



SENATO DELLA REPUBBLICA

14<sup>a</sup> Commissione permanente (Politiche dell'Unione Europea)

Disegno di legge n. 944

Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e  
l'attuazione di altri atti dell'Unione europea

Legge di delegazione europea 2018

Audizione del Vice Direttore Generale della CONSOB

Giuseppe D'Agostino

Roma 5 febbraio 2019

Signor Presidente, Onorevoli Senatori,

Ringraziando per l'invito, si illustrano alcune considerazioni sul provvedimento sottoposto all'esame del Senato, limitatamente alle norme che interessano i settori sui quali la CONSOB è chiamata a vigilare.

In particolare il presente intervento tratterà i principi e dei criteri direttivi per l'esercizio della delega legislativa, contenuti nel Disegno di legge n. 944, relativamente all'attuazione delle modifiche alla Direttiva sui diritti degli azionisti, del Regolamento sul prospetto e del Regolamento sui fondi comuni monetari.

## **1. La delega per il recepimento della direttiva (UE) 2017/828, che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti (art. 6)**

### Premessa

La Direttiva (UE) del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 maggio 2017 2017/828/UE ("Direttiva" o "SHRD 2"), pubblicata nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea del 20 maggio 2017, ha modificato la Direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate ("*Shareholder Rights Directive*" o "SHRD 1") per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti.

Ai sensi dell'articolo 2, par. 1 della Direttiva, gli Stati membri devono recepirne i contenuti entro il 10 giugno 2019, fatta eccezione per alcune disposizioni per le quali il recepimento deve concludersi entro 24 mesi dalla data di adozione degli atti di esecuzione della Commissione europea. Si tratta, in particolare, del Regolamento di esecuzione (CE) 2018/1212 del 3 settembre 2018 che stabilisce i requisiti minimi d'attuazione delle disposizioni della Direttiva per quanto riguarda l'identificazione degli azionisti, la trasmissione delle informazioni e l'agevolazione dell'esercizio dei diritti degli azionisti.

La Direttiva è volta a migliorare la *governance* delle società quotate, rafforzandone così la competitività e la sostenibilità a lungo termine, in particolare tramite un maggiore e più consapevole coinvolgimento ed impegno degli azionisti nel governo societario, nel medio e lungo termine, e la facilitazione dell'esercizio dei diritti degli stessi.

In questo contesto, la revisione della Direttiva del 2007 (SHRD 1) nel 2014 e conclusasi con l'adozione della SHRD 2 nel 2017, è volta a realizzare alcuni obiettivi specifici.

**I.** Il primo obiettivo è quello di agevolare l'esercizio dei diritti da parte dei soci, facilitando la trasmissione delle informazioni e la comunicazione tra emittenti e soci. A tal fine, la Direttiva riconosce in capo alle società il **diritto di identificare i propri azionisti** al fine di "*facilitare l'esercizio dei diritti degli azionisti e l'impegno degli*

azionisti con la società". È tuttavia prevista la possibilità per gli Stati membri di introdurre limitazioni per l'identificazione degli azionisti titolari di una partecipazione minima (non superiore allo 0,5% del capitale sociale).

La Direttiva disciplina altresì la trasmissione, in via standardizzata e tempestiva, delle informazioni funzionali all'esercizio dei diritti conferiti dalle azioni, da realizzarsi da parte delle società per mezzo degli intermediari che compongono la catena di detenzione dei titoli.

Sono inoltre introdotte previsioni volte ad assicurare che gli intermediari inclusi nella catena di detenzione delle azioni: (i) agevolino l'esercizio dei diritti degli azionisti, adottando le misure organizzative necessarie a consentire l'esercizio diretto di tali diritti da parte degli stessi azionisti ovvero dando esecuzione alle istruzioni da questi ultimi ricevute e (ii) rendano noti i costi per la prestazione dei servizi forniti in relazione alle sopraindicate attività, ciò anche al fine di stimolare la concorrenza nel mercato dei servizi di intermediazione e limitare le disparità di trattamento tra investitori domestici e stranieri ai soli casi in cui tale differenza sia giustificata e rispecchi differenze nei costi di erogazione dei servizi.

II. Il secondo obiettivo perseguito dal Legislatore europeo è quello di aumentare la trasparenza sulle politiche di impegno (*engagement*) verso le società partecipate da parte degli **investitori istituzionali** (assicurazioni e fondi pensione) e dei **gestori degli attivi** a cui questi si affidano nonché sulle raccomandazioni dei **consulenti in materia di voto** (*proxy advisor*).

A tal fine, la SHRD 2 introduce nuove previsioni volte a stimolare l'*engagement* e l'orientamento al lungo periodo di investitori istituzionali e gestori di attivi nell'investimento in società quotate europee<sup>1</sup>, prevedendo altresì specifiche tutele (informative) nel rapporto contrattuale tra questi soggetti, volte ad accrescere la trasparenza sulle prassi operative<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Investitori istituzionali e gestori di attivi devono rendere note le informazioni in merito all'adozione di una politica di *engagement* nei confronti delle società partecipate o, in caso contrario, in merito alle motivazioni circa la mancata adozione della stessa (approccio *comply or explain*). La politica di *engagement* descrive le modalità con cui le società partecipate sono monitorate su questioni rilevanti, quali la strategia, le *performance* finanziarie e non finanziarie, i rischi, la struttura del capitale, l'impatto sociale e ambientale e il governo societario. La politica descrive inoltre se e in quale modo gli investitori dialogano con le società partecipate, esercitano i loro diritti, cooperano con altri azionisti o comunicano con gli *stakeholder* dell'impresa nonché gestiscono eventuali conflitti di interesse. Investitori istituzionali e gestori di attivi sono inoltre tenuti a pubblicare su base annua informazioni sulle modalità di attuazione della politica, fornendo una descrizione generale del comportamento di voto, dell'eventuale ricorso a *proxy advisor* e una spiegazione dei voti più significativi.

<sup>2</sup> Inoltre, agli investitori istituzionali è richiesto di fornire informazioni sulla coerenza dei principali elementi della propria strategia di investimento in azioni con il profilo e la durata delle proprie passività, nonché sul contributo di tale strategia alla generazione di un rendimento di medio-lungo termine dei loro portafogli. Nel caso in cui la gestione del portafoglio sia delegata a un *asset manager*, è richiesta, in un'ottica *comply or explain*, la trasparenza circa alcuni specifici elementi dell'accordo con il gestore. In capo al gestore sono invece previsti specifici obblighi di comunicazione nei confronti degli investitori istituzionali che hanno loro affidato la gestione del portafoglio, nella prospettiva di assicurare a questi ultimi adeguati flussi informativi sulla strategia d'investimento concretamente posta in atto dal gestore.

Inoltre, la Direttiva stabilisce gli obblighi di trasparenza in capo ai consulenti in materia di voto (i *proxy advisor*) in merito all'eventuale applicazione di un codice di condotta<sup>3</sup>, secondo un approccio *comply or explain*.

I *proxy advisor* sono altresì tenuti a comunicare al pubblico determinate informazioni relative all'elaborazione delle loro ricerche, consulenze e raccomandazioni di voto e i conflitti di interesse reali o potenziali o le relazioni commerciali che possono influenzare tale elaborazione. Ciascuno Stato membro è tenuto a vigilare solo sui *proxy advisor* aventi sede legale o secondaria sul proprio territorio, a prescindere dalla sede delle società sulle quali emettono raccomandazioni di voto<sup>4</sup>.

**III.** Il terzo obiettivo della Direttiva è quello di coinvolgere i soci sulle politiche di **remunerazione degli organi sociali** con l'obiettivo di migliorarne la trasparenza, metterne in evidenza la correlazione con i risultati della società e accrescerne la supervisione da parte degli azionisti. A tal fine la Direttiva introduce il diritto dei soci ad esprimersi, attraverso un voto di natura vincolante ovvero consultiva, sulla politica di remunerazione dei membri degli organi sociali, individuandone altresì le finalità e i contenuti.

In particolare, la politica di remunerazione contribuisce alla strategia aziendale, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società e illustra, in modo chiaro e comprensibile, come realizza tale obiettivo e le diverse componenti della remunerazione. In caso di attribuzione di remunerazione variabile, la politica stabilisce criteri di *performance* "chiari, esaustivi e differenziati" indicando, in particolare, criteri basati su *performance* finanziarie e non finanziarie. L'approccio del Legislatore europeo è teso ad assicurare ampia trasparenza sui contenuti della politica di remunerazione, senza però porre vincoli alla sua struttura, la cui definizione compete alle società. Inoltre, la Direttiva richiede che le società predispongano e sottopongano al voto consultivo (*ex post*) dei soci una relazione sui compensi corrisposti nell'esercizio di riferimento, contenente l'illustrazione dettagliata dei compensi ricevuti da ciascun componente degli organi sociali, in qualsiasi forma e a qualsiasi titolo, dalla società quotata o da società del gruppo.

**IV.** Infine, la Direttiva introduce norme volte a favorire il controllo degli azionisti sulle **operazioni con parti correlate**<sup>5</sup> e limitare pertanto il rischio di fenomeni espropriativi realizzati con tali operazioni in danno, in particolare, degli azionisti di minoranza (ma in generale di tutti gli *stakeholders*). A tal fine, la Direttiva introduce

---

<sup>3</sup> Al riguardo si rammenta che sulla spinta di una specifica raccomandazione dell'ESMA, nel marzo del 2014 un gruppo rilevante di operatori di mercato (*Best Practice Principles Group*) ha pubblicato dei principi di condotta (*Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis*).

<sup>4</sup> Tale previsione è motivata dalla circostanza che, ad oggi, il mercato dei *proxy advisors* è dominato da operatori aventi sede legale al di fuori dell'Unione Europea.

<sup>5</sup> Si tratta in sintesi dei soggetti che possono influenzare anche indirettamente le decisioni della società quali tra gli altri azionisti in grado di esercitare un'influenza notevole o i componenti degli organi sociali e i dirigenti con responsabilità strategiche nella medesima società. L'attuale disciplina prevede che la definizione di parte correlata corrisponda a quanto stabilito in materia dai principi contabili internazionali vigenti all'epoca del regolamento attuativo della Consob.

alcune previsioni volte ad assicurare un'informativa tempestiva e adeguati presidi nel processo di deliberazione di tali operazioni, a tutela degli interessi della società e dei suoi azionisti, inclusi quelli di minoranza.

L'originaria proposta della Commissione europea dell'aprile 2014, oltre a stabilire la trasparenza delle operazioni con parti correlate di importo rilevante, rimetteva interamente l'approvazione di tali operazioni al voto dei soli azionisti diversi dalla parte correlata interessata dall'operazione. L'evoluzione del testo normativo, intervenuta in larga parte nel semestre italiano di Presidenza, ha sostanzialmente modificato la proposta originaria e previsto, in alternativa al controllo dei soci, la possibilità per gli Stati membri di adottare presidi di tutela diversi per l'approvazione delle operazioni, ugualmente idonei a prevenire fenomeni espropriativi a vantaggio delle parti correlate.

La SHRD 1 è una direttiva di armonizzazione minima e prevede in vari punti la facoltà degli Stati membri di introdurre o mantenere deroghe o requisiti alternativi, in considerazione delle specificità del diritto societario in nelle diverse giurisdizioni dell'Unione Europea<sup>6</sup>. Tale caratteristica è ribadita nella SHRD 2 che lascia impregiudicata la facoltà degli Stati membri di adottare o mantenere in vigore disposizioni più rigorose nel settore disciplinato dalla Direttiva per facilitare ulteriormente l'esercizio dei diritti degli azionisti, promuovere il loro impegno e tutelare gli interessi degli azionisti di minoranza, nonché conseguire altre finalità quali la sicurezza e la solidità degli enti creditizi e delle istituzioni finanziarie<sup>7</sup>.

Su tutti i nuovi obblighi la SHRD 2 richiede agli Stati membri di stabilire “*le norme relative alle misure e alle sanzioni applicabili in caso di violazione delle norme nazionali adottate in attuazione della...*” stessa direttiva, che siano “*efficaci, proporzionate e dissuasive*”.

### I criteri di esercizio della delega legislativa

L'articolo 6 del Disegno di legge reca i principi e i criteri direttivi ai quali il Governo deve attenersi nell'esercizio della delega per recepire la Direttiva SHRD 2, sintetizzabili come segue.

Il Governo è delegato ad adottare le modificazioni, integrazioni e abrogazioni alla normativa vigente occorrenti per l'attuazione della normativa europea, anche prevedendo il ricorso alla delega nei confronti delle autorità nazionali competenti a individuare a livello regolamentare termini e modalità di attuazione della nuova Direttiva [art. 6, comma 1, lett. a), h) e l)].

Ai sensi dei criteri di delega, la CONSOB dovrà essere designata quale autorità competente a fornire alla Commissione europea, in conformità con l'art. 3-*septies* della SHRD, informazioni in merito a sostanziali difficoltà pratiche nell'applicazione delle disposizioni in materia di identificazione degli azionisti, trasmissione delle informazioni e agevolazione dell'esercizio dei diritti di voto o in caso di inosservanza delle norme da parte di intermediari dell'Unione o di un Paese terzo [art. 6, comma 1, lett. b)].

**In materia di identificazione degli azionisti** è delegata al Governo l'individuazione della percentuale di azioni o diritti di voto, non superiore allo 0,5%, al di sopra della

---

<sup>6</sup> Cfr. art. 3 della Direttiva 2007/36/CE.

<sup>7</sup> Cfr. considerando n. 55.

quale le società possono identificare i propri azionisti “*anche al fine di garantire l’efficienza del mercato del controllo societario*” [art. 6, comma 1, lett. c)]<sup>8</sup>.

L’individuazione di una soglia al di sotto della quale gli azionisti sono esclusi dal processo di identificazione, se, per un verso, limita la capacità della società di avere una mappatura completa del proprio azionariato, consente, per altro verso, di concentrare il processo di identificazione su quegli azionisti titolari di una partecipazione di una certa entità, che più potrebbero avere interesse ad essere identificati per avviare effettivamente un *engagement* con la società.

Per quanto riguarda le scelte in corso presso gli altri Stati membri in merito all’introduzione di una soglia al di sotto della quale non sussiste un diritto della società di identificare i propri azionisti, dalle informazioni allo stato disponibili risulta che una soglia pari allo 0,5% del capitale verrebbe mantenuta dall’Olanda, mentre altri paesi come Francia, Germania, Spagna e Regno Unito sarebbero orientati a non introdurre alcuna soglia anche se va tenuto in considerazione che alcuni ordinamenti (ad es. UK) individua l’“azionista” come il *legal owner* senza richiedere l’identificazione dell’effettivo titolare dell’azione (*beneficial owner*).

Va inoltre sottolineato come le attuali disposizioni del TUF prevedono che le società diano notizia dell’avvenuta presentazione dell’istanza di identificazione e mettano a disposizione dei soci le risultanze del processo di identificazione oltre a provvedere all’aggiornamento del libro soci.

Va infine evidenziato che, pur in presenza di una soglia al di sotto della quale non scatta il diritto all’identificazione, non è comunque preclusa la possibilità per ciascun azionista di farsi conoscere dalla società avviando un dialogo diretto con la medesima.

Con riferimento alla trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto, i criteri di delega richiedono inoltre al Governo di introdurre nella normativa vigente le norme attuative delle nuove previsioni della direttiva [art. 6, comma 1, lett. d), del Disegno di legge]. Si tratta di nuove norme che disciplinano per la prima volta tali tematiche.

**In materia di remunerazione**, i criteri di delega prevedono che siano apportate alla disciplina del TUF già vigente in materia di relazione sulla remunerazione delle società quotate, le modifiche necessarie a dare attuazione alla Direttiva, ferma restando la disciplina prevista in materia per gli intermediari operanti nel settore finanziario [art. 6, comma 1, lett. e)].

Al riguardo, si rammenta che l’ordinamento italiano: (i) fin dal 1999 prevede obblighi di trasparenza su base individuale dei compensi corrisposti a membri degli

---

<sup>8</sup> In merito a tale aspetto lo schema di decreto legislativo di attuazione della Direttiva in esame, posto in consultazione dai competenti uffici del Dipartimento del Tesoro del Ministero dell’Economia e delle Finanze, prevede che le società abbiano il diritto di identificare i propri azionisti che detengono una partecipazione superiore allo 0,5% del capitale sociale con diritto di voto.

organi di amministrazione, controllo e direttori generali delle società quotate, (ii) a partire dal 2010, oltre a un rafforzamento della trasparenza sui compensi corrisposti, ha previsto in capo alle società l'obbligo di pubblicare una politica di remunerazione degli amministratori, direttori generali e altri dirigenti con responsabilità strategiche e di sottoporla al voto consultivo dei soci. La previsione di un voto consultivo e non vincolante per le società *non-financial*<sup>9</sup> consente ai soci, in particolare alle minoranze azionarie, di esprimersi più liberamente sulla politica di remunerazione, manifestando il proprio gradimento o dissenso senza che la società incorra nelle conseguenze della mancata approvazione di una politica di remunerazione, quali incertezza o rigidità nell'attribuzione di compensi.

I criteri di delega prevedono inoltre che siano apportate alla disciplina **in materia di operazioni con parti correlate** le modifiche necessarie ad assicurarne la conformità con le disposizioni della Direttiva, *“preservando, ove (...) compatibili, i presidi di tutela già previsti dal diritto nazionale”* - in particolare dall'art. 2391-bis c.c. - ferma restando la disciplina in materia prevista nel settore bancario, finanziario e assicurativo [art. 6, comma 1, lett. g)].

Si rammenta infatti che l'Italia ha adottato tra il 2004 (introduzione dell'art. 2391-bis c.c. ad esito della riforma del diritto societario) e il 2010 (adozione del Regolamento Consob n. 17221/2010, di attuazione della previsione del codice civile) una regolamentazione dettagliata delle operazioni con parti correlate poste in essere da società quotate e con azioni diffuse presso il pubblico. La normativa italiana prevede la trasparenza sulle operazioni con parti correlate e presidi deliberativi basati sull'attribuzione agli amministratori indipendenti di specifici compiti di verifica dell'interesse al compimento di tali operazioni e della loro convenienza [in linea con la Raccomandazione (CE) 2005/162].

La previsione di un obbligo di astensione generalizzato delle parti correlate (es. gli azionisti di controllo) in qualsiasi operazione che li coinvolga - contenuta nella proposta iniziale della Commissione europea - avrebbe rappresentato una soluzione non ottimale in un contesto di assetti proprietari concentrati quale quello italiano in quanto: (i) deresponsabilizzerebbe i soci di riferimento, (ii) attribuirebbe alle sole minoranze le decisioni su operazioni straordinarie talvolta strategiche per l'emittente e (iii) disincentiverebbe la stessa quotazione delle imprese. Pertanto, la delegazione italiana partecipante al progetto normativo in sede UE ha sostenuto il ricorso a presidi deliberativi alternativi (*“adequate misure di salvaguardia”*) volti a tutelare gli interessi della società e degli azionisti, compatibili con l'attribuzione agli amministratori indipendenti dei doveri di verifica dell'interesse della società a porre in essere l'operazione e della convenienza e correttezza delle relative condizioni già previsti dal diritto nazionale. Il testo finale è in linea con la suddetta posizione.

---

<sup>9</sup> Va evidenziato che il voto è invece vincolante per banche e assicurazioni ai sensi delle discipline di settore.

Sono infine inclusi nella delega alcuni criteri per apportare al Codice delle assicurazioni private (d.lgs. 7 settembre 2005, n. 209) le integrazioni alla disciplina del sistema di governo societario per i profili attinenti alla remunerazione, ai requisiti e ai criteri di idoneità di esponenti aziendali, di soggetti che svolgono funzioni fondamentali e di partecipanti al capitale delle assicurazioni. Tali integrazioni sono volte ad assicurare la conformità con disposizioni della direttiva *Solvency 2* (2009/138/CE), con altre disposizioni direttamente applicabili dell'Unione europea e con raccomandazioni, linee guida e altre disposizioni, emanate dalle autorità di vigilanza europee in materia [art. 6, comma 1, lett. *f*], del Disegno di legge].

Il Disegno di legge delega il Governo a “*prevedere sanzioni amministrative efficaci, proporzionate e dissuasive ai sensi delle disposizioni*” introdotte dalla direttiva 2017/828, “*nel rispetto dei criteri e delle procedure previsti dalle disposizioni nazionali vigenti che disciplinano l'esercizio del potere sanzionatorio da parte delle autorità nazionali competenti a irrogarle*” [art. 6, comma 1, lett. *i*]. Il criterio di delega prevede limiti edittali precisi - da un minimo di 2.500 euro ad un massimo di 10 milioni di euro - entro i quali il Legislatore delegato può esercitare tale delega.

I predetti limiti edittali appaiono in linea con l'apparato sanzionatorio in vigore nell'ambito della disciplina dei mercati finanziari. Si segnala, ad esempio, come le norme sanzionatorie ora in vigore nel Testo Unico della Finanza (“TUF”), in particolare nell'ambito delle violazioni della disciplina degli emittenti quotati e dei diritti degli azionisti, prevedono generalmente sanzioni amministrative pecuniarie fino a 10 milioni di euro nei confronti delle persone giuridiche e fino a 2 milioni di euro nei confronti delle persone fisiche per la violazione di obblighi di trasparenza (cfr. art. 192-*bis*, art. 193, commi 1, 2 e 3), mentre per la violazione degli obblighi di trasparenza e di comportamento previsti a tutela dei risparmiatori in capo agli investitori istituzionali e ai soggetti abilitati nonché dei depositari centrali sono previste sanzioni amministrative pecuniarie fino a 5 milioni di euro, ovvero, se superiore, fino al dieci per cento del fatturato (cfr. artt. 190, 190.1 e 190-*bis*).

L'importanza dell'introduzione di tale criterio di delega specifico può apprezzarsi se si tiene conto dei diversi criteri previsti dall'art. 32 (*Principi e criteri direttivi generali di delega per l'attuazione del diritto dell'Unione europea*), comma 1, lett. *d*), della legge 24 dicembre 2012, n. 234, che devono essere seguiti nell'introduzione di fattispecie sanzionatorie in assenza di criteri di delega specifici in materia. Ai sensi dell'articolo da ultimo richiamato, infatti, il Governo, nell'introduzione di misure sanzionatorie per la violazione di disposizioni derivanti dall'adeguamento agli atti normativi europei, potrebbe prevedere: *i*) per i casi di infrazioni che ledano o esponano a pericolo interessi costituzionalmente protetti, sanzioni penali, nei limiti, rispettivamente, dell'ammenda fino a 150.000 euro e dell'arresto fino a tre anni, in via alternativa o congiunta<sup>10</sup>; *ii*) per i casi di infrazioni che non ledano o esponano a pericolo interessi costituzionalmente protetti

---

<sup>10</sup> In particolare, “*sono previste: la pena dell'ammenda alternativa all'arresto per le infrazioni che esponano a pericolo o danneggino l'interesse protetto; la pena dell'arresto congiunta a quella dell'ammenda per le infrazioni che rechino un danno di particolare gravità.*”



sanzioni amministrative pecuniarie solo nella misura compresa tra un minimo di 150 euro e un massimo di 150.000 euro.

E' evidente che l'eventuale applicazione di tali sanzioni penali e amministrative, nei limiti edittali di cui all'art. 32 della legge n. 234/2012, alla materia dei diritti degli azionisti di società quotate risulterebbe del tutto incongruente in un contesto normativo sanzionatorio, peraltro di derivazione prevalentemente europea, che richiede l'applicazione di misure sanzionatorie amministrative pecuniarie di entità notevolmente più elevata affinché le stesse siano "efficaci, proporzionate e dissuasive".

## **2. La delega per l'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) 2017/1129, relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato (art. 8)**

### Premessa

Il Regolamento (UE) 2017/1129, relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato ("Regolamento Prospetto" o anche "il Regolamento"), rappresenta una tappa fondamentale del Piano d'azione della Commissione Europea volto a realizzare il mercato unico dei capitali (c.d. *Capital Markets Union*) ed è volto a favorire la diversificazione delle fonti di finanziamento per le imprese, rendere più efficiente il funzionamento dei mercati e offrire agli investitori e ai risparmiatori ulteriori possibilità di contribuire con il loro denaro a rafforzare la crescita e a creare posti di lavoro (cfr. *Considerando 1 del Regolamento*).

Il Regolamento abroga la Direttiva 2003/71/CE (la "Direttiva Prospetto") che in precedenza regolava la materia in esame. L'utilizzo dello strumento regolamentare in luogo di quello rappresentato dalla direttiva, appunto, è volto a realizzare la massima armonizzazione della disciplina sui prospetti a livello europeo.

Il Regolamento è entrato in vigore il 20 luglio 2017. Alcune disposizioni del Regolamento sono divenute applicabili a decorrere dalla stessa data<sup>11</sup>, mentre a partire dal 21 luglio 2018 trova applicazione la facoltà per gli Stati membri di esentare dalla pubblicazione di un prospetto le offerte con valore compreso tra 1 milione di euro e 8 milioni di euro. In merito, in base alla delega attualmente contenuta nel Testo Unico della Finanza [cfr. articolo 100, comma 1, lett. c), del TUF], la CONSOB, dopo un'ampia consultazione con il mercato nel corso del 2018, ha provveduto a modificare il proprio regolamento in materia di emittenti, innalzando da 5 a 8 milioni di euro la soglia relativa all'obbligo di prospetto. Tale modifica ha consentito di sfruttare al massimo la flessibilità

---

<sup>11</sup> Si tratta delle esenzioni dell'obbligo di pubblicare un prospetto relativamente ad alcune specifiche ipotesi di ammissione a quotazione (cfr. art. 1, par. 5 del Regolamento).

prevista dal Regolamento Prospetto con un positivo impatto sulla riduzione dei costi di accesso al mercato dei capitali per le piccole e medie imprese senza determinare una significativa riduzione del grado di tutela per gli azionisti oblati, tenuto conto sia del ridotto numero di offerte interessate dalla modifica anzidetta<sup>12</sup>, sia dei nuovi strumenti di tutela degli investitori recentemente introdotti dalla normativa europea ed attivabili anche in assenza della pubblicazione di un prospetto (ad esempio i nuovi presidi MIFID II in materia di *governance* dei prodotti finanziari, test rafforzati di misurazione dell'adeguatezza in caso di raccomandazione specifica e l'obbligo di redazione e consegna al cliente del *Key Information Document* previsto dal Regolamento (UE) 1286/2014 (PRIIPs) per i prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi pre assemblati).

Tutte le restanti disposizioni del Regolamento troveranno applicazione dal 21 luglio 2019. Si rende pertanto, necessario, intervenire sulla disciplina nazionale per coordinarla con il nuovo quadro normativo delineato dal Regolamento.

Il Regolamento conferma quanto già previsto dalla Direttiva Prospetto in merito alla possibilità di redigere il prospetto come unico documento oppure in documenti distinti: documento di registrazione, nota informativa sui titoli e una nota di sintesi contenente le informazioni chiave di cui gli investitori necessitano per comprendere la natura e i rischi dell'investimento. Il prospetto non può essere pubblicato se non è stato previamente approvato dalla relativa autorità competente.

A prescindere dalla forma scelta, il prospetto dovrà contenere informazioni facilmente analizzabili, succinte e comprensibili sui seguenti aspetti: la situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'emittente; i titoli e i diritti ad essi correlati; le ragioni dell'emissione e l'impatto della stessa sull'emittente.

A tal riguardo, le misure di livello 2 di competenza della Commissione Europea specificheranno il contenuto, il formato e la struttura del prospetto. In merito a tali aspetti, il *Technical Advice* pubblicato dall'ESMA in data marzo 2018 (e trasmesso alla Commissione Europea) riprende sostanzialmente quanto già previsto dalle disposizioni del Regolamento (CE) n. 809/2004<sup>13</sup>, prevedendo maggiore organicità delle informazioni che devono essere contenute negli schemi applicabili.

Le principali innovazioni riguardano il contenuto della nota di sintesi. In particolare, il Regolamento dispone che il contenuto della stessa debba essere organizzato in quattro sezioni<sup>14</sup> e che possano essere inseriti non più di 15 fattori di rischio nelle sezioni

<sup>12</sup> Dai dati disponibili risulta che tra il 2015 ed il 2017 sono stati approvati solo 7 prospetti nel *range* compreso tra 5 e 8 milioni.

<sup>13</sup> Regolamento (CE) n. 809/2004 della Commissione, del 29 aprile 2004, recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le informazioni contenute nei prospetti, il modello dei prospetti, l'inclusione delle informazioni mediante riferimento, la pubblicazione dei prospetti e la diffusione di messaggi pubblicitari.

<sup>14</sup> Ossia: *a)* Introduzione contenente le avvertenze; *b)* Informazioni fondamentali concernenti l'emittente; *c)* Informazioni fondamentali sui titoli; *d)* Informazioni fondamentali sull'offerta al pubblico di titoli e/o all'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato.

dedicate alle informazioni sull'emittente e sui titoli offerti. Inoltre, la lunghezza massima del documento non deve superare le sette pagine.

Qualora debba essere predisposto un documento contenente le informazioni chiave a norma del regolamento (UE) n. 1286/ 2014 ("PRIIPs")<sup>15</sup>, è prevista la facoltà di sostituire il contenuto della sezione della nota di sintesi, dedicata alle "informazioni fondamentali sui titoli", con le "informazioni chiave" contenute nel KID (*Key Information Document*) previste da detto regolamento; mentre è lasciata alla discrezionalità degli Stati membri la possibilità di richiedere obbligatoriamente tale sostituzione.

Il Regolamento ha introdotto alcuni elementi di semplificazione della disciplina, al fine di ridurre i costi connessi alla predisposizione di un prospetto.

In particolare, è prevista la possibilità per gli emittenti i cui titoli sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione di redigere, ad ogni esercizio, un documento di registrazione sotto forma di *documento di registrazione universale* ("DRU") che descriva l'organizzazione, l'attività, la situazione finanziaria, gli utili e le prospettive, il governo societario e l'assetto azionario della società. La rilevante novità contenuta nel Regolamento è rappresentata dal fatto che, una volta ottenuta l'approvazione del documento di registrazione universale da parte dell'autorità competente per due esercizi finanziari consecutivi, i documenti di registrazione universale successivi, una volta aggiornati, possono essere depositati presso l'autorità competente senza approvazione preventiva.

L'emittente che si avvale del documento di registrazione universale può inoltre acquisire lo *status* di "emittente frequente", beneficiando di termini ridotti per l'approvazione della nota informativa e della nota di sintesi (da 10 a 5 giorni per l'approvazione dei documenti separati).

Inoltre, al fine di garantire regimi informativi differenziati e proporzionati per differenti fattispecie, il Regolamento Prospetto ha introdotto due nuove tipologie di prospetti semplificati, il "*prospetto UE della crescita*" ed il "*prospetto per le emissioni secondarie*".

Possono avvalersi di tali strumenti le piccole e medie imprese ("PMI"), gli emittenti con strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati e in mercati di crescita per le

---

<sup>15</sup> Il regolamento disciplina talune categorie di prodotti finanziari, definiti "*preassemblati*" in quanto il loro valore dipende dall'andamento di altri prodotti o indici connessi agli andamenti dell'economia e di specifici mercati (ad esempio, i prodotti e i depositi strutturati, gli strumenti derivati, gli OICR, i prodotti di investimento assicurativi – IBIP). La nota di sintesi e il KID sono entrambi documenti sintetici, la cui lunghezza è soggetta a specifiche limitazioni normative, volti a condensare al massimo le informazioni messe a disposizione degli investitori.

PMI<sup>16</sup>, nonché gli emittenti che, oltre a rispettare determinate condizioni, effettuino offerte di importo non superiore a 20 milioni di euro nei dodici mesi.

Il Regolamento Prospetto disciplina le modalità e le tempistiche di approvazione e pubblicazione del prospetto e di svolgimento della pubblicità relativa all'offerta al pubblico di titoli o all'ammissione di titoli in un mercato regolamentato.

Il Regolamento disciplina, inoltre, l'offerta al pubblico di titoli e la richiesta di ammissione alla negoziazione di titoli che coinvolgono un soggetto con sede presso uno stato UE o extra-UE, nonché il regime linguistico. Al riguardo, le disposizioni del Regolamento Prospetto risultano sostanzialmente in linea con quanto previsto dalla precedente Direttiva.

Il Regolamento reca un elenco minimo dei poteri di vigilanza e di indagine che gli Stati membri devono conferire alle autorità competenti, che risultano sostanzialmente in linea con quanto già previsto dalla Direttiva Prospetto.

Un elemento di novità è dato dall'estensione dei poteri di sospensione delle negoziazioni che potranno essere attivati non solo con riferimento ai titoli negoziati su mercati regolamentati, ma anche su titoli negoziati su sistemi multilaterali di negoziazione o su sistemi organizzati di negoziazione (MTF, OTF). Inoltre l'Autorità avrà il potere di sospendere il procedimento di approvazione dei prospetti, o sospendere o limitare l'offerta pubblica di strumenti finanziari, nel caso di attivazione dei poteri di *product intervention*, di cui all'articolo 42 del regolamento (UE) n. 600/2014 (MiFIR). Tali poteri sono finalizzati al divieto o alla limitazione della commercializzazione, della distribuzione o della vendita di determinati strumenti finanziari, ad esempio in presenza di timori significativi in merito alla protezione degli investitori o in caso di minaccia all'ordinato funzionamento e all'integrità dei mercati finanziari.

Con riguardo al trattamento sanzionatorio il Regolamento impone di prevedere sanzioni per le violazioni di tutti gli obblighi ivi previsti in modo da garantire che le sanzioni applicabili siano effettive, proporzionate e dissuasive.

### *I criteri di esercizio della delega legislativa*

L'articolo 8 del Disegno di legge contiene i principi e i criteri direttivi cui il Governo dovrà attenersi in sede di predisposizione dello schema di decreto legislativo di attuazione del Regolamento Prospetto.

L'attuazione del Regolamento comporta la necessità di provvedere innanzitutto ad abrogare le norme dell'ordinamento nazionale riguardanti gli istituti disciplinati dal medesimo regolamento e l'introduzione delle occorrenti modifiche di coordinamento [come richiesto dall'art. 8, comma 3, lettere *a)* e *b)*, del Disegno di legge], mentre potranno essere fatte salve le norme nazionali compatibili con l'impianto del

---

<sup>16</sup> La semplificazione dei prospetti per gli emittenti quotati trova la sua ragione nel fatto che tali emittenti sono infatti soggetti agli obblighi di informativa continua previsti dal Regolamento (UE) 596/2014 sugli abusi di mercato e/o agli obblighi di trasparenza previsti dalla Direttiva 2004/109/CE ("Direttiva *Transparency*"), che rendono meno pressante l'esigenza di un prospetto ordinario per le offerte al pubblico e le ammissioni alla negoziazione in un mercato regolamentato.

Regolamento che riguardano gli altri prodotti finanziari diversi dai valori mobiliari e dalle quote di OICR chiusi.

Con riferimento a diversi aspetti della disciplina, il Disegno di legge opportunamente prevede il ricorso alla disciplina secondaria della CONSOB per le finalità previste dal Regolamento Prospetto [art. 8, comma 3, lettera *c*), del Disegno di legge].

In quest'ottica, il Disegno di legge conferma la delega alla CONSOB già prevista dal vigente articolo 100, comma 1, lett. *c*) del TUF ai fini dell'individuazione con regolamento della soglia di **esenzione dall'obbligo di pubblicazione del prospetto** per le offerte di controvalore ricompreso tra un minimo di 1 milione di euro e un massimo di 8 milioni di euro [art. 8, comma 3, lettera *d*), del Disegno di legge]. Soglia che come in precedenza accennato, è stata recentemente fissata in 8 milioni di euro.

Viene infine demandato alla regolamentazione CONSOB il potere, cui si è fatto cenno in precedenza, di imporre la sostituzione obbligatoria delle informazioni sui titoli contenute nella nota di sintesi con le informazioni presenti nel KID [art. 8, comma 3, lettera *e*), del Disegno di legge].

In materia di **responsabilità per le informazioni contenute nel prospetto**, il Disegno di legge [all'art. 8, comma 3, lettera *f*)] delega il governo a prevedere tale responsabilità per tutti i soggetti menzionati dal Regolamento (emittente o i suoi organi di amministrazione, direzione o controllo, offerente, soggetto che chiede l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato o garante, a seconda dei casi).

Va rilevato che allo stato, l'articolo 94, comma 8, del TUF sancisce la responsabilità dell'emittente, dell'offerente e dell'eventuale garante, a seconda dei casi, nonché delle persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto, mentre il successivo comma 9 dell'articolo citato estende la responsabilità per informazioni false o per omissioni idonee ad influenzare le decisioni di un investitore ragionevole sull'intermediario responsabile del collocamento.

Posto che l'elenco dei soggetti responsabili contenuto nel Regolamento rappresenta un elenco minimo e quindi non esclude che gli Stati membri possano individuare ulteriori soggetti ritenuti responsabili delle informazioni contenute nel Prospetto, si ritiene che il sopra descritto quadro normativo vigente sia in linea con le disposizioni del Regolamento. Tuttavia, al fine di maggior chiarezza potrebbe essere utile menzionare espressamente nell'art. 8, comma 3, lett. *f*), del Disegno di legge, gli ulteriori soggetti attualmente contemplati dalle disposizioni del TUF.

Il Disegno di legge prevede poi che il legislatore delegato recepisca le disposizioni in materia di responsabilità per la redazione della nota di sintesi previste dall'articolo 11, par. 2 del Regolamento, il quale stabilisce che nessun soggetto possa essere chiamato a rispondere esclusivamente in base alla nota di sintesi a meno che tale nota: *i*) sia fuorviante, imprecisa o incoerente se letta insieme con altre parti del prospetto o *ii*) non

offra, se letta insieme con le altre parti del prospetto, le informazioni chiave per aiutare gli investitori al momento di valutare l'opportunità di investire nei titoli.

Infine, in materia di responsabilità dell'autorità competente, il Disegno di legge, in ossequio alle disposizioni contenute nel Regolamento Prospetto, prevede che la normativa domestica in tema di responsabilità si applichi solo nel caso in cui il prospetto sia stato autorizzato dall'Autorità italiana.

Il Disegno di legge richiede, altresì, di individuare nella CONSOB l'autorità competente, responsabile dell'espletamento dei compiti previsti dal Regolamento, assicurando che l'autorità possa esercitare tutti i **poteri** previsti dal Regolamento stesso, in larga parte coincidenti con i poteri di vigilanza e di intervento già previsti dal TUF per le offerte pubbliche di vendita o sottoscrizione, nonché per l'ammissione alle negoziazioni su un mercato regolamentato [art. 8, comma 3, lettera g), del Disegno di legge].

In materia di sanzioni il Disegno di legge dispone l'attribuzione alla CONSOB del potere di imporre le **sanzioni amministrative** e le altre misure amministrative per le violazioni elencate dall'articolo 38 del regolamento (UE) 2017/1029, tenendo conto delle circostanze elencate nell'articolo 39 del Regolamento medesimo [art. 8, comma 3, lettera h), del Disegno di legge].

Rispetto alla disciplina vigente, il trattamento sanzionatorio recato dal regolamento Prospetto appare maggiormente articolata, in quanto si richiede agli Stati membri di prevedere sanzioni amministrative pecuniarie diversificate a seconda che il soggetto responsabile sia una persona fisica o giuridica<sup>17</sup>.

Il Disegno di legge prevede un criterio specifico con riguardo all'obbligo di motivazione delle decisioni adottate dalla CONSOB in applicazione del Regolamento Prospetto e al **diritto di impugnazione** delle stesse [art. 8, comma 3, lettera i), del Disegno di legge], istituti questi che peraltro risultano già previsti dal diritto nazionale<sup>18</sup>.

---

<sup>17</sup> Le sanzioni previste dal Regolamento sono:

- una dichiarazione pubblica indicante la persona fisica o giuridica responsabile e la natura della violazione in conformità dell'articolo 42;
- un'ingiunzione diretta alla persona fisica o giuridica responsabile di porre termine al comportamento costituente la violazione;
- sanzioni amministrative pecuniarie massime di valore pari ad almeno il doppio dell'importo dei profitti ricavati o delle perdite evitate grazie alla violazione, se possono essere determinati;
- in caso di persone giuridiche, sanzioni amministrative pecuniarie massime pari almeno a 5 000 000 o al 3 % del fatturato totale annuale della persona giuridica in base all'ultimo bilancio disponibile approvato dall'organo di gestione.
- in caso di persone fisiche, sanzioni amministrative pecuniarie massime pari almeno a 700 000 EUR o, negli Stati membri la cui valuta non è l'euro, al corrispondente valore in valuta nazionale al 20 luglio 2017.

<sup>18</sup> Con riferimento all'obbligo di motivazione si osserva che già la legge n. 262/2005, all'articolo 24 sancisce il medesimo obbligo in relazione a tutti gli atti della CONSOB, specificando altresì che la motivazione deve indicare le ragioni giuridiche e i presupposti di fatto che hanno determinato la decisione, in relazione alle risultanze dell'istruttoria. Regole specifiche sull'impugnazione dei provvedimenti della

Il Disegno di legge prevede, infine, un criterio specifico dedicato all'adeguamento della disciplina nazionale contenuta nel TUF in materia di **segnalazione delle violazioni** [art. 8, comma 3, lettera l), del Disegno di legge]. L'esercizio di tale specifica delega potrà determinare un ulteriore rafforzamento dei canali informativi che consentono alle autorità di esercitare i poteri di *enforcement* anche con riferimento alla disciplina sulle offerte pubbliche, in quanto dovranno essere predisposti appositi sistemi di segnalazione delle violazioni sia da parte dei datori di lavoro che svolgono attività regolamentate ai fini della prestazione di servizi finanziari (c.d. *whistleblowing* interno), sia da parte delle Autorità competenti (c.d. *whistleblowing* esterno).

### **3. La delega per l'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) 2017/1131, sui fondi comuni monetari**

#### Premessa

L'art. 9 del Disegno di legge include la delega al governo per adeguare la normativa vigente al Regolamento (UE) 2017/1131.

Si tratta del c.d. Regolamento sui fondi monetari che è stato finalizzato in sede europea, anche su sollecitazione degli organismi internazionali (es. FSB, IOSCO), in conseguenza dei profili di criticità sistemica che i fondi monetari hanno assunto nelle crisi finanziarie e nel funzionamento del c.d. "sistema bancario ombra" (*shadow banking*).

I citati profili derivano principalmente dai peculiari meccanismi di funzionamento della categoria dei fondi monetari c.d. a NAV costante, nell'ambito della quale, lo specifico impegno di stabilità del prezzo e la possibilità di richiedere a vista il rimborso dell'investimento nominale hanno contribuito a far percepire tali fondi come succedanei di depositi bancari e all'utilizzo degli stessi per finalità di *cash-management*. Tuttavia, la contrazione della liquidità nel sistema finanziario, a seguito della crisi, ha messo a dura prova la capacità di questi fondi di rimborsare il capitale investito al valore nominale, alimentando fenomeni di "corsa ai riscatti".

Nel suddetto contesto, il Regolamento ha previsto l'introduzione dei fondi comuni monetari c.d. LVNAV ("*low volatility net asset value*") che rappresentano una specie ibrida rispetto a quelle:

- dei fondi monetari a NAV variabile, da un lato, cioè fondi che possono essere sottoscritti e rimborsati al valore di mercato e

---

CONSOB sono altresì ricavabili dalle disposizioni contenute nel Codice del processo amministrativo e, per quanto riguarda i provvedimenti di carattere sanzionatorio, dal TUF.

- dei fondi monetari a NAV costante, dall'altro, cioè fondi che promettono un valore costante del NAV, valorizzando le attività al costo storico (c.d. criterio del costo armonizzato).

In particolare, i fondi monetari *low volatility net asset value* hanno la possibilità di procedere a valorizzare le richieste di sottoscrizione e rimborso ad un NAV costante solo finché la differenza tra questo e il NAV variabile (cioè il NAV calcolato in base alla valutazione degli *assets* secondo un criterio *mark-to-market* o *mark-to-model*) non supera una determinata banda di fluttuazione (definita in 20 bps).

In aggiunta il Regolamento detta una disciplina principalmente preordinata ad assicurare un monitoraggio sul rischio sistemico connesso alle suddette tre tipologie di fondi monetari, assoggettando le stesse a stringenti regole di natura prudenziale e di contenimento e frazionamento del rischio, aventi ad oggetto, tra l'altro:

- le attività eligibili e la composizione di portafoglio, al fine di assicurare che i fondi in parola siano investiti in attività adeguatamente liquide e presidiati da limiti alla concentrazione dei rischi<sup>19</sup>;
- i requisiti di liquidità, che risultano variamente modulati a seconda della tipologia di fondi monetari<sup>20</sup>;
- l'obbligo di svolgimento di *stress tests* su base regolare e per differenti possibili scenari, con la finalità di identificare i possibili eventi che possano esercitare effetti negativi sul profilo di liquidità del fondo.

Pur avendo una matrice di carattere principalmente prudenziale, il Regolamento sui fondi monetari include anche regole di trasparenza informativa e di correttezza (tra tali disposizioni, ad esempio, si menziona quella che stabilisce l'obbligo, per i fondi monetari a NAV costante e per quelli *low volatility*, di pubblicare su base giornaliera, sul sito web, la differenza tra il NAV calcolato secondo il criterio del costo ammortizzato e il NAV calcolato secondo il criterio del *mark-to-market*, nonché quella secondo cui, in relazione a tutti i fondi comuni monetari, devono essere rese disponibili su base settimanale determinate informazioni in merito alla composizione patrimoniale del portafoglio).

#### I criteri di esercizio della delega legislativa

Ai fini delle “occorrenti modificazioni alla normativa vigente”, previste dall'art. 9 del Disegno di legge, anche per il tramite di modifiche al TUF e con l'obiettivo, tra l'altro, di individuare le Autorità di vigilanza di settore che dispongano dei poteri per l'esercizio delle funzioni previste dal Regolamento in parola, si evidenzia che, in base alla ripartizione di competenze di vigilanza già definita all'art. 6 del medesimo TUF:

<sup>19</sup> Tra tali regole, a titolo esemplificativo, si menzionano quelle secondo cui l'investimento in derivati è consentito solo per finalità di copertura del rischio di tasso di interesse e valutario; all'investimento complessivo in altri MMF, è posto un cap pari al 17,5% del portafoglio; l'investimento in titoli rivenienti da operazioni di cartolarizzazione è consentito solo a determinate condizioni (tra cui, in particolare, che si tratti di strumenti *simple, transparent and standardised*).

<sup>20</sup> Per i fondi monetari a NAV costante e *low volatility*, i requisiti di composizione patrimoniale del portafoglio in termini di attività liquide su base settimanale e giornaliera - c.d. *weekly and daily liquidity threshold* - risultano più stringenti che per i fondi a NAV variabile).



- in riferimento alle disposizioni del Regolamento sui fondi monetari aventi natura prudenziale e volte al contenimento e al frazionamento del rischio, l'Autorità nazionale di riferimento è la Banca d'Italia;

- in riferimento alle disposizioni del medesimo Regolamento che vertono sulla trasparenza informativa e sulla correttezza dei comportamenti, l'Autorità nazionale di riferimento è la CONSOB.

Si fornisce, infine, qualche indicazione sulla dimensione del comparto nazionale dei fondi monetari che, al 30 giugno u.s., risulta decisamente contenuto, essendo composto da n. 8 fondi riconducibili ad altrettante SGR, per un ammontare complessivamente gestito di 3,32 miliardi di euro circa (cfr. tab. 1) a fronte di un patrimonio complessivo degli OICR pari a circa 1000 miliardi. In particolare, nel periodo dicembre 2014 - giugno 2018, il patrimonio ascrivibile a tali fondi si è più che dimezzato, evidenziando un trend decisamente decrescente, anche in ragione della prossimità allo zero dei tassi di mercato monetario.

**Tab. 1 – Fondi monetari di diritto italiano (dicembre 2014- giugno 2018)<sup>21</sup>**

SGR	FONDO	31-DIC-14	31-DIC-15	31-DIC-16	31-DIC-17	30-GIU-18
EURIZON CAPITAL SGR SPA	EURIZON TESORERIA EURO	2.604.041.944	1.667.363.044	1.342.603.484	910.221.368	760.315.950
BNP PARIBAS AM SGR S.P.A.	BNL LIQUIDITA'	63.023.962	38.674.005	33.487.945		
SELLA GESTIONI SGR SPA	LIQUIDITA' EURO					220.029.508
SELLA GESTIONI SGR SPA	NORDFONDO LIQUIDITA'	346.372.759	303.944.290	271.455.875	303.672.954	
ANIMA SGR SPA	ANIMA LIQUIDITA' EURO	975.264.318	1.350.638.119	1.076.795.115	1.366.710.415	1.133.659.145
BCC RISPARMIO&PREVIDENZA SGR	BCC MONETARIO	239.881.389	206.651.213	187.557.504		
FIDEURAM INVESTIMENTI SGR SPA	FIDEURAM MONETA	1.093.774.333	862.748.276	723.319.054	503.724.966	442.016.197
ACOMEA SGR S.P.A.	ACOMEA LIQUIDITA'	85.088.012	93.741.396	85.193.015	79.016.509	71.867.298
PIONEER IM S.G.R.P.A.	PIONEER LIQUIDITÀ EURO	31.406.610	27.160.648	34.736.624	23.188.900	
SYMPHONIA SGR SPA	SYMPHONIA TESORERIA		17.318.519	15.213.859		
SYMPHONIA SGR SPA	SYNERGIA TESORERIA	17.078.012				
BANCOPOSTA FONDI SPA SGR	BANCOPOSTA LIQUIDITA' EURO	350.438.457	283.850.615	312.107.608	298.084.770	214.618.896
AGORA SGR S.P.A.	AGORA CASH	11.465.717				
UBI PRAMERICA SGR S.P.A.	UBI PRAMERICA EURO CASH	1.283.723.689	880.322.102	628.515.683	473.913.381	379.098.893
AZIMUT CAPITAL MAN. SGR S.P.A.	AZIMUT GARANZIA	13.122.785				
ALLIANZ GLOBAL INVESTORS GMBH	ALLIANZ LIQUIDITA'	189.274.639	231.365.618	102.323.632	128.826.884	98.747.593
		<b>7.303.956.626</b>	<b>5.963.777.845</b>	<b>4.813.309.398</b>	<b>4.087.360.147</b>	<b>3.320.353.480</b>

<sup>21</sup> Fonte: database Prisma.

L'art. 9 del Disegno di legge prevede inoltre l'adeguamento della normativa nazionale relativa alla revisione legale dei fondi comuni di investimento. Tale delega rappresenta l'occasione per intervenire sul quadro normativo nazionale al fine di meglio chiarire il perimetro degli obblighi in materia di revisione legale concernenti i fondi comuni di investimento e superare, per tale via, talune incertezze emerse nella concreta prassi applicativa connesse, in particolare, alla progressiva maggiore articolazione delle attività svolte dai gestori presenti sul mercato.

Nello specifico, stante l'attuale assenza di previsioni normative specifiche, risulta opportuno chiarire la disciplina applicabile ai fondi comuni di investimento di diritto italiano gestiti da *management company* (c.d. "ManCo") estere.

Parimenti, a fini di maggior certezza della normativa applicabile, risulta utile chiarire la disciplina concernente i fondi comuni di diritto estero gestiti da SGR italiane che operano in virtù del principio del passaporto europeo.

Infatti, l'attuale formulazione dell'art. 9, comma 2, del TUF, facendo generico riferimento ai "*fondi comuni*" gestiti dalla SGR, non contiene indicazioni puntuali in merito ai confini dell'attività di revisione in parola (se limitata ai fondi di diritto italiano ovvero estesa anche a quelli di diritto estero).

L'esercizio della delega dovrà essere ispirata alla necessità di evitare disparità di trattamento tra gestori italiani e gestori esteri e, al contempo, evitare un eccessivo aggravio di oneri a carico degli operatori esteri che potrebbe determinare effetti pregiudizievoli anche in termini di competitività e capacità attrattiva del mercato italiano.