

Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la [direttiva 2004/109/CE](#) sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e la [direttiva 2007/14/CE](#) della Commissione ([COM \(2011\) 683 def.](#))

1) Oggetto della proposta

La Commissione europea propone la modifica della cd. "direttiva sulla trasparenza" ([Direttiva 2004/109/CE](#), del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 dicembre 2004) al fine di apportarvi i miglioramenti e gli adeguamenti che la Commissione medesima ritiene necessari, alcuni dei quali sono stati illustrati nella relazione predisposta dopo i primi cinque anni di attuazione della direttiva ([COM \(2010\) 243 def.](#)).

2) Consultazioni

Una consultazione ha avuto luogo tra il 28 maggio ed il 23 agosto 2010 al fine di raccogliere opinioni sulla modernizzazione della direttiva sulla trasparenza. I contributi presentati e di cui è stata autorizzata la pubblicazione sono disponibili sul sito della Commissione europea¹ () Tra i partecipanti vi è stata l'italiana [ASSOSIM](#).

L'iniziativa - riporta inoltre la Commissione - si basa anche sulle relazioni pubblicate da gruppi di esperti, tra cui il Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (ora Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, AESFEM).

3) Base giuridica

La Commissione europea propone una duplice base giuridica:

- 1) l'art. 50 del [Trattato sul funzionamento dell'Unione europea \(TFUE\)](#), ai sensi del quale *"Per realizzare la libertà di stabilimento in una determinata attività, il Parlamento europeo ed il Consiglio deliberano mediante direttive secondo la procedura legislativa ordinaria, previa consultazione del Comitato economico e sociale"*;
- 2) l'art. 114 del [TFUE](#), che recita: *"Il Parlamento europeo e il Consiglio, deliberando secondo la procedura legislativa ordinaria e previa consultazione del Comitato economico e sociale, adottano le misure relative al ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative degli Stati membri che hanno per oggetto l'instaurazione ed il funzionamento del mercato interno"*.

¹ http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/transparency_en.htm

4) Principi di sussidiarietà e proporzionalità

La Commissione europea argomenta il rispetto del *principio di sussidiarietà*:

- 1) in termini di necessità dell'intervento dell'Unione in quanto i problemi di attuazione della direttiva 2004/109/CE riguardano il mercato dei capitali dell'Unione nella sua interezza. Per essere efficaci, quindi, le modifiche devono essere introdotte al livello UE. Le istituzioni dell'Unione, del resto, sono le uniche competenti per la modifica dei propri testi legislativi;
- 2) con riferimento al valore aggiunto per l'Unione poiché l'applicazione dello stesso quadro normativo da parte di tutti gli Stati membri, sulla base degli stessi principi e con sanzioni efficaci garantirebbe condizioni di parità per tutti gli operatori dell'Unione, prevenendo eventuali divergenze e debolezze del quadro giuridico nonché le possibilità di arbitraggi normativi.

Per quanto concerne il principio di proporzionalità, le proposte sono dichiarate congrue agli obiettivi che si intende perseguire anche in virtù della scelta della direttiva, che consentirebbe la massima armonizzazione in alcune aree, lasciando però agli Stati membri la possibilità di tener conto della propria situazione specifica in alcuni settori.

Il termine fissato per l'espressione del parere motivato sul rispetto del principio di sussidiarietà era il 2 gennaio 2012.

5) Atti delegati

L'art. 27, par. 2-*bis*, della direttiva contiene già una delega alla Commissione europea ex art. 290 del TFUE, di durata quadriennale a decorrere dal 4 gennaio 2011. Il testo in esame introduce ulteriori ipotesi di deleghe (si vedano i nuovi artt. 13, par. 2; 21, par. 4).

Numerose sono, poi, le deleghe di cui la Commissione è investita solo formalmente, in quanto nella sostanza sarà l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (AESFEM) a determinare il contenuto delle norme tecniche di regolamentazione e di attuazione.

La più rilevante è quella contenuta nel nuovo art. 22. Questo, al fine di garantire l'accesso alle informazioni finanziarie relative a società quotate su base paneuropea, incarica l'AESFEM di definire alcuni requisiti tecnici in merito all'accesso alle informazioni previste dalla regolamentazione a livello dell'Unione, tra cui quelli relativi:

- 1) all'interoperabilità delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione utilizzate dai meccanismi nazionali designati ufficialmente (art. 22, par. 1, let. a);
- 2) al funzionamento di un punto di accesso centrale per la ricerca di informazioni previste dalla regolamentazione a livello dell'Unione (art. 22, par. 1, lett. b).

Nel ricordare che le norme tecniche di regolamentazione e di attuazione sono state definite dai regolamenti istitutivi delle Autorità europee di vigilanza², si rinvia al [Dossier n. 83/DN](#) del Servizio Affari Internazionali del Senato, Ufficio dei rapporti con le istituzioni dell'Unione europea, per l'illustrazione dei "*seri dubbi* (della Commissione europea) *sul fatto che le restrizioni al (proprio) ruolo in materia di adozione di atti delegati e misure di esecuzione siano in linea con gli articoli 290 e 291 del TFUE*".

² Regolamenti (UE) nn. [1093/2010](#), che istituisce l'Autorità bancaria europea; [1094/2010](#), che istituisce l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali; [1095/2010](#), che istituisce l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati.

6) Valutazione d'impatto

Il testo in esame è accompagnato da due documenti, che ne costituiscono la valutazione d'impatto:

- 1) [SEC \(2011\) 1279 def.](#), in lingua inglese;
- 2) [SEC \(2011\) 1280 def.](#), sintesi del precedente, disponibile anche in italiano.

7) Normativa proposta

Il testo in esame esordisce riformulando la definizione stessa di "emittente" (cfr. nuovo art. 2, par. 1, let. *d*) e chiarendo le modalità di individuazione dello Stato membro di origine per gli emittenti che devono effettuare la scelta (nuovo art. 2, par. 1, let. *i*).

Con la sostituzione dell'art. 3 viene abolito l'obbligo di presentare, accanto ai resoconti annuali e semestrali (disciplinati rispettivamente dagli artt. 4 e 5 della direttiva 2004/109/CE), resoconti intermedi sulla gestione degli emittenti. La Commissione europea, infatti, è dell'opinione che la pubblicazione di tali informazioni non sia "*necessaria ai fini della tutela degli investitori e deve essere lasciata al mercato, così da eliminare oneri amministrativi superflui*" (Relazione introduttiva al COM(2011) 683)³.

L'art. 6 novellato reca "Relazione sui pagamenti ai Governi" e vincola gli Stati membri ad imporre agli emittenti operanti nell'industria estrattiva (petrolifera, di gas e mineraria) o forestale primaria (taglio delle foreste primarie) di pubblicare, su base annua, una relazione sui pagamenti effettuati ai Governi, a livello consolidato. Questa misura è coerente con la dichiarazione d'intenti espressa nelle conclusioni del vertice G8 di Deauville del maggio 2011 ed analoga al "Dodd-Frank Act", adottato negli Stati Uniti nel luglio 2010. E' dettata dalla considerazione che i pagamenti eseguiti da tali industrie possono rappresentare una quota significativa delle entrate di paesi ricchi di risorse naturali. Mediante una rendicontazione pubblica e puntuale si auspica di promuovere una buona *governance*, che renda i Governi responsabili rispetto all'utilizzo di quelle risorse.

Le modifiche proposte alla sezione I ("Informazione sulle partecipazioni rilevanti") del capo III ("Informazione continuativa") intendono adeguare il testo normativo alle innovazioni finanziarie, garantendo che gli emittenti e gli investitori siano pienamente a conoscenza dell'assetto proprietario della società⁴. Così, l'art. 13 viene riformulato in maniera tale che l'obbligo di notifica per le acquisizioni o cessioni di azioni che conferiscono diritti di voto sia applicabile anche alla persona, fisica o giuridica, che detiene, direttamente o indirettamente:

- 1) strumenti finanziari che, alla scadenza, conferiscono al possessore, in virtù di un accordo formale, il diritto incondizionato o la facoltà di acquisire azioni, già emesse, che conferiscono diritti di voto di un emittente le cui azioni sono ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato;
- 2) strumenti finanziari con effetti economici simili ai precedenti, con diritto o meno a regolamento fisico.

³ La valutazione d'impatto individua ulteriori aspetti problematici dell'obbligo di relazione intermedia con riferimento ai piccoli e medi emittenti: eccessiva onerosità a fronte di un'utilità affatto chiara; indotta focalizzazione su risultati a breve termine piuttosto che assunzione di un'ottica di più ampio respiro; scarsa visibilità nei mercati in virtù del sovraccarico di informazioni finanziarie che, in determinati periodi, distoglie da loro l'attenzione degli investitori.

⁴ La valutazione d'impatto specifica come, a seguito dell'entrata in vigore della direttiva 2004/109/CE, si sia verificato un aumento significativo, nel mercato, dell'impiego dei derivati con regolamento in contanti. Questi possono essere utilizzati per acquisire ed esercitare un influsso su una società quotata o per costituire una partecipazione occulta in una società.

In questa definizione - specifica il nuovo art. 13, par. 1-*ter* - possono rientrare i valori mobiliari, i contratti di opzione, i contratti finanziari a termine standardizzati, gli *swap*, gli accordi a termine su tassi di interesse, i contratti finanziari differenziali e altri contratti derivati regolabili fisicamente o in contanti.

Altra norma innovativa è quella relativa all'aggregazione, per determinare le soglie di notifica, delle partecipazioni con diritto di voto con la detenzione di strumenti finanziari (nuovo art. 13-*bis*). L'esperienza ha infatti dimostrato che la mancata armonizzazione delle norme nazionali in materia di notifica e di aggregazione delle partecipazioni azionarie con quelle in strumenti finanziari determinano un aumento dei costi ed incertezze di carattere giuridico per gli investitori partecipanti in attività transfrontaliere, con una riduzione della trasparenza in alcuni Stati membri.

Gli artt. 28-29 disciplinano *ex novo* le sanzioni amministrative (che dovranno essere "*efficaci, proporzionate e dissuasive*", art. 28, par. 1), da applicarsi ad opera delle autorità nazionali competenti e di cui deve essere assicurata la pubblicazione con le modalità ed alle condizioni di cui all'art. 28-*ter*. Nel caso di violazione degli obblighi a carico di persone giuridiche le sanzioni dovranno essere applicate "*ai membri degli organi amministrativi, di gestione o di sorveglianza della persona giuridica e a ogni altro soggetto responsabile della violazione ai sensi della normativa nazionale*" (art. 28, par. 2)

Il nuovo art. 28-*bis* disciplina la mancata pubblicazione delle informazioni richieste ai sensi della direttiva e la mancata notifica dell'acquisizione o cessione di partecipazioni rilevanti.

Modifiche minori interessano anche la direttiva 2007/14/CE, della Commissione, dell'8 marzo 2007, che stabilisce le modalità di applicazione di talune disposizioni della direttiva 2004/109/CE (si veda l'art. 2 della proposta in oggetto).