



COMMISSIONE EUROPEA

Bruxelles, 25.10.2011  
SEC(2011) 1280 definitivo

**DOCUMENTO DI LAVORO DEI SERVIZI DELLA COMMISSIONE**

**SINTESI DELLA VALUTAZIONE DELL'IMPATTO**

*che accompagna il documento*

**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 definitivo}  
{SEC(2011) 1279 definitivo}

## 1. INTRODUZIONE

La direttiva sulla trasparenza<sup>1</sup> (in prosieguo “la direttiva”) impone agli emittenti di valori mobiliari negoziati nei mercati regolamentati all’interno dell’Unione europea (“UE”) di garantire agli investitori un’adeguata trasparenza, comunicando e diffondendo al pubblico le informazioni previste dalla regolamentazione<sup>2</sup>.

A cinque anni dall’entrata in vigore della direttiva, la Commissione ha pubblicato una relazione<sup>3</sup> che valuta l’impatto della direttiva. Secondo la relazione, la direttiva è utile per il funzionamento corretto ed efficiente del mercato, seppur con alcuni settori da migliorare.

Nel 2010 la Commissione ha lanciato una consultazione pubblica sulla modernizzazione della direttiva. I principali argomenti trattati sono stati il grado di attrattiva dei mercati regolamentati per i piccoli e medi emittenti e i modi per migliorare il sistema per le partecipazioni rilevanti con diritto di voto.

L’opinione dei partecipanti alla consultazione pubblica è divergente per quanto concerne la possibilità di migliorare la situazione dei piccoli e medi emittenti apportando alcune modifiche alla direttiva. In riferimento alle partecipazioni con diritto di voto, dalla consultazione pubblica è emerso un consenso unanime sulla necessità di inserire un requisito per la notifica delle partecipazioni in derivati con regolamento in contanti<sup>4</sup> e di aumentare il livello di armonizzazione in questo settore. Inoltre, è stata chiesta maggiore chiarezza su alcuni aspetti tecnici.

Infine, nel 2010 la Commissione ha deciso, di concerto con il Parlamento europeo, di valutare la fattibilità di richiedere ad alcune società di comunicare le principali informazioni finanziarie relative alle attività svolte nei paesi terzi<sup>5</sup>. Da un’altra valutazione dell’impatto realizzata su questo aspetto è emerso che la direttiva sulla trasparenza e le direttive contabili<sup>6</sup> dovrebbero essere modificate in modo tale da includervi un nuovo requisito in materia.

## 2. DEFINIZIONE DEL PROBLEMA

I problemi individuati nel regime attuale possono essere raggruppati in due categorie principali: a) piccoli e medi emittenti e b) requisiti relativi alla notifica delle partecipazioni rilevanti con diritto di voto.

---

<sup>1</sup> Direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 dicembre 2004.

<sup>2</sup> Il termine “informazioni previste dalla regolamentazione” include informazioni finanziarie annuali, semestrali e trimestrali, informazioni aggiornate sulle partecipazioni rilevanti con diritto di voto e informazioni *ad hoc* pubblicate conformemente alla direttiva sugli abusi di mercato (direttiva 2003/6/CE).

<sup>3</sup> COM(2010) 243 definitivo del 27 maggio 2010. La relazione era corredata da un documento di lavoro più dettagliato dei servizi della Commissione (SEC(2010061)).

<sup>4</sup> I derivati azionari con regolamento in contanti si riferiscono a operazioni su azioni regolate tramite pagamento in contanti, senza alcuna consegna fisica dell’azione sottostante.

<sup>5</sup> <http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/10/st15/st15650-ad01.en10.pdf>

<sup>6</sup> Quarta direttiva 78/660/CEE del Consiglio relativa ai conti annuali e settima direttiva 83/349/CEE del Consiglio relativa ai conti consolidati.

## **2.1. Problemi individuati in relazione ai piccoli e medi emittenti**

A livello UE non vi è alcuna definizione giuridica di piccoli e medi emittenti. I riferimenti ai piccoli e medi emittenti nel presente documento andranno intesi secondo i concetti nazionali esistenti applicati negli Stati membri.

Il miglioramento del contesto normativo per i piccoli e medi emittenti e la semplificazione del loro accesso ai capitali rientrano tra le principali priorità politiche della Commissione<sup>7</sup>. Sebbene gli obblighi di trasparenza non siano considerati l'unico aspetto problematico con cui si devono confrontare i piccoli e medi emittenti, essi contribuiscono agli elevati costi di messa in conformità correlati alla quotazione nei mercati regolamentati, alla loro scarsa visibilità presso analisti e investitori e ad una cultura che privilegia il breve termine.

### *2.1.1. Elevati costi di messa in conformità per i piccoli e medi emittenti*

Obiettivo della direttiva è quello di fornire al mercato informazioni accurate, complete e tempestive. Gli emittenti devono pubblicare informazioni finanziarie su base annua, semestrale e trimestrale<sup>8</sup>. La direttiva impone l'obbligo minimo di pubblicare relazioni intermedie trimestrali sulla gestione di contenuto limitato. Tuttavia, molti Stati membri richiedono maggiori di informazioni. Per i piccoli e medi emittenti i costi sostenuti per la pubblicazione delle informazioni finanziarie trimestrali sono relativamente elevati, mentre l'utilità di quest'obbligo non è affatto chiara.

Inoltre, il rispetto di termini stringenti per la pubblicazione delle relazioni semestrali, unito alla complessità dei contenuti e della tipologia di informazioni da comunicare nelle sezioni esplicative delle relazioni, possono anche rivelarsi costosi e dispendiosi in termini di risorse per gli emittenti.

### *2.1.2. Focalizzazione sui risultati a breve termine*

La necessità di pubblicare informazioni finanziarie trimestrali potrebbe indurre gli organi di gestione a dichiarare utili in ogni singolo trimestre. Inoltre, la rendicontazione trimestrale potrebbe anche essere percepita dagli investitori come un incentivo regolamentare a focalizzarsi sui risultati a breve termine delle società, piuttosto che ad assumere un'ottica a lungo termine.

### *2.1.3. Minore visibilità dei piccoli e medi emittenti*

Le scadenze ravvicinate imposte per le relazioni semestrali (due mesi dopo la fine del periodo coperto dalla relazione) creano al termine del secondo mese una strozzatura che turba il mercato, sovraccarica di informazioni finanziarie gli investitori e gli analisti e accentua la loro tendenza a focalizzarsi sulle grandi imprese leader del mercato, trascurando i piccoli e medi emittenti. Ciò accade per la grande maggioranza degli emittenti europei, per i quali l'esercizio

---

<sup>7</sup> Comunicazione della Commissione "Verso un atto per il mercato unico – Per un'economia sociale di mercato altamente competitiva. 50 proposte per lavorare, intraprendere e commerciare insieme in modo più adeguato", COM(2010) 608 definitivo e comunicazione della Commissione "L'Atto per il mercato unico. Dodici leve per stimolare la crescita e rafforzare la fiducia. Insieme per una nuova crescita", COM(2011) 206 definitivo.

<sup>8</sup> Relazioni finanziarie trimestrali o relazioni intermedie sulla gestione, generalmente noti anche come informazioni finanziarie trimestrali.

contabile corrisponde all'anno civile e per i quali la scadenza cade pertanto a fine agosto, contribuendo così alla scarsa visibilità dei piccoli e medi emittenti agli occhi di investitori e analisti.

Un altro aspetto che limita la visibilità dei piccoli e medi emittenti è rappresentato dalle difficoltà che devono affrontare gli investitori che desiderano accedere alle informazioni pubblicate, a causa dell'insufficiente interconnessione dei vari meccanismi nazionali di stoccaggio.

#### *2.1.4. Problemi individuati in relazione alla notifica delle partecipazioni rilevanti con diritto di voto*

La direttiva impone agli emittenti di notificare al mercato le acquisizioni o cessioni di azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato e che conferiscono diritti di voto (ossia di notificare la percentuale di diritti di voto detenuti qualora essa raggiunga, superi o scenda al di sotto delle soglie del 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% e 75%). Sono stati individuati due problemi nel regime vigente: quello della proprietà occulta, dovuto alle lacune presenti nelle norme in materia di notifica e quello delle divergenze tra le norme di notifica degli Stati membri.

#### *2.1.5. La possibilità della proprietà occulta*

Dopo l'adozione della direttiva l'impiego di derivati con regolamento in contanti è aumentato significativamente nel mercato. Questi derivati possono essere utilizzati per acquisire ed esercitare un influsso su una società quotata o per costituire una partecipazione occulta in una società (numerosi sono gli esempi in tal senso<sup>9</sup>). Attualmente essi non rientrano tuttavia nell'ambito di applicazione delle norme in materia di informativa fissate dalla direttiva. Questa omissione può portare a possibili abusi di mercato, a inefficienze del meccanismo di formazione dei prezzi, nonché all'espressione del voto in assenza di un interesse economico (il cosiddetto *empty voting*), con conseguente calo della fiducia degli investitori e disallineamento degli interessi di quest'ultimi con quelli a lungo termine delle società stesse.

#### *2.1.6. Norme di notifica divergenti tra Stati membri, con maggiori rischi di responsabilità e normativi ed elevati costi di messa in conformità per gli investitori transfrontalieri*

Norme di notifica differenti tra Stati membri, in particolare riguardanti l'aggregazione delle partecipazioni azionarie con quelle in strumenti finanziari, determinano un aumento dei costi e incertezze di carattere giuridico per gli investitori partecipanti in attività transfrontaliere. La mancata aggregazione delle partecipazioni azionarie con quelle in strumenti finanziari genera anche una riduzione della trasparenza all'interno di alcuni Stati membri.

### **3. SUSSIDIARIETÀ**

L'UE ha il diritto di intervenire in questo settore conformemente agli articoli 50 e 114 del TFUE. Tutti i problemi riscontrati riguardano il mercato UE dei capitali nella sua interezza; pertanto, per essere efficaci le modifiche devono essere introdotte a livello dell'UE.

---

<sup>9</sup> Esempi: LVMH/Hermes, Porsche/VW, Schaeffler/Continental.

Inoltre, i problemi individuati per i piccoli e medi emittenti sono correlati alla normativa UE e degli Stati membri e possono essere risolti solo modificando la normativa dell'Unione. Infine, solo uno strumento adottato a livello UE garantirebbe l'applicazione dello stesso quadro normativo da parte di tutti gli Stati membri sulla base degli stessi principi, ponendo così fine all'attuale frammentazione della risposta normativa in merito alla notifica delle partecipazioni rilevanti.

#### **4. OBIETTIVI**

Le misure previste dovrebbero semplificare alcuni obblighi, rendendo così i mercati regolamentati attraenti per i piccoli e medi investitori, migliorando anche la chiarezza giuridica e l'efficacia del regime di trasparenza con riferimento alla comunicazione dell'assetto proprietario delle società.

#### **5. OPZIONI STRATEGICHE: ANALISI DEGLI IMPATTI E CONFRONTO**

Allo scopo di realizzare gli obiettivi summenzionati, la Commissione ha elaborato, analizzato e confrontato diverse opzioni strategiche per definire quelle in grado di risolvere in maniera soddisfacente i problemi individuati. Tali opzioni vengono illustrate di seguito.

##### **5.1. Opzioni strategiche per consentire una maggiore flessibilità in tema di frequenza e tempistica della pubblicazione delle informazioni finanziarie periodiche per i piccoli e medi investitori**

- (1) *Nessuna azione*: questa opzione non realizzerebbe l'obiettivo ed è stata pertanto scartata.
- (2) *Abolire l'obbligo di presentare informazioni finanziarie trimestrali per i piccoli e medi emittenti*: questa opzione ridurrebbe sia i costi per i piccoli e medi emittenti sia gli incentivi regolamentari che possono favorire un'ottica a breve termine. Tuttavia, l'introduzione di regimi differenziati in base alle dimensioni delle società quotate nei mercati regolamentati potrebbe essere motivo di confusione per gli investitori e potrebbe anche determinare una minore visibilità dei piccoli e medi emittenti. Questa opzione è stata pertanto scartata.
- (3) *Abolire l'obbligo di presentare relazioni finanziarie trimestrali per i piccoli e medi emittenti per un periodo iniziale di 3 anni dall'ammissione alla negoziazione*: sebbene possa alleviare la pressione immediata sui piccoli e medi emittenti, questa opzione andrebbe soltanto a posticipare i costi. L'introduzione di regimi differenziati per le società quotate nei mercati regolamentati in base alle loro dimensioni e agli anni di costituzione, potrebbe confondere gli investitori. Questa opzione è stata pertanto scartata.
- (4) *Abolire l'obbligo di presentazione delle relazioni finanziarie trimestrali per tutte le società quotate*: questa opzione consentirebbe di ridurre i costi di messa in conformità delle società. La riduzione media stimata della spesa, ad esclusione dei costi correlati alla redazione delle informazioni trimestrali, varia da 2 000 EUR a 60 000 EUR per anno/emittente per i piccoli e medi emittenti e da 35 000 EUR a 250 000 EUR per anno/emittente per i grandi emittenti. La riduzione dei costi per il

personale incaricato di redigere le informazioni non può essere stimata in termini monetari per i piccoli e medi emittenti: tale riduzione varia ampiamente da un emittente all'altro (da 8 giorni/dipendente a 30 giorni/dipendente per anno). Per i grandi emittenti, la riduzione massima complessiva della spesa (inclusi i costi correlati al personale incaricato di redigere le relazioni) potrebbe essere stimata ad un massimo di 2 milioni di euro annui per ciascun emittente. Ciò dovrebbe consentire ai piccoli e medi emittenti di destinare le proprie risorse alla pubblicazione delle informazioni che più soddisfano i loro investitori. Questa opzione consentirebbe di ridurre la pressione a breve termine sugli emittenti e stimolerebbe gli investitori ad adottare una visione a più lungo termine, e non dovrebbe avere un impatto negativo sulla tutela degli investitori. La protezione degli investitori è già sufficientemente garantita dalla divulgazione obbligatoria dei risultati semestrali e annuali, nonché dalle informazioni richieste dalla direttiva sul prospetto e da quella sugli abusi di mercato<sup>10</sup>. Pertanto, gli investitori sarebbero debitamente informati in merito a fatti ed eventi importanti che potrebbero potenzialmente influenzare il prezzo delle azioni sottostanti, senza bisogno delle informazioni trimestrali previste nella direttiva. Per questa ragione, non appare necessario imporre per legge la pubblicazione di relazioni intermedie sulla gestione. Per essere efficace, questa opzione dovrebbe anche impedire agli Stati membri di imporre la pubblicazione delle informazioni trimestrali nella propria legislazione nazionale. Le società potrebbero decidere, a propria discrezione, di pubblicare tali informazioni.

- (5) *Estendere il termine di pubblicazione delle informazioni semestrali a tre mesi dalla fine del periodo coperto dalla relazione per tutte le società quotate:* i piccoli e medi emittenti risparmierebbero sulle spese, sebbene i benefici più rilevanti sarebbero di carattere non monetario. In questo modo, gli emittenti avrebbero più tempo per redigere le proprie relazioni, migliorandone così la qualità. Questa opzione avrebbe anche un impatto positivo sulla visibilità dei piccoli e medi emittenti, dal momento che potrebbero programmare più facilmente la pubblicazione delle loro relazioni, in modo tale da non farla coincidere con la pubblicazione delle relazioni delle grandi società quotate. In questo modo, gli analisti e gli investitori avrebbero più tempo per analizzare i risultati semestrali dei piccoli e medi emittenti.
- (6) *Estendere la scadenza per la pubblicazione delle informazioni semestrali a tre mesi dalla fine del rispettivo periodo coperto dalla relazione per i piccoli e medi emittenti:* questa opzione avrebbe un impatto positivo sulla visibilità dei piccoli e medi emittenti. Tuttavia, l'introduzione di regimi differenziati per le società quotate nei mercati regolamentati, in base alle loro dimensioni, potrebbe confondere gli investitori. Questa opzione è stata pertanto scartata.

## **5.2. Opzioni strategiche per semplificare le sezioni esplicative delle relazioni finanziarie per i piccoli e medi emittenti**

- (1) *Nessuna azione:* questa opzione non realizzerebbe l'obiettivo ed è stata pertanto scartata.

---

<sup>10</sup> Direttiva 2003/6/CE e direttiva 2003/71/CE.

- (2) *Armonizzare il contenuto esplicativo massimo dell’informativa finanziaria a livello UE per i piccoli e medi emittenti:* la standardizzazione del contenuto dell’informativa potrebbe generare un aumento dei costi di messa in conformità per i piccoli e medi emittenti negli Stati membri in cui i requisiti sono attualmente ridotti. In compenso questa opzione faciliterebbe la comparabilità delle informazioni finanziarie nell’UE. Tuttavia, se il livello minimo di contenuto fosse fissato troppo basso a livello UE per consentire agli emittenti di risparmiare sui costi, ne potrebbero derivare conseguenze negative per gli investitori. Questa opzione è stata pertanto scartata.
- (3) *Richiedere all’AEFSEM<sup>11</sup> di formulare orientamenti non vincolanti (modelli) sui contenuti esplicativi delle relazioni finanziarie per tutte le società quotate:* questa opzione consentirebbe all’AEFSEM di predisporre il modello che garantisca un risparmio sui costi. Ciò faciliterebbe anche la comparabilità delle informazioni per gli investitori e potrebbe aumentare la visibilità transfrontaliera dei piccoli e medi emittenti. Essa comporterebbe alcune spese una tantum a carico dell’AEFSEM.
- (4) *Richiedere agli Stati membri di predisporre modelli od orientamenti non vincolanti sui contenuti esplicativi delle relazioni:* questa opzione consentirebbe agli Stati membri di adattare i contenuti delle relazioni al proprio mercato interno. Tuttavia, ciò non faciliterebbe la comparabilità transfrontaliera delle informazioni. Questa opzione è stata pertanto scartata.

### **5.3. Opzioni strategiche per eliminare il divario esistente nei requisiti di notifica delle partecipazioni rilevanti con diritto di voto**

- (1) *Nessuna azione:* questa opzione non realizzerebbe l’obiettivo ed è stata pertanto scartata.
- (2) *Regime ampio: estensione del regime informativo a tutti gli strumenti con effetto economico simile alla detenzione di azioni e al diritto di acquisire azioni:* questa opzione ricomprenderebbe i derivati con regolamento in contanti, nonché eventuali futuri strumenti finanziari simili. La maggioranza dei partecipanti alla consultazione ha indicato questa opzione come una possibile soluzione ai problemi summenzionati. Essa avrebbe un forte impatto positivo sulla tutela e sulla fiducia degli investitori. Il nuovo regime informativo per tutti i tipi di strumenti finanziari equivalenti alla proprietà di azioni potrebbe generare un aumento dei costi organizzativi e di messa in conformità per i possessori di derivati con regolamento in contanti (i costi una tantum massimi stimati vanno da 100 000 EUR a 600 000 EUR per possessore di derivati con regolamento in contanti, ma riguarderebbero esclusivamente gli investitori in possesso di quantitativi significativi di tali strumenti). Non è stato possibile stimare i costi correnti, in quanto varierebbero in funzione dell’aumento effettivo nel numero di pubblicazioni per ciascun possessore. Tuttavia, sulla scia dell’esperienza del Regno Unito che nel 2009 ha introdotto un regime di questo tipo, si prevede che l’aumento delle notifiche resterà limitato.
- (3) *Approccio limitativo: la comunicazione non è richiesta qualora vengano soddisfatti criteri sicuri:* in base a quest’opzione dovrebbero essere comunicati tutti gli strumenti che danno accesso ai diritti di voto sottostanti, a meno che non vengano

---

<sup>11</sup> Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati.

soddisfatti alcuni criteri specifici. Ciò consentirebbe ancora agli investitori di aggirare lo scopo dell'obbligo di informazione. Questa opzione è stata pertanto scartata.

#### **5.4. Opzioni strategiche per eliminare le divergenze negli obblighi di notifica delle partecipazioni rilevanti**

- (1) *Nessuna azione*: questa opzione non realizzerebbe l'obiettivo ed è stata pertanto scartata.
- (2) *Armonizzare il regime per la comunicazione delle partecipazioni rilevanti con diritto di voto, imponendo l'aggregazione delle partecipazioni azionarie con quelle in strumenti finanziari che danno accesso ad azioni (inclusi i derivati con regolamento in contanti)*: questa opzione armonizzerebbe il metodo utilizzato per calcolare le soglie, ma non le soglie stesse, creando così un approccio uniforme che andrebbe a ridurre le incertezze giuridiche, ad aumentare la trasparenza, a semplificare gli investimenti transfrontalieri e a incrementare il grado di attrattiva dei mercati UE dei capitali. La riduzione stimata dei costi correnti per gli investitori transfrontalieri è di 77 000 EUR annui per operatore. Tuttavia, questa opzione potrebbe generare alcuni costi aggiuntivi correlati alle comunicazioni supplementari negli Stati membri in cui al momento non vigono obblighi di aggregazione.
- (3) *Armonizzare il regime per la comunicazione delle partecipazioni rilevanti con diritto di voto imponendo tre regimi distinti di comunicazione: uno per le partecipazioni o le azioni, uno per gli strumenti finanziari che danno accesso ad azioni e uno per i derivati con regolamento in contanti*: questa opzione potrebbe dar vita a un regime uniforme, ma potrebbe influire negativamente sulla tutela e sulla fiducia degli investitori. Pertanto, questa opzione è stata scartata.
- (4) *Armonizzare il regime di comunicazione delle partecipazioni rilevanti con diritto di voto, uniformando le soglie per la comunicazione*: la questione delle soglie legate ai diritti di voto non è stata considerata rilevante dalla maggioranza dei partecipanti. Inoltre, le soglie di notifica sembrano essere di difficile armonizzazione, viste le differenze nelle partecipazioni azionarie tra gli Stati membri. Pertanto, questa opzione è stata scartata.

#### **6. STRUMENTI DA UTILIZZARE E ASPETTI RELATIVI AL RECEPIMENTO E ALLA CONFORMITÀ**

Solo uno strumento giuridico vincolante sarebbe in grado di garantire che tutti gli Stati membri applichino lo stesso quadro normativo, basato sugli stessi principi. Una direttiva consentirebbe la massima armonizzazione in alcune aree, lasciando però agli Stati membri la possibilità di poter prendere in considerazione la propria situazione specifica in altri settori.

Per assicurare una migliore attuazione della direttiva, e in base alla comunicazione della Commissione "Potenziare i regimi sanzionatori nel settore dei servizi finanziari"<sup>12</sup>, anche l'attuale quadro sanzionatorio dovrebbe essere migliorato.

---

<sup>12</sup> Comunicazione del 9 dicembre 2010: COM(2010) 716 definitivo.



## **7. MONITORAGGIO E VALUTAZIONE**

La Commissione monitorerà l'attuazione della direttiva da parte degli Stati membri e, all'occorrenza, i servizi della Commissione presteranno loro assistenza. La valutazione dell'impatto dell'attuazione dei provvedimenti legislativi dovrebbe essere effettuata sei anni dopo l'entrata in vigore degli stessi. La Commissione monitorerà l'attuazione della direttiva modificata con l'ausilio dell'AEFSEM e avviando un ampio dialogo con le principali parti interessate.