

**IT**

**IT**

**IT**



COMMISSIONE EUROPEA

Bruxelles, 27.5.2010  
COM(2010)243 definitivo

**RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL CONSIGLIO, AL PARLAMENTO  
EUROPEO, AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO E AL  
COMITATO DELLE REGIONI**

**Attuazione della 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**

SEC(2010)611

**RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL CONSIGLIO, AL PARLAMENTO  
EUROPEO, AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO E AL  
COMITATO DELLE REGIONI**

**Attuazione della 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**

**1. INTRODUZIONE**

1. La presente relazione esamina l'applicazione della direttiva 2004/109/CE<sup>1</sup> sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato (in prosieguo la "direttiva sulla trasparenza"), conformemente all'articolo 33 della medesima direttiva.
2. La direttiva sulla trasparenza richiede che gli emittenti di valori mobiliari nei mercati regolamentati all'interno dell'UE garantiscano agli investitori una trasparenza adeguata attraverso la comunicazione delle informazioni previste dalla regolamentazione e la loro diffusione al pubblico in tutta l'UE. Tali informazioni consistono in relazioni finanziarie, notizie sui principali detentori di diritti di voto e notizie comunicate in conformità dell'articolo 6 della direttiva 2003/6/CE, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato)<sup>2</sup>.
3. Gli obiettivi perseguiti dalla direttiva sulla trasparenza sono importanti per i mercati finanziari e sono riconosciuti da organismi internazionali di normazione, quali la IOSCO o l'OCSE. L'attuale crisi finanziaria dimostra che la comunicazione di informazioni accurate, complete e tempestive sugli emittenti di valori mobiliari è fondamentale per consentire una valutazione informata dei risultati economici e degli attivi di tali emittenti e, di conseguenza, consolidare la fiducia degli investitori nei mercati dei capitali.
4. La presente relazione illustra gli effetti della direttiva sulla trasparenza e come si è ottemperato agli obblighi in essa previsti (sezione 2); identifica le questioni principali che emergono dall'applicazione della direttiva sulla trasparenza (sezione 3) e trae alcune conclusioni (sezione 4). La relazione è completata da un documento di lavoro dei servizi della Commissione, che fornisce ulteriori dettagli sugli argomenti descritti, nonché sul modo in cui sono state raccolte le informazioni.

---

<sup>1</sup> Direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 dicembre 2004, sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e che modifica la direttiva 2001/34/CE, GU L 390 del 31.12.2004, pag. 38.

<sup>2</sup> V.: [www.ec.europa.eu/internal\\_market/securities/transparency/index\\_en.htm](http://www.ec.europa.eu/internal_market/securities/transparency/index_en.htm)  
GU L 96 del 12.4.2003, pag. 16.

## 2. EFFETTI DELLA DIRETTIVA SULLA TRASPARENZA E CONFORMITÀ ALLE PRESCRIZIONI

5. Lo studio esterno relativo all'applicazione della direttiva sulla trasparenza condotto per conto della Commissione<sup>3</sup> (in prosieguo "lo studio esterno") evidenzia come una consistente maggioranza dei soggetti interessati che hanno preso parte all'indagine consideri la direttiva sulla trasparenza utile per il funzionamento corretto ed efficiente del mercato. Generalmente gli interessati ritengono che le informazioni previste dalla regolamentazione e comunicate dagli emittenti raggiungano gli investitori, escluse forse le informazioni comunicate da società quotate di minori dimensioni.
6. In termini di effetti economici che la direttiva sulla trasparenza produce sui mercati finanziari, le ricerche condotte finora non risultano decisive. Sembra piuttosto che la direttiva sulla trasparenza sia neutrale. Infatti, benché venga percepita come un fattore semplificatore per l'emissione nel mercato primario, mancano prove empiriche per confermare tale percezione.
7. Un esame delle pratiche degli emittenti rivela che questi, generalmente, si conformano agli obblighi di informativa finanziaria ed evidenzia che questa è anche la percezione dei soggetti interessati. La comunicazione dell'informazione finanziaria viene ritenuta utile e sufficiente ai fini di investimento. Inoltre, la semplificazione dei requisiti linguistici per la comunicazione dell'informazione finanziaria, introdotta nel 2004, è stata accolta con particolare favore.
8. A prima vista, il costo legato alla conformità agli obblighi della direttiva sulla trasparenza<sup>4</sup> non sembra particolarmente alto<sup>5</sup>. Questa è anche la percezione degli emittenti, benché società quotate di piccole e medie dimensioni siano più preoccupate in merito ai costi da sostenere per conformarsi alle prescrizioni. L'introduzione della "regola dello Stato membro d'origine"<sup>6</sup>, così come la semplificazione del regime linguistico per le informazioni finanziarie nel 2004 dovrebbero, in linea di principio, aver contribuito a ridurre i costi sostenuti dagli emittenti. Tuttavia, permangono costi elevati per gli investitori internazionali, risultanti dall'insufficiente armonizzazione degli obblighi della direttiva sulla trasparenza.

---

<sup>3</sup> Mazars (dicembre 2009), *Transparency Directive Assessment Report*, studio sull'applicazione degli obblighi selezionati della 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. Disponibile all'indirizzo:

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/transparency/index\\_en.htm#](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/transparency/index_en.htm#)

<sup>4</sup> Occorre notare che la maggior parte dei requisiti sul contenuto delle relazioni finanziarie annuali e semestrali (ad esempio, le norme in materia di contabilità) non è contenuta nella direttiva sulla trasparenza.

<sup>5</sup> V. Europe Economics (2008), *Study on the cost of compliance with selected FSAP measures*. Disponibile all'indirizzo: [www.ec.europa.eu/internal\\_market/finances/actionplan/index\\_en.htm](http://www.ec.europa.eu/internal_market/finances/actionplan/index_en.htm)

<sup>6</sup> Secondo la "regola dello Stato membro d'origine" (cfr. articolo 3, paragrafo 1), gli emittenti sono assoggettati unicamente agli obblighi stabiliti dal proprio Stato membro d'origine (di norma quello della costituzione della società) ma non a quelli dello Stato membro ospitante. Tale "regola dello Stato membro d'origine" dovrebbe evitare l'applicazione doppia (o multipla) delle norme agli emittenti.

### 3. RIESAME DELL'APPLICAZIONE DELLA DIRETTIVA: QUESTIONI EMERGENTI

9. Emergono varie questioni dal riesame dell'applicazione della direttiva sulla trasparenza (per ulteriori dettagli v. il documento di lavoro dei servizi della Commissione allegato alla presente relazione).
10. In primo luogo, ci si chiede se le norme di trasparenza debbano essere specificamente adattate a società quotate di minori dimensioni, con l'intento di mantenere e aumentare l'attrattiva dei mercati regolamentati per questa categoria di emittenti<sup>7</sup>. Benché risulti limitata la possibilità di semplificazione delle norme della direttiva sulla trasparenza per società quotate di dimensioni più piccole e, dunque, la realizzazione dei risparmi, esistono misure di semplificazione specifiche, che è possibile prendere in considerazione senza minare la tutela degli investitori, quali ad esempio: (i) prevedere scadenze più flessibili per la comunicazione di relazioni finanziarie; (ii) ridurre l'obbligo di pubblicare informazioni finanziarie trimestrali; (iii) armonizzare i contenuti principali delle relazioni o; (iv) favorire la visibilità internazionale di società quotate di dimensioni più piccole a favore di potenziali investitori e/o intermediari dell'informazione, quali analisti finanziari<sup>8</sup>, aumentando così la loro attrattiva.
11. In secondo luogo, benché l'obbligo di produrre informazioni finanziarie trimestrali, introdotto nel 2004 dalla direttiva sulla trasparenza, possa contribuire a un certa visione a breve termine dell'andamento economico degli emittenti da parte degli investitori<sup>9</sup>, solitamente esso è percepito positivamente dagli operatori del mercato. Inoltre, ridurre l'obbligo di pubblicare informazioni trimestrali favorirebbe, molto probabilmente, solo le società quotate di dimensioni più piccole, poiché le società di grandi dimensioni continuerebbero presumibilmente a pubblicare informazioni trimestrali. Al contrario, il mercato richiede norme più dettagliate concernenti il contenuto di resoconti intermedi sulla gestione, in modo da facilitare la conformità da parte degli emittenti e consentire la prevedibilità dell'informazione da comunicare.

---

<sup>7</sup> Va sottolineato che esistono mercati alternativi ai “mercati regolamentati” (ai sensi della direttiva sulla trasparenza), dove è possibile negoziare i valori mobiliari degli emittenti. Tali mercati alternativi si configurano come sistemi multilaterali di negoziazione (MTF), ai sensi della direttiva 2004/39/CE. Le norme della direttiva sulla trasparenza non si applicano ai mercati alternativi e, stando allo studio esterno, manca un sostegno da parte dei soggetti interessati tale da estendere l'applicazione di questa direttiva a tali mercati non regolamentati. In questa fase, la Commissione non intende proporre l'estensione dell'ambito di applicazione della direttiva sulla trasparenza ai MTF. Una spiegazione più esauriente viene proposta nel documento di lavoro dei servizi della Commissione allegato alla presente relazione.

<sup>8</sup> V. per esempio F. Demarigny, *An EU-Listing Small Business Act*, marzo 2010, disponibile all'indirizzo: [www.eurocapitalmarkets.org](http://www.eurocapitalmarkets.org). Secondo tale relazione, “*in media, il 93% dei volumi degli scambi nei mercati regolamentati è concentrato nel 7% del numero complessivo delle società quotate nell'UE*”.

<sup>9</sup> Tale effetto a breve termine si pone in contrasto con le recenti iniziative della Commissione, che stimolano gli istituti finanziari e gli emittenti a stabilire incentivi per una visione a più lungo termine. La Commissione europea, per esempio, ha suggerito che la remunerazione degli amministratori negli istituti degli emittenti e in quelli finanziari prenda in considerazione il comportamento a lungo termine delle società. V. la raccomandazione della Commissione europea 2009/384/CE del 30.4.2009 *sulle politiche retributive nel settore dei servizi finanziari* (GU L 120 del 15.5.2009, pag. 22) e la raccomandazione della Commissione 2009/385/CE del 30.4.2009 *che integra le raccomandazioni 2004/913/CE e 2005/162/CE per quanto riguarda il regime concernente la remunerazione degli amministratori delle società quotate* (GU L 120 del 15.5.2009, pag. 28).

12. In terzo luogo, il carattere di armonizzazione minima della direttiva sulla trasparenza consente agli Stati membri di adottare obblighi più severi<sup>10</sup>. Di conseguenza, il recepimento della direttiva sulla trasparenza risulta relativamente eterogeneo, come risultato di diversi regimi nazionali. Per le parti interessate, gli obblighi nazionali più severi, in particolare quelli relativi alla notificazione dei principali detentori di diritti di voto, risultano problematici. Ciò comporta problemi reali e dispendiosi per l'applicazione e pone un interrogativo sulla capacità del regime attuale (di armonizzazione minima) di consentire il raggiungimento di un livello efficace di armonizzazione degli obblighi di trasparenza all'interno dell'UE.
13. In quarto luogo, sembra che occorra adattare gli obblighi della direttiva sulla trasparenza all'innovazione nei mercati finanziari e che occorra introdurre maggiori obblighi di trasparenza relativamente ad alcune tipologie di strumenti. In particolare, sembra che le scarse informazioni sulle pratiche di prestito di azioni abbiano aumentato il rischio di "empty voting" (diritti di voto in assenza di un interesse economico) e che la mancanza di informazioni relative a strumenti finanziari derivati regolati in contante abbia aumentato il problema della "hidden ownership" (proprietà nascosta). Per quanto riguarda la comunicazione di informazioni per scopi di governo societario, le associazioni che rappresentano gli emittenti nell'UE sono favorevoli all'introduzione di meccanismi grazie ai quali gli emittenti possono identificare l'investitore principale, e partecipare al dialogo reale fra azionisti ed emittenti. Inoltre, malgrado la fama degli azionisti che risultano essere i principali detentori dei diritti di voto, stanno emergendo richieste tese ad aumentare gli obblighi di comunicazione delle informazioni per partecipazioni rilevanti. In alcuni Stati membri, i grandi investitori vengono già invitati a comunicare le loro intenzioni in merito alle loro partecipazioni e alla modalità con la quale hanno finanziato la loro acquisizione. Definire se i grandi investitori (in particolare, istituzionali) debbano comunicare le loro politiche di voto nelle società quotate è parte integrante di tale questione.
14. In quinto luogo, oltre alla comunicazione delle relazioni finanziarie richiesta dalla direttiva sulla trasparenza, la legislazione dell'UE richiede (o, a seconda dei casi, raccomanda) alle società quotate di divulgare periodiche informative non finanziarie (ma con riferimento al governo societario), solitamente connesse alla relazione finanziaria annuale, quali la cosiddetta dichiarazione sul governo societario<sup>11</sup>. È stata sollevata la questione se la comunicazione dell'informativa non finanziaria debba essere integrata nel regime della direttiva sulla trasparenza, al fine di semplificare gli attuali obblighi.

---

<sup>10</sup> I servizi della Commissione hanno esaminato la questione di obblighi nazionali più severi nel 2008 e hanno prodotto un documento specifico, contenente informazioni dettagliate in merito e da intendersi come complemento alla presente relazione. V. documento di lavoro dei servizi della Commissione *Report on more stringent national measures concerning Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market* (relazione sulle misure nazionali più severe riguardanti 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), SEC(2008)3033, 10.12.2008.

<sup>11</sup> Articolo 46 bis della quarta direttiva 78/660/CEE del Consiglio, del 25 luglio 1978, relativa ai conti annuali di taluni tipi di società, come modificata dalla direttiva 2006/46/CE del Parlamento europeo e del Consiglio (GU L 224 del 16.8.2006, pag. 1).

15. Una questione simile riguarda la comunicazione dei dati ESG (ambientali, sociali e di governance)<sup>12</sup> da parte di società quotate. Alcuni soggetti interessati (organizzazioni non governative, alcune organizzazioni di investitori) stanno insistendo per un miglioramento e un rafforzamento della legislazione europea in materia di comunicazione dei dati ESG. A loro avviso, la direttiva sulla trasparenza potrebbe essere un mezzo adeguato per integrare tali informazioni con gli obblighi di informativa finanziaria delle società quotate e affrontare alcune delle mancanze percepite delle attuali norme e pratiche relative alla comunicazione dei dati ESG.
16. In sesto luogo, il progresso verso la creazione di un sistema paneuropeo di stoccaggio delle informazioni, previste dalla regolamentazione per facilitare l'accesso degli investitori alle informazioni, è lento<sup>13</sup> e gli effetti della direttiva non sono stati sufficienti in tale ambito. I soggetti interessati sono costretti a utilizzare 27 banche dati nazionali diverse e la rete elettronica che le collega è ancora a uno stadio iniziale, con risultati, finora, piuttosto modesti. Questa situazione induce a chiedersi se i meccanismi di stoccaggio della direttiva, nella versione attuale, siano in grado di svolgere il ruolo di "porta di accesso" alle informazioni finanziarie storiche riguardanti le società quotate a livello paneuropeo.
17. Infine, pur non essendovi problemi rilevanti per quanto riguarda la conformità alla direttiva, il riesame dell'applicazione della direttiva sulla trasparenza dimostra che sarebbero opportuni alcuni adeguamenti tecnici al testo della direttiva, ai fini di una maggiore chiarezza.

#### 4. CONCLUSIONI

18. Il presente riesame, relativo all'applicazione della direttiva sulla trasparenza, rivela la presenza di ambiti nei quali è possibile migliorare il regime creato da questa direttiva, specialmente con riferimento alla semplificazione delle norme applicabili a società quotate di dimensioni più piccole, con lo scopo di rendere più attraenti per queste ultime i mercati dei capitali. Occorre incrementare anche la visibilità internazionale di società quotate di dimensioni più piccole a favore di potenziali investitori e analisti, cercando di raggiungere, infine, livelli più alti di negoziazione per quanto riguarda i valori mobiliari di questi emittenti minori. Nel quadro della direttiva sulla trasparenza, si contemplano possibili misure che potrebbero contribuire al raggiungimento di questo scopo, quali, ad esempio: la previsione di scadenze più flessibili per la comunicazione di relazioni finanziarie da parte di piccoli emittenti, cosa che aumenterebbe la loro visibilità, dal momento che essi non

---

<sup>12</sup> Manca una definizione precisa di ESG per scopi regolamentari, così come una chiara descrizione del suo ambito di applicazione. Ciononostante, sembra che le comunicazioni dei dati ESG rientrino nel più ampio dibattito relativo alla responsabilità sociale delle imprese (RSI). La Commissione dichiara che per RSI "s'intende l'integrazione volontaria delle preoccupazioni sociali ed ecologiche delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei loro rapporti con le parti interessate." V. *comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio e al Comitato economico e sociale europeo –Il partenariato per la crescita e l'occupazione: fare dell'Europa un polo di eccellenza in materia di responsabilità sociale delle imprese*, COM(2006) 136 definitivo del 22.3.2006.

<sup>13</sup> V. la raccomandazione della Commissione 2007/657/CE, dell'11 ottobre 2007, sulla rete elettronica dei meccanismi ufficialmente stabiliti per lo stoccaggio centrale delle informazioni previste dalla regolamentazione di cui alla direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, GU L 267 del 12.10.2007, pag. 16.

fornirebbero più informazioni sul loro andamento economico in concomitanza con i grandi emittenti; l'armonizzazione del contenuto principale e la divulgazione delle relazioni, cosa che favorirebbe la lettura e la comparabilità da parte degli investitori e degli analisti. In questo contesto, il riesame dell'applicazione della direttiva sulla trasparenza rivela anche che, al fine di aumentare la visibilità e l'attrattiva delle società quotate di minori dimensioni, sarebbe auspicabile facilitare ulteriormente, a un livello paneuropeo, l'accesso di potenziali investitori e intermediari dell'informazione ai dati finanziari comunicati da piccoli emittenti e inseriti nei meccanismi ufficiali stabiliti per lo stoccaggio di informazioni previste dalla regolamentazione.

19. Inoltre, il riesame dell'applicazione della direttiva sulla trasparenza indica la necessità di una maggiore convergenza delle norme che regolano la comunicazione dei principali detentori di diritti di voto e degli strumenti finanziari che consentono l'accesso ai diritti di voto (inclusi gli strumenti finanziari derivati regolati in contante), nonché la possibilità di semplificare gli obblighi di comunicazione delle informazioni, previsti per gli emittenti nel contesto più ampio del governo societario. A tal proposito, la presente relazione ha individuato anche le preoccupazioni di alcuni soggetti interessati in merito alla comunicazione di informazioni ambientali e sociali.

20.