

Senato della Repubblica

XIV Commissione permanente (Politiche dell'Unione europea)

**Disegno di legge S. 944, recante i criteri di delega al  
Governo per il recepimento delle direttive europee e  
l'attuazione di altri atti dell'Unione europea - Legge  
di delegazione europea 2018**

**Memoria della Banca d'Italia**

Roma, 31 gennaio 2019

La Banca d'Italia ringrazia la 14<sup>a</sup> Commissione del Senato per l'invito a esprimere le proprie valutazioni sul disegno di legge n. 944, riguardante la "Legge di delegazione europea 2018". Esso contiene i criteri di delega in base ai quali il Governo dovrà adeguare l'ordinamento nazionale alle nuove normative europee in materia di diritti e impegno a lungo termine degli azionisti (articolo 6) <sup>(1)</sup>, prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato (articolo 9) <sup>(2)</sup>, fondi comuni monetari (articolo 10) <sup>(3)</sup>.

Si tratta di misure volte ad accrescere l'armonizzazione delle regole nell'Unione europea e gli standard a tutela dell'integrità del mercato, degli investitori, della stabilità. Le deleghe legislative riguardano due regolamenti (rispettivamente, sui prospetti e sui fondi comuni monetari) direttamente applicabili e una Direttiva (quella sui diritti degli azionisti), che intervengono su materie già disciplinate in Europa e in Italia; per questa ragione il disegno di legge opportunamente prevede il raccordo tra la nuova disciplina europea e le disposizioni nazionali, contenute nel Testo unico della finanza.

La presente memoria si sofferma sull'importanza di questo raccordo, che costituisce il perno delle deleghe legislative, per le parti che hanno un impatto diretto sulle aree di competenza della Banca d'Italia, cioè i diritti e l'impegno a lungo termine degli azionisti (articolo 6) e i fondi comuni monetari (articolo 10).

## **1. Diritti e impegno degli azionisti a lungo termine**

La Direttiva 2017/828, che modifica una precedente Direttiva del 2007, si applica alle società quotate e si inquadra nell'ambito delle iniziative volte a rendere più integrato ed efficiente il mercato dei capitali europeo. Rispetto alla precedente Direttiva, essa contiene misure per rafforzare il ruolo degli azionisti delle società quotate, favorire il dialogo tra

---

<sup>(1)</sup> Direttiva (UE) 2017/828.

<sup>(2)</sup> Regolamento (UE) 2017/1129.

<sup>(3)</sup> Regolamento (UE) 2017/1131.

questi e la società, accrescere il grado di trasparenza sulle strategie di voto degli investitori istituzionali (assicurazioni e fondi pensione), dei gestori e dei consulenti in materia di voto (i cd. *proxy advisor*). L'obiettivo è promuovere lo sviluppo del mercato dei capitali, ridurre il rischio di politiche di investimento orientate al breve termine, assicurare un efficace monitoraggio sulle società quotate da parte degli azionisti e del mercato.

Le novità previste sono condivisibili: rafforzano il ruolo di controllo degli azionisti sulle operazioni con parti correlate e sulla remunerazione degli amministratori nelle società quotate; assicurano alle società la possibilità di identificare i propri azionisti e introducono adeguati presìdi per valorizzare la partecipazione di questi ultimi in assemblea, anche a distanza; stimolano l'impegno attivo (c.d. *engagement*) a lungo termine degli investitori istituzionali e dei gestori, prevedendo tra l'altro che questi informino il pubblico delle loro politiche di impegno e delle loro strategie di investimento; richiedono agli Stati membri di prevedere le necessarie sanzioni per assicurare il rispetto delle nuove previsioni.

Su alcuni di questi temi, l'ordinamento italiano è già molto avanzato e risulta più robusto rispetto alla Direttiva; su altri potrà invece beneficiare delle novità della normativa europea.

Con riguardo agli impatti della Direttiva sulle banche quotate, si ravvisano due profili di particolare interesse, sui quali di seguito ci si sofferma: la disciplina delle operazioni con parti correlate e la normativa in materia di politiche di remunerazione. Su questi aspetti la Direttiva non introduce novità rilevanti per le banche quotate: in Italia sono già disciplinati dettagliatamente, in forza della regolamentazione della Consob (che riguarda le società quotate) e di quella della Banca d'Italia (per le banche, quotate e non). In ogni caso, si coglie l'occasione per svolgere alcune considerazioni, che potrebbero essere utili nell'ambito dell'esame parlamentare del disegno di legge di delegazione europea.

Preliminarmente è importante richiamare due principi cardine che ispirano la Direttiva: quello di armonizzazione minima, che riconosce agli Stati membri la possibilità di mantenere o introdurre a livello nazionale previsioni più stringenti rispetto alle norme stabilite a livello europeo; la clausola di salvaguardia delle normative di settore esistenti, in base alla quale, in caso di eventuale contrasto, le norme settoriali prevalgono rispetto a quelle della Direttiva.

Questi principi si riflettono nei criteri proposti dall'articolo 6 del disegno di legge, che riconoscono l'esistenza dei presidi già in vigore in Italia sulle operazioni con parti correlate e sulle remunerazioni. Il disegno di legge prevede, inoltre, il ricorso alla disciplina secondaria della Consob e della Banca d'Italia in conformità con le rispettive competenze e fa salve, ove necessario, le regole speciali previste per gli intermediari operanti nel settore bancario, finanziario e assicurativo: questo consentirà di preservare il coordinamento tra la regolamentazione della Consob sugli emittenti quotati e quella della Banca d'Italia sulle banche, assicurando in questo modo che alle banche quotate si applichino due *set* di regole coerenti.

### **1.1. La disciplina delle operazioni con parti correlate**

Il criterio di delega previsto nel disegno di legge chiede di «apportare alla disciplina in materia di parti correlate le modifiche necessarie ad assicurarne la conformità con le disposizioni della Direttiva [...], preservando, ove con quest'ultima compatibili, i presidi di tutela già previsti dal diritto nazionale [...], ferma restando la disciplina in materia prevista per gli intermediari operanti nel settore bancario, finanziario e assicurativo» .

Si tratta di un criterio sufficientemente flessibile e generale, volto ad assicurare l'adeguamento alla disciplina europea e il rispetto delle norme del settore finanziario; l'obiettivo è arginare il rischio che operazioni rilevanti con parti correlate siano deliberate a detrimento dell'interesse della società e di quello degli azionisti. Per realizzare questo obiettivo, la Direttiva non definisce regole di dettaglio ma prevede unicamente principi generali e un ventaglio di alternative, che spetta poi a ciascun ordinamento nazionale definire in concreto. Sono, inoltre, previsti obblighi di informazione sulle caratteristiche principali dell'operazione (es. natura del rapporto con le parti correlati, controvalore della transazione), volti a consentire al mercato una valutazione della sua correttezza e convenienza per la società.

Come già sottolineato, rispetto alle norme della Direttiva la disciplina italiana risulta più articolata e stringente. In particolare, per quanto riguarda le banche quotate, queste sono tenute a rispettare sia la normativa della Consob in materia di operazioni con parti correlate

(che prevede, per tutte le società quotate, dettagliati obblighi procedurali e di *disclosure*) sia quella definita nel Testo Unico Bancario e nelle disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia (che definisce, per tutte le banche – quotate e non – regole anch'esse dettagliate e più stringenti rispetto alla Direttiva).

*In aggiunta all'obbligo, previsto dalla legge, dell'amministratore e dell'azionista di astenersi dal votare nelle deliberazioni in cui abbiano un conflitto di interesse, la normativa della Banca d'Italia su operazioni con parti correlate si articola su diversi livelli: a) limiti quantitativi (ossia limiti prudenziali per l'assunzione di attività di rischio nei confronti dei soggetti collegati, graduati in funzione delle diverse tipologie di parte correlata e dell'intensità delle relazioni e dei conseguenti rischi di condizionamento delle scelte gestionali); b) regole procedurali (che impongono il coinvolgimento degli amministratori indipendenti nella fase istruttoria e in quella deliberativa); c) presidi organizzativi (che coinvolgono sia gli organi di vertice della banca sia il sistema dei controlli interni). A questa disciplina si aggiunge il divieto – presidiato penalmente – previsto dall'art. 136 del Testo unico Bancario: gli esponenti bancari non possono contrarre obbligazioni con la banca in cui rivestono la carica se non previa approvazione unanime dell'organo di amministrazione e con il voto favorevole di tutti i componenti dell'organo di controllo.*

L'attuale disciplina delle società quotate (Consob) e quella delle banche (Banca d'Italia) sono opportunamente raccordate. È importante che in sede di recepimento della Direttiva questo assetto sia preservato, in modo da garantire che – per le banche quotate – non vi siano incoerenze tra i diversi obblighi previsti; la formulazione del disegno di legge delega è adeguata a perseguire questo obiettivo.

## **1.2. La disciplina delle remunerazioni**

La Direttiva si occupa anche dei sistemi di remunerazione e incentivazione degli amministratori delle società quotate; per il settore finanziario, questa disciplina si aggiunge ai numerosi interventi che – a livello internazionale ed europeo – sono stati adottati nell'ultimo decennio in risposta alla crisi.

Analogamente a questi ultimi, le regole che vengono introdotte - di armonizzazione minima - mirano ad assicurare che la politica di remunerazione delle società quotate fornisca incentivi corretti rispetto alla strategia aziendale adottata dalla società e risponda agli interessi di lungo termine degli azionisti. E' quindi richiesto che la politica di remunerazione: i) fissi i criteri quali-quantitativi per riconoscere i *bonus* e ne individui le modalità di corresponsione (es. periodo di differimento, eventuale pagamento in strumenti

finanziari della società, possibilità per la società di chiederne la restituzione al ricorrere di determinate condizioni, ecc.); ii) sia approvata dall'assemblea dei soci; iii) sia oggetto di una specifica informativa *ex post* ai soci e al pubblico che dia conto della sua concreta applicazione (c.d. *remuneration report*, che deve contenere, tra l'altro, gli importi di remunerazione fissa e variabile corrisposti e spiegare come la politica abbia effettivamente contribuito al perseguimento degli obiettivi di lungo periodo della società).

Per le banche, quotate e no, questi aspetti sono oggetto di un'organica e stringente regolamentazione. Si tratta di quella contenuta nella Direttiva europea sulle banche (c.d. CRD 4 e relative previsioni di attuazione) <sup>(4)</sup> e, a livello nazionale, nel Testo unico bancario e nelle disposizioni della Banca d'Italia. A partire dal 2008, tale disciplina è stata progressivamente rafforzata per assicurare che le politiche di remunerazione siano orientate al medio/lungo periodo, in linea con le strategie della banca: è previsto che esse siano collegate con i risultati effettivamente conseguiti al netto dei rischi assunti, con la situazione patrimoniale e di liquidità della banca, con i comportamenti tenuti dal personale.

*Le disposizioni della Banca d'Italia contengono previsioni di dettaglio che intervengono su tutti gli aspetti essenziali relativi alla definizione, all'adozione e all'attuazione delle politiche di remunerazione (ruoli e responsabilità degli organi sociali, ivi compresa l'assemblea; struttura dei compensi, con particolare riguardo al corretto bilanciamento delle componenti fissa e variabile e delle modalità di corresponsione di quest'ultima; obblighi di disclosure al pubblico e di reporting su base annuale alle Autorità di vigilanza italiane ed europee).*

*In questo ambito, per scelta nazionale, sin dal 2008 la politica di remunerazione è annualmente soggetta al voto vincolante dell'assemblea dei soci, alla quale è poi fornita un'adeguata informativa ex post, per consentire il monitoraggio nel tempo della corretta attuazione delle politiche approvate. Vi sono previsioni molto dettagliate (più stringenti rispetto a quelle della Direttiva per la generalità delle società quotate) per il riconoscimento e il pagamento dei bonus: il loro ammontare non può essere superiore a quello della remunerazione fissa (o del doppio di essa, su specifica deliberazione assembleare); non possono essere pagati immediatamente ma una quota significativa deve essere soggetta a un periodo di differimento; devono essere pagati in parte in strumenti finanziari soggetti a un ulteriore periodo di retention (nel corso del quale gli strumenti non possono essere venduti), per assicurare l'allineamento con l'andamento nel tempo del valore economico della società.*

---

<sup>(4)</sup> Direttiva 2013/36/UE; regolamenti delegati della Commissione europea nn. 604/2014 e 527/2014; Orientamenti dell'EBA in materia di politiche di remunerazioni.

Il criterio di delega previsto dal disegno di legge adotta la stessa, condivisibile, impostazione di quello già esaminato con riferimento alle operazioni con parti correlate: da un lato, richiede di apportare al Testo unico della finanza le modifiche necessarie a recepire la Direttiva; d'altro riconosce l'esistenza di una normativa specifica per il settore bancario, finanziario e assicurativo.

## **2. Fondi comuni monetari**

Il Regolamento (UE) del Parlamento europeo e del Consiglio n. 2017/1131 del 14 giugno 2017 introduce nuove regole sui fondi comuni monetari, ossia fondi che investono in attività a breve termine.

L'intervento europeo mira ad assicurare la stabilità, la liquidità e l'equo trattamento degli investitori in un settore di mercato che è essenziale per il finanziamento a breve termine dell'economia; nel corso della crisi finanziaria del 2007-2008 esso si è dimostrato particolarmente vulnerabile agli *shock* esogeni e alle crisi di liquidità, specie con riferimento al segmento dei fondi monetari cd. a NAV costante, che hanno caratteristiche simili ai depositi a vista.

Il Regolamento si applica a tutti gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) stabiliti, gestiti o commercializzati nell'Unione europea che, a prescindere dalla denominazione, «investono in attività a breve termine» e «sono finalizzati all'obiettivo di offrire rendimenti in linea con i tassi del mercato monetario o di mantenere il valore dell'investimento ovvero ad entrambi gli obiettivi».

Attualmente, a questi fondi si applica la disciplina nazionale di attuazione delle direttive UCITS <sup>(5)</sup> e AIFMD <sup>(6)</sup>, a seconda che si tratti di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) o di fondi di investimento alternativi (FIA). In Italia la disciplina è contenuta nel Testo unico della finanza e nella normativa secondaria adottata dalla Banca d'Italia e dalla Consob; in questo ambito, nel 2012 la Banca d'Italia, recependo linee guida del *Committee of European Securities Regulators* (CESR, ora ESMA), ha introdotto standard in materia di liquidità e qualità degli *asset* dei fondi monetari.

---

<sup>(5)</sup> Direttiva 2009/65/CE, come modificata dalla Direttiva 2014/91/UE.

<sup>(6)</sup> Direttiva 2011/61/UE.

Rispetto alle linee guida del CESR, che erano state recepite solo in 12 Stati membri, il Regolamento appronta un quadro normativo più dettagliato e robusto, direttamente applicabile in tutta Europa. Per assicurare la stabilità e il buon funzionamento dei fondi comuni monetari esso prevede:

- disposizioni volte ad assicurare che i FCM abbiano una struttura del portafoglio ben diversificata e di buona qualità sotto il profilo dell'affidabilità creditizia;
- elevati standard di liquidità, rimuovendo o contenendo – ove possibile – le criticità dei fondi a NAV costante; e
- requisiti di trasparenza specifici nei confronti degli investitori e delle autorità di vigilanza competenti.

Le disposizioni del Regolamento integrano quelle delle direttive UCITS e AIFMD, le quali continuano ad applicarsi anche ai fondi comuni monetari; il Regolamento dovrà essere dunque applicato in maniera coordinata con le disposizioni nazionali che recepiscono le due direttive. Questo vale sia per le disposizioni sui gestori e sui fondi, sia per ciò che riguarda l'apparato dei controlli: in particolare, il Regolamento prevede che le autorità competenti per la vigilanza sui FCM siano le medesime autorità che gli Stati membri hanno designato come competenti ai fini delle direttive UCITS e AIFMD.

I principi e i criteri direttivi contenuti nell'articolo 9 del disegno di legge hanno l'obiettivo di garantire il coordinamento richiesto dal Regolamento: essi confermano l'esistente attribuzione delle competenze di vigilanza, che in base al Testo unico della finanza spettano alla Banca d'Italia (per i profili di contenimento del rischio, stabilità finanziaria, sana e prudente gestione) e alla Consob (per quanto riguarda la trasparenza e la correttezza dei comportamenti); prevedono, altresì, che in caso di violazione della disciplina contenuta nel Regolamento si applichino le misure e le sanzioni già disciplinate nel Testo unico della finanza.

La tecnica legislativa impiegata per il coordinamento appare corretta: essa riconduce infatti – in coerenza con quanto previsto dall'ordinamento europeo – la disciplina (sostanziale e di vigilanza) dei FCM nell'alveo di quella, di carattere generale, delle altre tipologie di organismi di investimento collettivo del risparmio.



Il Regolamento prevede che i fondi comuni monetari esistenti alla data di entrata in vigore della nuova normativa europea possano continuare a svolgere la propria attività dopo che l'autorità competente abbia valutato il possesso dei requisiti previsti. La Banca d'Italia sta attualmente vagliando le richieste ricevute; queste riguardano tre fondi, che gestiscono una massa complessiva di circa 2 miliardi di euro, pari allo 0,8 per cento del totale delle attività gestite da fondi comuni di investimento aperti di diritto italiano.