego. Tali misure recepiscono le Raccomandazioni del *Financial Stability Board* (FSB) dell'agosto 2013 sul medesimo tema. Al fine di minimizzare i costi per gli operatori, nel corso del negoziato presso le Istituzioni europee la proposta di regolamento è stata sviluppata il più possibile in linea con quanto previsto dal Regolamento (UE) 648/2012.

6 Gli orientamenti emanati dall'Esma

L'ESMA ha il compito di elaborare orientamenti e raccomandazioni (di seguito anche linee-guida) volte a favorire la convergenza delle pratiche di vigilanza e l'uniforme applicazione del diritto dell'Unione Europea. Ai sensi dell'articolo 16(3) del Regolamento 1095/2010/UE, istitutivo dell'ESMA, le autorità nazionali competenti devono notificare all'Autorità europea, entro due mesi dalla pubblicazione degli orientamenti in ciascuna lingua dell'Unione, l'intenzione di rispettare o meno le indicazioni applicative, esplicitando eventualmente i motivi della scelta. La Consob ha dichiarato la conformità o l'intenzione di adeguarsi a tutti gli orientamenti elaborati dall'ESMA nel corso del 2014.

Nel febbraio 2014 l'ESMA ha pubblicato Linee-guida e raccomandazioni sulle politiche e le pratiche di remunerazione ai sensi della MiFID (*Guidelines and Recommendations on remuneration policies and practices*).

Le linee-guida richiamano l'attenzione degli intermediari sulla necessità di orientare i sistemi di remunerazione e incentivazione secondo criteri in grado di assicurare il perseguimento del miglior interesse dei clienti, dettando indirizzi interpretativi attinenti al processo di elaborazione delle politiche e prassi retributive, alla struttura dei compensi e all'azione di controllo da parte delle Autorità di vigilanza.

Con specifico riferimento ai profili riguardanti la *governance* dei sistemi di remunerazione e incentivazione, le Linee-guida dell'ESMA richiamano l'attenzione sulla necessità di orientare la definizione delle politiche e prassi retributive applicate ai propri dipendenti secondo criteri non confliggenti con l'obiettivo di servire al meglio gli interessi dei clienti. In particolare, gli orientamenti in esame esplicitano il dovere degli intermediari di determinare gli schemi di remunerazione e di incentivazione del personale, incluso quello di vendita, secondo una 'prospettiva di servizio', allo scopo di evitare che le esigenze di tutela dei clienti possano essere, nei fatti,

disattese da condotte dirette a privilegiare gli interessi reddituali e patrimoniali dei soggetti abilitati. In proposito, viene rimarcata la necessità per gli operatori, in fase di elaborazione delle politiche e prassi retributive, di temperare la centralità dei *target* di natura quantitativa basati sul raggiungimento di predefiniti volumi di vendita relativi a uno specifico prodotto finanziario o a una determinata categoria di strumenti finanziari. I meccanismi premiali dovrebbero essere fondati anche sulla valutazione della qualità del servizio reso e non esclusivamente sull'ammontare dei volumi complessivamente generati. Le politiche e le prassi retributive dovrebbe essere 'approve', dall'alta dirigenza dell'intermediario (o, se del caso, dalla funzione di vigilanza), la quale dovrebbe, altresì, 'assumersi la responsabilità dell'attuazione' delle stesse, anche nell'ottica di intercettare eventuali rischi di non conformità alle norme di condotta e agli obblighi in tema di conflitto di interessi dettati dalla MiFID. Le linee-guida evidenziano, altresì, la necessità per gli intermediari di considerare il rischio di disallineamento dei propri interessi con quelli dei clienti nell'ambito dei propri sistemi di controllo interno, anche attraverso il coinvolgimento *ex-ante* della funzione aziendale di *compliance* nel processo di definizione delle politiche di remunerazione del personale. Si richiede, infine, alle competenti autorità di settore di riservare specifica attenzione, nella conduzione delle proprie attività e iniziative di vigilanza, alla considerazione dei profili connessi alla remunerazione del personale degli intermediari, adottando, se del caso, le più opportune azioni di *enforcement*.

Il 29 gennaio 2014 la Consob e la Banca d'Italia hanno emanato una comunicazione congiunta, in attuazione degli orientamenti ESMA, volta a definire le modalità e i tempi con cui gli intermediari devono provvedere agli adempimenti necessari. La comunicazione prevede inoltre che, ove stabilito dalla disciplina prudenziale, gli intermediari sottopongano all'assemblea le modifiche al sistema di remunerazione necessarie per conformarsi agli orientamenti ESMA.

Nel successivo mese di marzo l'ESMA ha emanato le Linee-guida sulla cooperazione e lo scambio di informazioni tra le autorità competenti, nonché tra le autorità competenti e l'ESMA (*Guidelines on cooperation arrangements and information exchange between competent authorities and between competent authorities and ESMA*), finalizzato a rafforzare la collaborazione a fini di vigilanza ed *enforcement* nell'ambito dell'Unione Europea. Alle Linee-guida è allegato un *Multilateral Memorandum of Understanding* (ESMA MMoU) che aggiorna quello sinora utilizzato per la cooperazione di settore, il CESR MMoU.

L'ESMA MMoU e le Linee-guida recano un quadro generale per la cooperazione tra autorità competenti e tra autorità competenti ed ESMA. Le linee-guida raccomandano le autorità competenti di compiere ogni sforzo per prestare la cooperazione ai sensi dell'allegato ESMA MMoU nello svolgimento delle funzioni loro assegnate dalla legislazione dell'Unione. Il testo dell'accordo è stato redatto utilizzando come base il CESR MMoU e introducendo le integrazioni richieste in considerazione degli sviluppi nella normativa europea e delle esperienze di cooperazione delle singole autorità competenti. Rispetto al CESR MMoU, l'accordo prevede la partecipazione anche dell'ESMA, sia pur limitatamente alle materie nelle