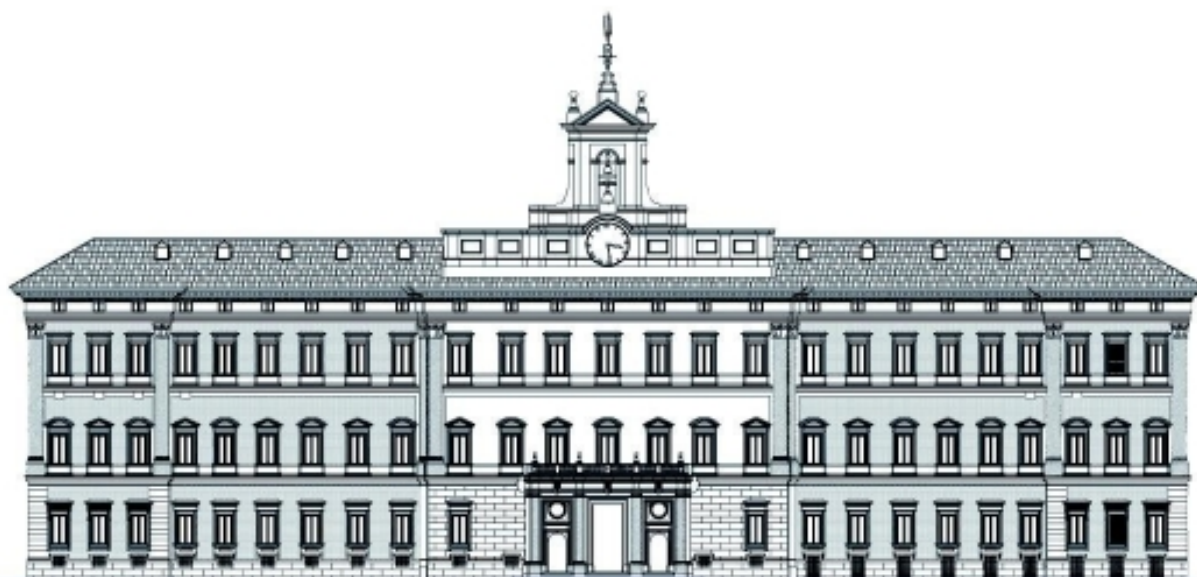




Camera dei deputati

XVII LEGISLATURA

Documentazione e ricerche



I temi dell'attività parlamentare
nella XVI legislatura

Borsa, attività finanziarie e assicurazioni

n° 1/7



Marzo 2013

La documentazione di inizio legislatura - accessibile dalla *home page* della Camera dei deputati - dà conto delle principali politiche pubbliche e delle attività svolte dalle Commissioni parlamentari nella XVI legislatura, suddivise in Aree tematiche, a loro volta articolate per Temi e Approfondimenti. L'accesso è disponibile per Commissione ovvero per Area tematica.

È possibile produrre un **e-book** o un documento PDF stampabile:

- per ogni **Area**, contraddistinto dal numero progressivo assegnato a ciascuna di esse (collana Documentazione e ricerche n. 1/1, 1/2, etc.);
- per ogni **Commissione**, comprensivo delle Aree di competenza e contraddistinto dalla numerazione corrispondente a ciascuna di esse (collana Documentazione e ricerche n. 1/I, 1/II, etc.); tale versione non comprende gli Approfondimenti, disponibili nel sito ovvero nella versione per Aree.

Per le funzionalità avanzate di navigazione ipertestuale è possibile accedere a questo documento via web all'indirizzo <http://www.camera.it/temiap/t/leg17.temi16.area-7.pdf> o utilizzando il QR code presente sulla copertina.

Per aggiornamenti sulla documentazione parlamentare è possibile seguire l'account twitter @CD_finanze

Servizio responsabile:

Servizio Studi
0667603410 / 0667603403 - st_segreteria@camera.it

Hanno partecipato alla produzione della documentazione i seguenti Servizi e Uffici:

Servizio Bilancio dello Stato
0667602174 / 066760-9455 - bs_segreteria@camera.it

Servizio Biblioteca
0667602278 - bib_segreteria@camera.it

Segreteria Generale - Ufficio Rapporti con l'Unione europea
0667602145 - cdrue@camera.it

Alla realizzazione ha collaborato altresì il Servizio Studi del Senato della Repubblica
0667062451 - studi1@senato.it

La documentazione dei servizi e degli uffici della Camera è destinata alle esigenze di documentazione interna per l'attività degli organi parlamentari e dei parlamentari. La Camera dei deputati declina ogni responsabilità per la loro eventuale utilizzazione o riproduzione per fini non consentiti dalla legge. I contenuti originali possono essere riprodotti, nel rispetto della legge, a condizione che sia citata la fonte.

Indice

| | |
|--|----|
| Borsa, attività finanziarie e assicurazioni | 1 |
| La salvaguardia degli assetti strategici | 6 |
| I derivati degli enti territoriali | 10 |
| Agenzie di rating del credito | 15 |
| Assicurazioni | 18 |
| <i>Gli interventi di liberalizzazione nel settore assicurativo</i> | 21 |
| Il contratto di assicurazione obbligatoria RC auto | 24 |
| Il Sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziarie (SEVIF) | 27 |
| La tassazione di transazioni e strumenti finanziari | 30 |
| <i>Il rimpatrio di attività finanziarie e patrimoniali</i> | 35 |
| <i>Imposta sulle transazioni finanziarie (Tobin tax)</i> | 46 |
| <i>La tassazione dei redditi di capitale e dei redditi diversi di natura finanziaria</i> | 49 |
| <i>La tassazione sulle transazioni finanziarie in altri paesi europei</i> | 53 |
| Parità di accesso agli organi delle società quotate | 56 |
| <i>La rappresentanza femminile nei consigli di amministrazione delle società in alcuni Paesi europei</i> | 59 |
| Società quotate e mercati finanziari | 62 |
| <i>I Regolamenti attuativi del DLgs n. 39/2010 in materia di revisione legale dei conti</i> | 69 |
| <i>Indagine conoscitiva sui mercati degli strumenti finanziari</i> | 71 |
| <i>La tutela degli investitori</i> | 74 |
| <i>Le modifiche al regolamento emittenti in tema di offerta pubblica di acquisto: adeguamento alle norme comunitarie ed alle disposizioni legislative di recepimento</i> | 75 |
| <i>Opa e misure difensive nei Paesi europei</i> | 83 |

Borsa, attività finanziarie e assicurazioni

Numerose disposizioni hanno interessato la materia dell'intermediazione finanziaria e la disciplina delle società quotate nei mercati regolamentati, sia in conseguenza del recepimento di provvedimenti dell'Unione europea sia, più in generale, per contribuire a fornire segnali di stabilità ai mercati rafforzando il capitale proprio delle imprese. Allo scopo di uniformare la disciplina fiscale del settore finanziario, nella seconda parte della legislatura l'attività parlamentare si è interessata dei profili fiscali delle transazioni e degli strumenti finanziari.

A livello europeo, si segnala - nel 2010 - la nascita di un **sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziarie** (SEVIF) mediante l'istituzione, con appositi regolamenti, di **tre nuove autorità di vigilanza europee** competenti, rispettivamente per le banche, i mercati finanziari e le assicurazioni, e di un Comitato europeo per il rischio sistemico incaricato della vigilanza macroprudenziale.

Mercati degli strumenti finanziari

In primo luogo, nell'ambito dell'**indagine conoscitiva sui mercati degli strumenti finanziari (conclusa dalla Commissione Finanze nel luglio 2011)** sono state rilevate la debolezza dei mercati dei capitali e la scarsità dei canali a disposizione delle imprese per alimentare finanziariamente la propria capitalizzazione e le proprie prospettive di crescita. E' emersa quindi l'esigenza di promuovere taluni interventi correttivi, tra i quali, in primo luogo, la diversificazione dei canali e degli strumenti attraverso cui le risorse finanziarie affluiscono al sistema delle imprese, affiancando al finanziamento bancario altri meccanismi che prevedano un più ampio ricorso al mercato dei capitali.

Tra le proposte della Commissione Finanze che si sono trasformate in provvedimenti legislativi, si segnala il **D.L. 83 del 2012**, che ha consentito alle società non quotate di emettere **cambiali finanziarie** e obbligazioni.

Al fine di sostenere la crescita di nuove imprese, il legislatore (con il **D.L. n. 98 del 2011**) ha quindi introdotto specifici incentivi a vantaggio dei sottoscrittori di "**Fondi di Venture Capital**" specializzati nelle fasi di avvio delle nuove imprese, esentandone da imposizione i proventi derivanti dalla partecipazione.

In relazione ai prospettati meccanismi fiscali agevolativi per favorire gli investimenti nel capitale delle imprese, si ricordano poi le misure a favore delle **start-up innovative** (**decreto-legge n. 179 del 2012**) e i **project bond** emessi dalle società di progetto per finanziare gli investimenti in infrastrutture o nei servizi di pubblica utilità (**decreto-legge n. 83 del 2012**). Il **decreto-legge 179/2012** ha quindi esteso la possibilità di emissione di **obbligazioni** e di **titoli di debito** per la realizzazione di specifici progetti infrastrutturali alle società titolari delle autorizzazioni per la **realizzazione di reti di comunicazione elettronica** e a quelle titolari delle licenze individuali per l'installazione e la fornitura di **reti di telecomunicazioni pubbliche**.

A livello **europeo**, si segnala che il 7 novembre 2012 la Commissione europea e la Banca europea per gli investimenti hanno sottoscritto un **accordo di cooperazione** che, attraverso una base finanziaria di 230 milioni di euro, consente di avviare la fase pilota dell'iniziativa "**Prestiti obbligazionari Europa 2020**", intesa a finanziare **progetti infrastrutturali** nel settore delle reti transeuropee dei trasporti e dell'energia nel biennio 2012-2013 attraverso

l'impiego di prestiti obbligazionari europei (*project bond*), secondo quanto previsto dal regolamento (UE) n. 670/2012.

Tutela degli asset strategici

Al fine di rafforzare le tutele "anti-scalata" nei riguardi di società con azioni quotate nei mercati regolamentati, è stata dapprima modificata la disciplina in materia di **offerta pubblica di acquisto** (OPA) rendendo derogabile - per consentire una più efficace difesa del controllo azionario - l'obbligo per le società oggetto di OPA di tenere comportamenti neutrali (non difensivi) nel perdurare dell'offerta (cd. **passivity rule**). Successivamente (**decreto-legge n. 185 del 2008**) è stata attribuita alle società la facoltà di introdurre nello statuto la regola di "neutralizzazione" delle limitazioni al trasferimento dei titoli che potrebbero ostacolare un'offerta pubblica di acquisto (cd. **breakthrough rule**) ed è stata aumentata la misura della quota di partecipazione che l'azionista di controllo può incrementare senza essere obbligato a promuovere una OPA totalitaria (**decreto-legge n. 5 del 2009**).

Sotto il profilo del sostegno alla stabilità del sistema produttivo, la **Cassa Depositi e Prestiti** è stata autorizzata ad assumere **partecipazioni in società di rilevante interesse nazionale** (**decreto-legge n. 34 del 2011**) mentre, al fine di salvaguardare gli assetti proprietari delle **società operanti in settori strategici e d'interesse nazionale**, è stata modificata la disciplina della c.d. **golden share**(**decreto-legge n. 21 del 2012**), riformulando le condizioni e l'ambito di esercizio dei poteri speciali dello Stato sulle società operanti nei settori della **difesa** e della **sicurezza nazionale**, nonché in taluni ambiti di attività definiti di rilevanza strategica nei settori dell'**energia**, dei **trasporti** e delle **comunicazioni**.

Tutela degli investitori

Con riguardo alla tutela degli investitori, rileva l'estensione delle norme recate dal Testo unico in materia di intermediazione finanziaria concernenti la **tutela dai cosiddetti "abusi di mercato"** anche ai mercati non regolamentati. In materia di **prospetti** e **mercati degli strumenti finanziari**, le disposizioni relative alla comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate e al potere di richiedere informazioni da parte della Consob vengono rese applicabili anche agli emittenti strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni nei sistemi multilaterali di negoziazione (**D.Lgs. n. 101 del 2009**). In materia di prospetti informativi e informazioni su emittenti quotati, si è intervenuti poi - anche a livello regolamentare - in termini di **riduzione degli oneri** per gli operatori e **semplificazione degli adempimenti**.

In ambito UE sono state avviate una serie di iniziative che mirano a rafforzare la **trasparenza del mercato** dei servizi finanziari e la tutela degli investitori. In particolare, il 3 luglio 2012 la Commissione europea ha presentato un **pacchetto di proposte** comprendente:

- una proposta di regolamento sui principali documenti informativi per prodotti di investimento al dettaglio preassemblati (PRIIPS), che rende obbligatorio fornire ai consumatori un documento denominato "Informazioni chiave per gli investitori" (**Key Information Document – KID**), contenente tutte le informazioni sulle caratteristiche principali del prodotto, compresi i rischi e i costi connessi all'investimento (COM2012)352).
- una proposta di modifica della **direttiva 2002/92/CE** sulla **intermediazione assicurativa** (IMD), al fine di migliorare la tutela dei consumatori nel settore delle assicurazioni (COM(2012)360);
- una proposta di modifica della **direttiva 2009/65/CE** sugli **organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari**, OICVM, che definisce compiti e responsabilità dei depositari che agiscono per conto di un fondo OICVM, stabilisce nuove norme sulle retribuzioni dei gestori degli OICVM e introduce un quadro comune relativo alle sanzioni (COM2012)350).

Fiscalità degli investimenti

Si segnala, in primo luogo, l'introduzione (ad opera del **decreto-legge 78/2010**) di alcuni **requisiti** per entrare nella disciplina dei **fondi comuni di investimento** (in estrema sintesi: la pluralità di partecipanti e l'autonomia della Sgr) - volta ad arginare il fenomeno dei cosiddetti «fondi veicolo», ossia quei fondi a ristretta base partecipativa costituiti principalmente con lo scopo elusivo di usufruire dei benefici fiscali previsti dall'attuale normativa - nonché **l'istituzione di una imposta sostitutiva** delle imposte sui redditi a carico delle **società** di gestione del risparmio (SGR) che hanno istituito **fondi comuni d'investimento immobiliari**. Successivamente, è stata riformata la tassazione dei fondi comuni di investimento (**decreto-legge n. 225 del 2010**), con il passaggio dalla tassazione del cosiddetto "maturato" in capo ai fondi alla tassazione del cosiddetto "**realizzato**" in capo ai partecipanti al fondo che abbiano sottoscritto le relative quote, di modo che il reddito prodotto dal fondo venga tassato soltanto al momento dell'effettiva percezione da parte del sottoscrittore, ovvero al disinvestimento. È stato quindi modificato il **regime fiscale dei fondi immobiliari** (**decreto-legge n. 70 del 2011**), introducendo un regime di **tassazione per trasparenza** per i partecipanti, diversi da quelli istituzionali, che possiedono una quota superiore al 5 per cento. I medesimi redditi, se conseguiti da **soggetti non residenti**, sono soggetti in ogni caso alla **ritenuta del 20 per cento**.

Tassazione degli strumenti e delle transazioni finanziarie (Tobin tax)

A livello europeo si segnala che il **14 febbraio 2013** la Commissione europea ha presentato una **proposta di direttiva** (COM(2013)71) relativa all'introduzione di **un'imposta sulle transazioni finanziarie** negli 11 Paesi (Belgio, Germania, Estonia, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Austria, Portogallo, Slovenia e Slovacchia) che hanno richiesto – e ottenuto, a seguito dell'approvazione da parte del Parlamento europeo e del Consiglio dell'UE – di procedere ad una **cooperazione rafforzata** in questo ambito (scelta che si è resa necessaria per l'impossibilità di raggiungere l'unanimità dei 27 Governi degli Stati membri richiesta dai Trattati nel settore della fiscalità). La proposta di direttiva prevede, al fine di ridurre al minimo le possibilità di elusione, di assoggettare ad imposta tutte le transazioni finanziarie in cui una delle parti è stabilita in uno Stato membro partecipante ("**principio di residenza**"), nonché quelle che riguardano strumenti finanziari emessi negli 11 Stati membri, anche se quanti li negoziano non sono stabiliti nei medesimi 11 Stati ("**principio di emissione**"). L'aliquota sarebbe dello **0,1 per cento** per le **azioni e obbligazioni** e dello **0,01 per cento** per i **derivati**. L'imposta non si applicherebbe alle attività finanziarie dei cittadini e delle imprese (ad esempio a prestiti, pagamenti, assicurazioni, depositi ecc.). Secondo i dati forniti nella valutazione d'impatto della Commissione europea, l'imposta sulle transazioni finanziarie dovrebbe produrre entrate di 30-35 miliardi di euro l'anno. La proposta di direttiva dovrà essere approvata all'unanimità dagli 11 Paesi che hanno aderito alla cooperazione rafforzata, previo parere del Parlamento europeo.

Nelle more, la **legge di stabilità 2013** ha introdotto una **imposta sulle transazioni finanziarie e sui derivati** .

Tra gli altri interventi, si ricorda il **decreto-legge 78/2009**, che ha introdotto la possibilità di **rimpatriare o regolarizzare le attività detenute illegalmente all'estero** alla data del 31 dicembre 2008 (cd. **scudo fiscale**). Sono state dunque oggetto di **rimpatrio** le somme di denaro e le altre attività finanziarie, tra le quali le azioni e gli strumenti finanziari assimilati, titoli obbligazionari, certificati di massa, quote di partecipazione ad organismi di investimento collettivo del risparmio, polizze assicurative produttive di redditi di natura finanziaria. Il

rimpatrio ha riguardato anche titoli o altre attività finanziarie emesse da soggetti italiani purché detenuti all'estero. Il **decreto-legge n. 201 del 2011** ha poi introdotto un'**imposta sulle attività cd. "scudate"**.

Si è quindi provveduto ad una complessiva **revisione del sistema impositivo dei redditi di natura finanziaria**, al fine di unificare le aliquote del 12,50 per cento e del 27 per cento, previste sui redditi di capitale e sui redditi diversi, ad un livello intermedio fissato al 20 per cento (**decreto-legge n. 138 del 2011**). E' stata altresì modificata l'aliquota dell'**imposta di bollo sulle comunicazioni** relative ai depositi di titoli e, al contempo, ampliata la base imponibile su cui insiste l'imposta. E' stata infine introdotta un'imposta sul valore delle **attività finanziarie detenute all'estero** dalle persone fisiche residenti nel territorio dello Stato (**decreto-legge n.201 del 2011**).

Assicurazioni

Nel settore assicurativo, i principali interventi hanno riguardato norme volte a **contrastare il fenomeno delle frodi assicurative** e a migliorare la **concorrenza** nel settore dell'R.C. auto, con l'intento di offrire maggiori tutele ai consumatori. Nell'ottica di una piena integrazione delle attività di **vigilanza**, anche attraverso un più stretto collegamento con la vigilanza bancaria, si è provveduto alla soppressione dell'ISVAP e alla contestuale costituzione dell'**Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni - IVASS** (**decreto-legge n. 95 del 2012**).

Sotto il profilo della disciplina sostanziale del contratto, sono state approvate (con la **legge 23 luglio 2009, n. 99**) modifiche alla normativa in tema di **assicurazioni pluriennali**. In caso di contratto poliennale si prevede una riduzione del premio rispetto a quello previsto per la stessa copertura dal contratto annuale. Se il contratto supera i cinque anni l'assicurato, trascorso il quinquennio, ha facoltà di recedere dal contratto con preavviso di sessanta giorni.

Si è quindi provveduto a **modificare il sistema di risarcimento diretto** nonché di accertamento e liquidazione dei danni derivanti dalla circolazione dei veicoli. Sono state inasprite le **sanzioni** previste per la falsa attestazione di uno stato di invalidità derivante da incidente stradale. In aggiunta, oltre alla **dematerializzazione dei contrassegni**, è previsto che la preventiva ispezione del veicolo o l'installazione della cd. "**scatola nera**" possano consentire una riduzione delle tariffe. Si introduce, poi, una restrizione della risarcibilità per le lesioni di lieve entità alla persona. Si stabilisce quindi l'obbligo per gli intermediari che offrono servizi e prodotti R.C. auto e natanti di informare il cliente sulla tariffa e sulle altre condizioni contrattuali proposte da almeno tre compagnie assicurative non appartenenti ai medesimi gruppi (**decreto-legge n. 1 del 2012**, cd. liberalizzazioni).

Successivamente, la **durata** del contratto di assicurazione obbligatoria R.C. auto è stata stabilita in un anno con il **divieto di rinnovo tacito**. Al fine di favorire una scelta contrattuale maggiormente consapevole da parte del consumatore, è prevista inoltre la definizione di uno schema di "**contratto base**" di assicurazione responsabilità civile auto, nel quale inserire tutte le clausole necessarie ai fini dell'adempimento di assicurazione obbligatoria. Ogni compagnia assicurativa, nell'offerirlo obbligatoriamente al pubblico, anche attraverso internet, dovrà definirne il costo complessivo individuando separatamente ogni eventuale costo per eventuali servizi aggiuntivi (**decreto-legge n. 179 del 2012**).

La salvaguardia degli assetti strategici

Con lo scopo di salvaguardare gli assetti proprietari delle società operanti in settori reputati strategici e di interesse nazionale, il legislatore è intervenuto ridisciplinando organicamente (con il decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21) la materia dei poteri speciali esercitabili dal Governo in tale settore, anche al fine di aderire alle indicazioni e alle censure sollevate in sede europea.

La nuova disciplina dei poteri speciali

Per mezzo del **decreto-legge n. 21 del 2012** sono stati ridefiniti, anche mediante il rinvio ad atti di normazione secondaria (DPCM), l'ambito oggettivo e soggettivo, la tipologia, le condizioni e le procedure di esercizio da parte dello Stato (in particolare, del Governo) dei cosiddetti "poteri speciali", attinenti alla *governance* di società operanti in settori considerati strategici.

Per "poteri speciali" si intendono, tra gli altri, la facoltà di dettare specifiche condizioni all'acquisto di partecipazioni, di porre il veto all'adozione di determinate delibere societarie e di opporsi all'acquisto di partecipazioni. L'obiettivo del provvedimento è di rendere compatibile con il diritto europeo la disciplina nazionale dei poteri speciali del Governo, che si ricollega agli istituti della "*golden share*" e "*action spécifique*" – previsti rispettivamente nell'ordinamento inglese e francese - e che in passato era già stata oggetto di censure sollevate dalla Commissione europea e di una pronuncia di condanna da parte della Corte di giustizia UE.

Per definire i criteri di compatibilità comunitaria della disciplina dei poteri speciali, la Commissione europea ha adottato una apposita **Comunicazione**, con la quale ha affermato che l'esercizio di tali poteri deve comunque essere attuato senza discriminazioni ed è ammesso se si fonda su "criteri obiettivi, stabili e resi pubblici" e se è giustificato da "motivi imperiosi di interesse generale". Riguardo agli specifici settori di intervento, la Commissione ha ammesso un regime particolare per gli investitori di un altro Stato membro qualora esso sia giustificato da motivi di ordine pubblico, di pubblica sicurezza e di sanità pubblica purché, conformemente alla giurisprudenza della Corte di giustizia, sia esclusa qualsiasi interpretazione che poggi su considerazioni di ordine economico.

Nel settore fiscale e in quello della vigilanza prudenziale sulle istituzioni finanziarie, o con riguardo ai movimenti di capitali, le deroghe ammesse non devono costituire un mezzo di discriminazione arbitraria, né una restrizione dissimulata al libero movimento dei capitali. In ogni caso, secondo quanto indicato dalla Commissione, la definizione dei poteri speciali deve rispettare il principio di proporzionalità, vale a dire deve attribuire allo Stato solo i poteri strettamente necessari per il conseguimento dell'obiettivo perseguito. Gli indirizzi contenuti nella predetta Comunicazione hanno costituito la base per l'avvio da parte della Commissione delle procedure di infrazione nei confronti delle disposizioni del **decreto-legge n. 332/1994**, recanti la disciplina generale dei poteri speciali. Procedure di infrazione in materia di *golden share* hanno riguardato anche il Portogallo, il Regno Unito, la Francia, il Belgio, la Spagna e la Germania.

Nel dettaglio, il decreto-legge reca anzitutto (all'articolo 1) la nuova disciplina dei poteri speciali esercitabili dall'esecutivo rispetto alle imprese operanti nei comparti della **difesa** e della **sicurezza nazionale**.

La principale differenza con la normativa precedente si rinviene nell'ambito operativo della nuova disciplina, che consente l'esercizio dei poteri speciali rispetto a **tutte le società**,

pubbliche o private, che svolgono attività considerate **di rilevanza strategica**, e non più soltanto rispetto alle società privatizzate o in mano pubblica. Per effetto delle norme in commento, alla disciplina secondaria (decreti del Presidente del Consiglio dei Ministri) saranno affidate le seguenti funzioni:

- individuazione di attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale in rapporto alle quali potranno essere attivati i poteri speciali; individuazione della tipologia di atti o operazioni infragruppo esclusi dall'ambito operativo della nuova disciplina;
- concreto esercizio dei poteri speciali;
- individuazione di ulteriori disposizioni attuative.

Le norme fissano puntualmente il requisito per l'esercizio dei poteri speciali nei comparti della sicurezza e della difesa, individuato nella sussistenza di una minaccia di grave pregiudizio per gli interessi essenziali della difesa e della sicurezza nazionale. L'esecutivo potrà imporre specifiche condizioni all'acquisto di partecipazioni in imprese strategiche nel settore della difesa e della sicurezza; potrà porre il veto all'adozione di delibere relative ad operazioni straordinarie o di particolare rilevanza, ivi incluse le modifiche di clausole statutarie eventualmente adottate in materia di limiti al diritto di voto o al possesso azionario; potrà opporsi all'acquisto di partecipazioni, ove l'acquirente arrivi a detenere un livello della partecipazione al capitale in grado di compromettere gli interessi della difesa e della sicurezza nazionale. Sono poi disciplinati gli aspetti procedurali dell'esercizio dei poteri speciali e le conseguenze che derivano dagli stessi o dalla loro violazione. Sono nulle le delibere adottate con il voto determinante delle azioni o quote acquisite in violazione degli obblighi di notifica nonché delle delibere o degli atti adottati in violazione o inadempimento delle condizioni imposte.

Con il **D.P.C.M. 30 novembre 2012, n. 253** è stato adottato il regolamento che individua le attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale al fine dell'esercizio dei poteri speciali e gli atti/operazioni infragruppo esclusi dall'ambito operativo della nuova disciplina.

L'articolo 2 reca la disciplina dei poteri speciali nei comparti **dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni**. Con disposizioni simili a quelle previste dall'articolo 1 del provvedimento per il comparto sicurezza e difesa, alla disciplina secondaria - attraverso regolamenti (anziché DPCM) da adottare previo parere delle Commissioni parlamentari competenti - sono affidate le seguenti funzioni:

- individuazione degli *asset* strategici nel settore dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni;
- esercizio dei poteri speciali;
- individuazione di ulteriori disposizioni attuative della nuova disciplina.

I poteri speciali esercitabili nel settore dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni consistono nella possibilità di far valere il veto dell'esecutivo alle delibere, agli atti e alle operazioni concernenti *asset* strategici, in presenza dei requisiti richiesti dalla legge, ovvero imporre specifiche condizioni; di porre condizioni all'efficacia dell'acquisto di partecipazioni da parte di soggetti esterni all'UE in società che detengono attivi "strategici" e, in casi eccezionali, opporsi all'acquisto stesso. Le norme, in rapporto alle tipologie di poteri esercitabili e alle loro modalità di esercizio, ripropongono – con alcune differenze - la disciplina prevista dall'articolo 1 in relazione alle società operanti nel comparto difesa e sicurezza, secondo quanto segnalato di seguito.

Gli obblighi di notifica sono estesi alle delibere, atti o operazioni aventi ad oggetto il mutamento dell'oggetto sociale, lo scioglimento della società, la modifica di clausole statutarie riguardanti l'introduzione di limiti al diritto di voto o al possesso azionario. Il veto alle delibere, atti o operazioni può essere espresso qualora essi diano luogo a una situazione eccezionale, non disciplinata dalla normativa – nazionale ed europea - di settore, di minaccia di grave pregiudizio per gli interessi pubblici relativi alla sicurezza e al funzionamento delle reti e degli impianti e alla continuità degli approvvigionamenti, ivi compresi le reti e gli impianti necessari ad assicurare l'approvvigionamento minimo e l'operatività dei servizi pubblici essenziali. Nel computo della partecipazione rilevante ai fini dell'acquisto si tiene conto della partecipazione detenuta da terzi con cui l'acquirente ha stipulato patti parasociali. Anche per le violazioni di cui al presente articolo è prevista la sanzione della nullità degli atti.

Sui regolamenti di attuazione è previsto un parere rinforzato del Parlamento: qualora i pareri espressi dalle Commissioni parlamentari competenti rechino identico contenuto, il Governo, ove non intenda conformarvisi, trasmette nuovamente alle Camere lo schema di regolamento, indicandone le ragioni in un'apposita relazione. I pareri definitivi delle Commissioni competenti sono espressi entro il termine di venti giorni dalla data di trasmissione. Decorso tale termine, il regolamento può essere comunque adottato.

L'articolo 3 reca norme transitorie e abrogazioni al fine di includervi tutti i provvedimenti riguardanti la previgente disciplina. Si prevede inoltre una condizione di reciprocità operante per l'acquisto, da parte di un soggetto estraneo all'Unione europea, di partecipazioni in società che detengono attivi di rilevanza strategica.

È quindi abrogata la disciplina dei poteri speciali indicata dall'[articolo 2 del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332](#), la quale ha luogo a decorrere dalla data di entrata in vigore dell'ultimo dei decreti ovvero dei regolamenti che completano l'individuazione dei singoli settori.

L'articolo novella, inoltre, l'[articolo 3, comma 1, del citato decreto-legge n. 332/94](#), prevedendo che la facoltà – ivi prevista - di introdurre nello statuto societario un limite massimo di possesso azionario trovi applicazione con riferimento alle società a controllo diretto o indiretto pubblico operanti nei settori della difesa, della sicurezza nazionale, dell'energia, dei trasporti, delle comunicazioni e degli altri pubblici servizi (secondo le modifiche intervenute in sede parlamentare).

S'introducono, infine, alcune novelle al codice del processo amministrativo, volte a estendere il rito abbreviato e la giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo (TAR del Lazio) ai provvedimenti adottati nell'esercizio dei poteri speciali nei settori disciplinati dal decreto-legge.

Il nuovo articolo 3-*bis* prevede che il Presidente del Consiglio dei ministri trasmetta al Parlamento una relazione sull'attività svolta sulla base dei poteri attribuiti, con particolare riferimento ai casi specifici e agli interessi pubblici che hanno motivato l'esercizio di tali poteri.

Si rinvia ai *dossier* in calce al presente documento per una sintetica cronistoria della disciplina antecedente il [D. L. 21/2012](#) e le relative censure sollevate nel tempo in sede europea.

Altri poteri speciali

In via generale occorre ricordare che, oltre alla disciplina della “*golden share*”, altri interventi normativi hanno perseguito - con diverse modalità – scopi analoghi di tutela delle società operanti in settori giudicati strategici per l’economia nazionale.

In particolare, ulteriori diritti speciali in capo all’azionista pubblico sono stati previsti nella disciplina codicistica delle società, nonché, successivamente, nella **legge 23 dicembre 2005, n. 266** (*legge finanziaria 2006*), che ha introdotto nell’ordinamento italiano la cd. “*poison pill*” (pillola avvelenata) che consente, in caso di offerta pubblica di acquisto ostile riguardante società partecipate dalla mano pubblica, di deliberare un aumento di capitale, grazie al quale l’azionista pubblico potrebbe accrescere la propria quota di partecipazione vanificando il tentativo di scalata non concordata. Nella medesima logica di salvaguardia delle società d’interesse nazionale, s’innesta, da ultimo, l'**articolo 7 del decreto-legge n. 34 del 2011**, che ha autorizzato la Cassa Depositi e Prestiti ad assumere partecipazioni in società di rilevante interesse nazionale, in termini di strategicità del settore di operatività, di livelli occupazionali, di entità di fatturato ovvero di ricadute per il sistema economico-produttivo del Paese. In particolare, sono state definite "di rilevante interesse nazionale" le società di capitali operanti nei settori della difesa, della sicurezza, delle infrastrutture, dei trasporti, delle comunicazioni, dell'energia, delle assicurazioni e dell'intermediazione finanziaria, della ricerca e dell'innovazione ad alto contenuto tecnologico e dei pubblici servizi.

Dossier pubblicati

- Norme in materia di poteri speciali sugli assetti societari nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, nonché per le attività di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni D.L. 21/2012 ' A.C. 5052 - Elementi per l'istruttoria legislativa (21/03/2012)
- La disciplina dei servizi pubblici locali e le regolazioni di settore (27/03/2012)
- A.C. 5052 La disciplina della golden share in Francia e Germania (28/03/2012)
- A.C. 5052 La disciplina della golden share in Belgio, Regno Unito e Spagna (28/03/2012)
- Norme in materia di poteri speciali sugli assetti societari nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, nonché per le attività di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni D.L. 21/2012 ' A.C. 5052-A - Elementi per l'esame in Assemblea (04/04/2012)

Documenti e risorse web

- Cassa depositi e prestiti: "Il ruolo di CDP nella valorizzazione degli immobili pubblici", di Giovanni Gorno Tempini - Commissione finanze- Camera dei deputati - 29 novembre 2012

I derivati degli enti territoriali

In ragione dell'utilizzo sempre più ampio degli strumenti finanziari derivati da parte degli territoriali, il legislatore ha riformato la materia dettandone una disciplina più dettagliata e restringendone l'emissione entro precisi e severi limiti.

La questione inerente la sottoscrizione di **strumenti finanziari derivati** da parte degli enti territoriali è sorta a seguito dell'instaurarsi di una prassi, consolidata negli anni, in base alla quale regioni, province e comuni hanno fatto ampio ricorso alla finanza derivata sia nella **gestione del proprio debito** che, in particolare, in fase di **ristrutturazione dell'indebitamento**. Gli enti (non solo quelli territoriali, in quanto il fenomeno ha avuto incidenza anche presso le amministrazioni centrali) hanno fatto ricorso a tale categoria di strumenti finanziari per gestire l'esposizione ai rischi di mercato o di credito che l'ente stesso assume in relazione alla propria attività.

Per "strumenti finanziari derivati" si intendono gli strumenti finanziari il cui valore dipende ("deriva") dall'andamento di un'attività sottostante (chiamata *underlying asset*). Le attività sottostanti possono avere natura finanziaria (come, ad esempio, i titoli azionari, i tassi di interesse e di cambio, gli indici) o reale (come, ad esempio, il caffè, il cacao, l'oro, il petrolio, etc.).

Il **decreto legislativo 28 febbraio 1998, n. 58** (articolo 1, commi 2 e 3), recante il testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF), fa una prima, ma non esaustiva elencazione delle forme in cui si possono presentare tali strumenti. La pratica internazionale ha tuttavia consentito lo sviluppo di numerose tipologie di contratti, ulteriori a quanto codificato dalla legge, che si possono ritenere appartenenti alla categoria dei derivati.

La particolare complessità di tali strumenti implica un elevato profilo di rischio collegato alla loro sottoscrizione.

Si rammenta che con il regolamento UE n. 648/2012 - *European Market Infrastructure Regulation* – Regolamento EMIR è stata individuata una cornice europea comune in materia di regolamentazione del mercato dei derivati negoziati fuori dai mercati regolamentati, allo scopo di ridurre i rischi sistemici che vi sono connessi. Il regolamento, adottato il 4 luglio 2012, è formalmente entrato in vigore il 16 agosto 2012. In modo particolare, il predetto regolamento intende regolamentare i derivati "OTC" (*over the counter*, cioè negoziati singolarmente tra le due controparti e non scambiati su mercati regolamentati), imponendo a tutti gli operatori del settore nuovi e stringenti obblighi, la cui effettiva entrata in vigore è prevista secondo un calendario che prevede varie scadenze in maniera scaglionata.

Da ultimo, il Parlamento Europeo ha approvato (il 7 febbraio 2013) gli *standard* tecnici al **regolamento EMIR**: essi entreranno in vigore 20 giorni dopo la loro pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea.

L'evoluzione normativa in tema di derivati degli enti territoriali

L'attenzione del legislatore alla problematica si è concretata – in particolar modo a cavallo tra la XV e la XVI legislatura – nella progressiva disciplina dell'accesso degli enti locali al mercato dei capitali, nonché dei criteri per l'ammortamento del debito e le operazioni in derivati.

Come anche rilevato dalla Corte dei conti in occasione **dell'inaugurazione dell'anno giudiziario 2013**, numerosi enti territoriali, specie di grandi dimensioni, a partire dal 1996 (in

virtù della **legge 539 del 1995** che consentiva agli enti di effettuare operazioni di *swap* sui tassi di cambio) hanno iniziato a far ricorso a questo strumento per le suindicate finalità.

Le leggi finanziarie 2007 (**legge 29 dicembre 2006, n. 296**) e 2008 (**legge 24 dicembre 2007, n. 244**) hanno, rispettivamente, **limitato l'utilizzo di strumenti finanziari derivati** da parte di regioni ed enti locali e improntato la sottoscrizione dei contratti a criteri di massima **trasparenza**.

In particolare, la legge finanziaria per il 2007 ha previsto l'obbligo di comunicare i contratti al Dipartimento del tesoro del Ministero dell'economia e delle finanze prima della sottoscrizione; il MEF ne verifica la conformità alla normativa vigente e, ove ravvisi violazioni, deve informare la Corte dei Conti affinché possa intervenire in virtù delle proprie competenze. In ossequio al principio della trasparenza, inoltre, gli enti locali debbono trimestralmente fornire allo stesso ministero l'elenco delle operazioni effettuate nonché i dati relativi all'utilizzo del credito bancario a breve termine, ai mutui accesi presso soggetti esterni alla Pubblica Amministrazione, alle emissioni obbligazionarie e alle cartolarizzazioni. I criteri e gli obiettivi del legislatore della finanziaria 2007 sono stati condivisi anche nella finanziaria 2008 (**legge 24 dicembre 2007, n. 244**) nella quale è stata chiarita la necessità che le modalità contrattuali siano espressamente dichiarate in una nota allegata al bilancio.

Da ultimo, la materia è stata oggetto di modifica con la legge finanziaria per il 2009 (**legge 22 dicembre 2008, n. 203**, articolo 3), con lo scopo di **contenere l'indebitamento** delle regioni, delle province autonome di Trento e Bolzano e degli enti locali.

In particolare è stato disposto il **divieto**, per le Regioni, le Province autonome e gli enti locali, di stipulare contratti relativi a strumenti finanziari derivati fino alla data di entrata in vigore di un apposito regolamento del Ministro dell'economia e delle finanze, cui è demandata l'individuazione della tipologia dei contratti su derivati che possono essere stipulati dagli enti territoriali.

Le norme dispongono la **nullità** dei contratti emessi in violazione delle norme del suddetto regolamento o privi di un'attestazione scritta dell'ente, nella quale si dichiara di avere preso conoscenza dei rischi e delle caratteristiche dei medesimi. La nullità è di tipo relativo, in quanto può essere fatta valere solo dall'ente stesso.

Le norme hanno previsto stringenti **requisiti** di forma del contratto (ad esempio, esso deve recare tutte le informazioni in lingua italiana), che deve avere un contenuto tipico.

Alle Regioni e agli enti locali è stato fatto obbligo di allegare al bilancio di previsione e al bilancio consuntivo una **nota informativa** che evidenzia gli oneri e gli impegni finanziari, rispettivamente stimati e sostenuti, derivanti da contratti relativi a strumenti finanziari derivati o da contratti di finanziamento che includono una componente derivata.

Vengono inoltre accentuati i **controlli della Corte dei Conti** e vengono ampiamente estesi gli **obblighi informativi e di trasparenza**.

Ad oggi il regolamento del MEF previsto dalla finanziaria 2009 in materia di contratti derivati stipulati da Regioni ed enti locali non risulta ancora adottato (ancorché vi sia una **bozza** sul sito del Dipartimento del Tesoro) .

Di tali tematiche si è occupata la **Commissione Finanze e tesoro del Senato** con un' **indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni**. Nel documento conclusivo approvato nel marzo 2010 a conclusione dell'indagine **Doc. XVII n. 5** viene evidenziata tra l'altro la

necessità di un riordino della normativa di settore diretta al rafforzamento delle regole di correttezza, trasparenza e tutela dell'affidamento degli amministratori pubblici; i principi cardine di tale azione potrebbero essere individuati tra l'altro:

- nel divieto per gli enti territoriali e locali di emettere prestiti obbligazionari con rimborso unico alla scadenza (bullet), evitando il rinvio nel lungo termine del peso dei debiti contratti sul mercato;
- nel divieto di sottoscrivere contratti derivati che prevedano il versamento preventivo di premi upfront;
- nel dovere per gli intermediari di certificare di aver acquisito le informazioni e di aver valutato adeguatamente le loro conoscenze, esperienze e capacità di comprendere i rischi delle operazioni che intendono stipulare.

A parere della Commissione andrebbe altresì considerata la possibilità di rafforzare i poteri di controllo in materia del Ministero dell'economia e delle finanze.

La Corte costituzionale, nella sentenza n. 70 del 2012, con riferimento alla mancata previsione di copertura finanziaria di oneri impreveduti derivanti da contratti derivati stipulati dalla Regione Campania, ha affermato che le norme introdotte hanno, tra l'altro, la finalità di garantire che le modalità di accesso ai contratti derivati da parte delle Regioni e degli enti locali siano accompagnate da cautele in grado di prevenire l'accollo da parte degli enti pubblici di oneri impropri e non prevedibili all'atto della stipulazione. Ciò in considerazione della natura di questa tipologia di contratti, aventi caratteristiche fortemente aleatorie, tanto più per le finanze di un'amministrazione pubblica. In definitiva, secondo la Corte, proprio le peculiari caratteristiche di tali strumenti hanno indotto il legislatore statale a prevedere, limitatamente alle contrattazioni in cui siano parte le regioni e gli enti locali, una specifica normativa non solo per l'accesso al relativo mercato mobiliare, ma anche per la loro gestione e rinegoziazione, che presentano, parimenti, ampi profili di spiccata aleatorietà in grado di pregiudicare il complesso «delle risorse finanziarie pubbliche utilizzabili dagli enti stessi per il raggiungimento di finalità di carattere, appunto, pubblico e, dunque, di generale interesse per la collettività» (sentenza n. 52 del 2010).

E' stata comunque prevista una **deroga** a tale disciplina per i territori dell'Abruzzo colpiti dagli eventi calamitosi dell'aprile 2009. In particolare, il decreto-legge "Abruzzo" (articolo 4, comma 8 del 28 aprile 2009, n. 39) con riguardo alla durata massima di una singola operazione di indebitamento, ha autorizzato la regione Abruzzo, la provincia di L'Aquila e gli altri comuni colpiti dal sisma a rinegoziare con la controparte i prestiti, in qualsiasi forma contratti, in essere al 28 aprile 2009 (data di entrata in vigore del decreto-legge); si veda il tema relativo al terremoto in Abruzzo. La durata di ogni singolo prestito può essere estesa per un periodo non superiore a cinquanta anni a partire dalla data della rinegoziazione.

Il **decreto-legge 26 giugno 2009, n. 78** (articolo 17, comma 32) ha autorizzato le regioni Lazio, Campania, Molise e Sicilia, in presenza di eccezionali condizioni economiche e dei mercati finanziari, a ristrutturare le operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati al fine esclusivo della salvaguardia del beneficio e della sostenibilità delle rispettive posizioni finanziarie.

Le pronunce giurisprudenziali e gli orientamenti dottrinali

Come osservato dalla Corte dei conti nella già citata **relazione**, sia la giurisprudenza che la dottrina giuridica ritengono che, per valutare la convenienza economico-finanziaria delle operazioni di finanza derivata degli enti pubblici (territoriali in particolare) occorre esaminare non solo le conseguenze finanziarie relative alle singole annualità - in conformità agli ordinari

principi della contabilità pubblica -, ma è necessario correlare le loro conseguenze di natura contrattualistico-civile al complesso dei risultati conseguibili nel periodo di validità del contratto.

Il contenzioso tra enti/amministrazioni pubbliche da un lato e banche dall'altro, in materia di contratti derivati, ha infatti principalmente interessato il giudice ordinario (penale e civile) e il giudice amministrativo, e solo in via residuale, e con grandi difficoltà applicative, la Corte dei conti nell'esercizio della funzione giurisdizionale di responsabilità.

Il **giudice penale** ha perseguito in diverse fattispecie la condotta di funzionari di banca che hanno venduto derivati ad enti locali prospettandone la vantaggiosità in danno dell'ente. Si ricorda in proposito la sentenza del Tribunale di Milano del 19 dicembre 2012, che ha condannato Depfa Bank PLC, Deutsche Bank AG, JP Morgan Chase Bank N.A. e UBS Limited in favore del Comune di Milano (il giudice ha dichiarato colpevoli i manager coinvolti nella vendita dei prodotti derivati al Comune di Milano disponendo la confisca del profitto dei reati per un totale di 88 milioni di euro).

Il **giudice civile** è giunto ad affermare che la carenza di una causa legittima rende **nullo** il contratto di *swap*. In particolare il Tribunale di Milano, pronunciato il 14 aprile 2011, ha ritenuto nulli per carenza di causa i contratti di *swap* sottoscritti da enti locali che alla data della sottoscrizione presentavano un valore di mercato (*mark to market*) negativo non compensato mediante l'erogazione, da parte della banca, di un corrispondente premio di liquidità.

Successivamente il Tribunale di Orvieto ha reso un'importante pronuncia il 12 aprile 2012, in sede di reclamo avverso il provvedimento cautelare con cui, in via cautelare, era stato sospeso l'addebito di differenziali negativi connessi ad operazioni del tipo *interest rate swap* (il contratto col quale due parti si accordano per scambiarsi reciprocamente, per un periodo di tempo predefinito al momento della stipula, flussi di pagamenti calcolati sulla base di tassi di interesse differenti e predefiniti, applicati ad un capitale nozionale). Confermando il provvedimento cautelare, la corte ha osservato che perché sia garantito un sano equilibrio tra le posizioni dei due contraenti, è indispensabile che lo scambio di flussi legato al differenziale tra i due rispettivi tassi di interesse, al momento della stipula dell'operazione, sia pari a zero, "altrimenti il contratto partirà squilibrato a favore di uno dei due contraenti, evidenziando una possibile patologia della fattispecie negoziale". Nella suindicata pronuncia, il Tribunale di Orvieto osserva che l'attività di rinegoziazione di uno *swap* costituisce di per sé una deviazione dalla normale operatività in derivati che un ente pubblico può compiere in ossequio alle esigenze di copertura del debito.

Secondo tale prospettazione, non può essere consentito ad un Comune, al fine di scongiurare l'imminente addebito di differenziali negativi, di ristrutturare il derivato accettando nell'immediato di incamerare liquidità ma al contempo accollandosi un nuovo derivato dal valore già negativo, spostando solo più in là nel tempo il rischio di andare incontro a flussi di cassa negativi. Tutto ciò non rientrerebbe nelle finalità conservative connesse all'attività finanziaria di un ente pubblico ma sfocerebbe, nella sostanza, in un'operazione negoziale non già di copertura bensì dal significato intrinsecamente aleatorio.

Anche il **giudice amministrativo** (Consiglio di Stato, sentenza n. 5032 del 7 settembre 2011) ha ritenuto legittima la decisione di una Provincia di annullare nell'esercizio del potere di autotutela operazioni in strumenti finanziari derivati.

Dossier pubblicati

- Interventi urgenti in favore delle popolazioni colpite dagli eventi sismici nella regione Abruzzo e di protezione civile- Schede di lettura e normativa di riferimento D.L. 39/2009 ' A.C. 2468 Schede di lettura e normativa di riferimento (25/05/2009)
- L'attività delle Commissioni nella XV legislatura. Commissione Finanze (15/05/2008)
- Finanziaria 2009 - Legge 22 dicembre 2008, n. 203 - Schede di lettura (19/01/2009)
- Provvedimenti anticrisi, nonché proroga di termini - D.L. 78/2009 (Legge n. 102), modificato dal DL 103/2009 (Legge 141) - Schede di lettura sul testo coordinato (10/11/2009)

Documenti e risorse web

- I controlli della Corte dei conti sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata

Atti di indirizzo e controllo

- Interrogazione a risposta scritta: Camera n. 4-06226 - On. Domenico Scilipoti
- Interrogazione a risposta scritta - Camera n. 4-06120 on. Domenico Scilipoti

Agenzie di rating del credito

Nell'ambito dell'iniziativa volte a rafforzare la regolamentazione dei mercati finanziari in risposta alle lacune evidenziate dalla crisi economica, le Istituzioni dell'Unione sono intervenute a più riprese sulla disciplina delle agenzie di valutazione del credito (agenzie di rating).

Gli interventi dell'Unione europea

Gli interventi dell'UE sono stati determinati dalla necessità di assicurare che l'attività delle agenzie di *rating*, volta a misurare la qualità del credito delle società e degli strumenti di debito e quindi la loro capacità di adempiere agli obblighi di rimborso del debito, offra giudizi indipendenti, obiettivi e della massima qualità.

Un primo intervento è stato operato con il **regolamento (CE) n. 1060/2009** che ha, tra le altre cose, imposto alle agenzie di rating di rispettare le norme di comportamento per attenuare possibili conflitti di interesse e garantire che i rating e il processo di rating siano di elevata qualità e sufficiente trasparenza.

Un secondo intervento è stato operato con il **regolamento (UE) n. 513/2011** che, modificando il regolamento n. 1060/2009, ha attribuito all'**Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati** (AESFEM o ESMA, secondo l'acronimo inglese) - una delle tre nuove autorità europee di vigilanza istituite dal **regolamento (UE) n. 1095/2010** - la competenza sulle registrazioni e la vigilanza sulle agenzie di rating del credito.

Mentre tale ultimo regolamento era ancora in corso di esame è emersa, a fronte dell'acuirsi della crisi del debito sovrano di alcuni Stati membri e delle iniziative assunte in ambito al G20, la necessità di un ulteriore intervento legislativo europeo per rivedere gli specifici requisiti di trasparenza e procedurali nonché i tempi di pubblicazione inerenti ai *rating* sovrani.

A questo scopo la Commissione europea ha presentato il 15 novembre 2011 un pacchetto di proposte relativo alle agenzie di rating, comprendente:

- la proposta di modifica del **regolamento (CE) n. 1060/2009** relativo alle agenzie di rating **COM(2011)747**;
- la proposta di modifica della **direttiva 2009/65/CE** concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) e della **direttiva 2011/61/CE** sui gestori di fondi di investimento alternativi per quanto riguarda l'eccessivo affidamento ai rating del credito **COM(2011)746**.

Il 16 gennaio 2013 il Parlamento europeo ha approvato a larga maggioranza **testo di compromesso**, concordato con il Consiglio dell'UE, che prevede, tra le altre cose:

- la creazione di un sistema di vigilanza centralizzato che riunisca in capo all'**Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati** (ESMA), le funzioni in materia di registrazione e vigilanza ordinaria delle agenzie che operano nell'UE nonché in materia di rating emessi da agenzie con sede in Paesi terzi che operano nell'UE dietro certificazione o avallo;
- il mantenimento in capo alle competenti autorità nazionali delle funzioni relative al controllo sull'uso dei rating di credito a fini regolamentari da parte di singole entità controllate a livello nazionale, quali istituti di credito o imprese di assicurazione;

- la pubblicazione dei rating non richiesti sul debito sovrano, in date prestabilite, solo due o tre volte l'anno, e solo dopo la chiusura dei mercati europei, o almeno un'ora prima dell'apertura;
- la possibilità per gli investitori di citare in giudizio un'agenzia, sia in caso di dolo sia per negligenza;
- l'obbligo di un'agenzia di rating del credito, al fine di prevenire i conflitti di interesse, di astenersi dal pubblicare un rapporto, o informare il pubblico sull'esistente conflitto d'interessi, nel caso in cui un azionista o un socio, in possesso di almeno il 10% dei diritti di voto, abbia investito nel soggetto valutato; inoltre, nessun soggetto potrà possedere più del 5% di diverse agenzie.

Le due proposte, una volta approvate in via definitiva dal Consiglio dell'UE, verranno pubblicate prossimamente della Gazzetta Ufficiale dell'UE.

Attività parlamentare

Nella seduta del 27 luglio 2011, la VI Commissione (Finanze) della **Camera** ha approvato la **risoluzione n. 7-00649**, che impegnava il Governo:

- all'adozione di tutte le necessarie iniziative per contrastare, in sede europea, comportamenti sostanzialmente riconducibili ad ipotesi di agiotaggio o simili, tra cui alcuni posti in essere dalle agenzie di *rating*, suscettibili di alterare l'equilibrio e di destabilizzare i mercati finanziari e di incidere sulle condizioni di collocamento del debito, anche eventualmente sottoponendo la questione all'ESMA;
- ad introdurre efficaci ed effettivi meccanismi di responsabilizzazione delle agenzie di *rating*, nel caso in cui le loro valutazioni sugli emittenti risultassero scorrette o gravemente viziate, e prevedere, nel caso in cui le loro decisioni e i loro comportamenti non fossero ispirati al rispetto di doverose regole di deontologia professionale, puntuali misure sanzionatorie di carattere pecuniario
- a valutare la possibilità di istituire un'agenzia di *rating* creditizio pubblica e indipendente, al fine di controbilanciare il potere delle tre maggiori agenzie di rating e di migliorare il livello di concorrenza nel mercato dei servizi di rating, il quale è invece connotato da una pericolosa condizione di sostanziale oligopolio.

La 6^a Commissione del **Senato** già il 28 luglio 2010 aveva approvato una **risoluzione** che sottolineava la necessità di: elaborare regole e procedure idonee a garantire l'indipendenza e l'autonomia delle agenzie di *rating* di fronte agli emittenti oggetto di valutazione, in modo da eliminare gli effetti dei conflitti di interesse; assicurare la verifica oggettiva della qualità professionale dei collaboratori e dei dipendenti incaricati della procedura di emissione del *rating*; introdurre strumenti sanzionatori ed istruzioni di vigilanza in grado di prevenire e reprimere la violazione delle regole.

Con una successiva **risoluzione** la stessa Commissione il 6 marzo 2012 aveva formulato una serie di osservazioni, evidenziando anzitutto la necessità di adottare una definizione giuridica del *credit rating* più vicina al concetto di «attività di servizio di informazione» basate su dati oggettivi e analisi motivate. Con riferimento ai giudizi sul debito sovrano, la Commissione aveva proposto di introdurre un espresso divieto di emissione di *rating* non richiesti, ipotizzando altresì che detti *rating*, ove difforni dalle analisi delle autorità dell'UE, ma anche del FMI o dell'OCSE, dovessero essere ampiamente e analiticamente motivati. Era stata pertanto sollecitata l'istituzione da parte dell'UE di un organismo indipendente per la valutazione dei titoli di debito pubblico e dell'affidabilità creditizia dei paesi membri dell'Unione. Altra proposta avanzata dalla Commissione concerneva la revisione delle norme vigenti al fine di abrogare tutte le disposizioni che obbligano gli operatori a operare in

maniera automatica in relazione ai giudizi emessi, con particolare riferimento alle scelte di portafoglio degli investitori istituzionali e ai titoli di Stato. Con riferimento al possesso azionario, la Commissione aveva sollecitato l'introduzione di un divieto di partecipazioni incrociate tra le società di *rating* in quanto fattore di non concorrenzialità e di opacità. Infine, stante il modello di finanziamento della agenzie (legato alle commissioni pagate dagli emittenti titoli che richiedono il giudizio), veniva sollecitata l'introduzione di un divieto assoluto per le società di *rating* di detenere azioni di società emittenti o di società aventi il controllo, diretto o indiretto, o partecipazioni rilevanti.

Il **7 marzo 2012** l'Aula del **Senato** ha quindi approvato il 7 marzo 2012 una **mozione** che impegnava il Governo, tra l'altro, a sostenere in ambito UE l'attivazione di un organismo indipendente che svolga attività di rating sui titoli del debito sovrano e di valutazione dell'affidabilità creditizia.

Dossier pubblicati

- [Agenzie di rating del credito \(28/06/2010\)](#)

Assicurazioni

L'attività parlamentare in materia assicurativa ha inciso sia sul profilo strutturale e fiscale dell'impresa di assicurazione, inasprendone la tassazione, sia sulla disciplina sostanziale del contratto di assicurazioni.

Si segnala, in primo luogo, che l'**articolo 13 del decreto-legge n. 95 del 2012** ha previsto la **soppressione dell'ISVAP (Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo)** e la contestuale **costituzione dell'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni (IVASS)**. Il nuovo Istituto ha la finalità di assicurare la piena integrazione dell'attività di vigilanza nel settore assicurativo, anche attraverso un più stretto collegamento con la vigilanza bancaria. L'IVASS è presieduto dal Direttore Generale della Banca d'Italia. L'Istituto opera sulla base di principi di autonomia organizzativa, finanziaria e contabile, oltre che di trasparenza ed economicità, per garantire la stabilità e il buon funzionamento del sistema assicurativo e la tutela dei consumatori.

Contabilità delle imprese di assicurazione

Il **decreto legislativo 3 novembre 2008, n. 173**, con il quale è stata recepita la **direttiva 2006/46/CE** in materia di conti annuali e conti consolidati di taluni tipi di società, tra cui le imprese di assicurazione, ha modificato le norme in tema di documenti contabili, con finalità di trasparenza e comparabilità documentale a livello europeo. Inoltre, le medesime disposizioni (**articolo 4 del D.Lgs. n. 173 del 2008**) hanno esteso le **competenze regolamentari** dell'Istituto per la vigilanza delle assicurazioni private (ora IVASS), disponendo che tale Autorità possa emanare regolamenti recanti istruzioni esplicative ed applicative, ovvero prescriventi informazioni integrative o più dettagliate, anche in materia di **operazioni con parti correlate e di accordi non risultanti dal bilancio**, la cui trasparenza è assicurata dal recepimento della **direttiva 2006/46/CE**.

Il **D.L. n. 216/2011** (articolo 29, comma 16-terdecies), al fine di contrastare gli effetti negativi della recente crisi del debito sovrano sul patrimonio delle imprese assicurative, ha prorogato la possibilità per tali imprese di valutare i titoli emessi da Stati dell'Unione europea al valore di iscrizione in bilancio, anche ai fini del calcolo della solvibilità, fino all'entrata in vigore delle disposizioni di attuazione della **direttiva 2009/138/CE** (c.d. "Solvency II). Al riguardo sono attribuiti all'ISVAP specifici poteri di vigilanza, al fine di verificare il rispetto delle deroghe così introdotte.

Al fine di attrarre capitali privati per la realizzazione di infrastrutture l'articolo 42, commi 6 e 7, del **D.L. n. 210 del 2011** ha demandato all'Isvap l'emanazione di un regolamento che disciplini le modalità, i limiti e le condizioni alle quali le imprese di assicurazione possono utilizzare, a copertura delle riserve tecniche, attivi costituiti da investimenti nel settore delle infrastrutture stradali, ferroviarie, portuali, aeroportuali, ospedaliere, delle telecomunicazioni e della produzione e trasporto di energia e fonti energetiche. Nel definire nuove categorie di attivi e relativi limiti, l'Autorità ha tenuto conto del fatto che l'investimento nel settore delle infrastrutture ha le caratteristiche di impiego di lungo termine, con scarso livello di liquidità ed elevato profilo di rischio. In tal senso, con il provvedimento 18 luglio 2012, n. 2992 sono state apportate modifiche al Regolamento n. 36 del 31 gennaio 2011 al fine di consentire l'utilizzo, ai fini della copertura delle riserve tecniche, delle obbligazioni ed altri titoli di debito, c.d. *project bond*, emessi dalle società di progetto, dalle società titolari di un contratto di partenariato pubblico privato che operano nel settore delle infrastrutture sopra richiamate.

Fiscalità delle imprese di assicurazione

L'**articolo 82 del decreto-legge n. 112 del 2008** ha introdotto modifiche concernenti la determinazione della base imponibile delle imprese operanti, tra l'altro nel **settore assicurativo** e bancario. In primo luogo, è stata disposta la parziale indeducibilità ai fini fiscali degli interessi passivi contabilizzati. In particolare, per l'esercizio in corso al 31 dicembre 2007 la quota deducibile ai fini fiscali è pari al 97 per cento degli interessi, mentre a decorrere dall'esercizio successivo gli interessi passivi possono essere imputati in riduzione dell'imponibile fiscale per una quota pari al 96 per cento. Il medesimo articolo 82, inoltre, è intervenuto su alcuni criteri di deducibilità fiscale dei costi delle imprese di assicurazione (riserve sinistri, riserve ramo vita, svalutazione dei crediti) che hanno comportato, nel breve periodo, un incremento della base imponibile fiscale dovuto in parte alla introduzione di una parziale indeducibilità e in parte ad un ampliamento dell'arco temporale nel quale tali oneri possono essere dedotti per quote costanti. Si ricorda, inoltre, l'**assoggettamento all'imposta di registro in misura proporzionale** delle locazioni di immobili effettuate tra società appartenenti allo stesso gruppo bancario o assicurativo nonché dell'applicazione dell'IVA sulle prestazioni ausiliarie infragruppo effettuate nel 2009 tra società operanti nel settore del credito e dell'assicurazione.

Il **decreto-legge n. 78 del 2010** è ulteriormente intervenuto sulla disciplina fiscale delle imprese di assicurazione disponendo, a regime, la **parziale indeducibilità delle riserve tecniche** relative al ramo danni (art. 38, co. 13-*bis*); è stata innalzata (**articolo 23 del D.L. 98 del 2011**) al 5,90 % (in luogo dell'ordinaria misura del 3,9%) l'aliquota IRAP per le imprese di assicurazione.

La **legge n. 228 del 2012** (legge di stabilità per il 2013) ha aumentato la misura dell'**acconto dell'imposta sulle riserve tecniche** per le imprese di assicurazione, che viene portato allo 0,50 per cento per il periodo di imposta in corso alla data del 31 dicembre 2012, e allo 0,45 per cento a decorrere dai periodi di imposta successivi. Il versamento dell'acconto del prelievo sulle riserve tecniche può essere compreso tra i crediti d'imposta da utilizzare ai fini della copertura delle riserve tecniche, nonché tra gli attivi delle gestioni separate.

La disciplina sostanziale

Si ricorda, in primo luogo, che l'**articolo 36-bis del D.L. 201 del 2011** ha qualificato come **pratica commerciale scorretta** il comportamento di banche, istituti di credito e intermediari finanziari i quali, ai fini di stipula di un contratto di mutuo, obblighino i clienti a sottoscrivere una polizza assicurativa erogata dal medesimo soggetto col quale il mutuo è stipulato. Al riguardo, l'ISVAP, con il Provvedimento 2946 del 6 dicembre 2011 - recante una **nuova disciplina delle polizze legate ai mutui** - ha introdotto norme volte a stabilire che gli **intermediari assicurativi**, ivi incluse le banche e altri intermediari finanziari, **non possano ricoprire simultaneamente il ruolo di distributori di polizze e di beneficiari** (o vincolatari) delle stesse, al fine di far cessare un conflitto d'interesse penalizzante per i consumatori. In materia è altresì intervenuto il **D.L. n. 1 del 2012** che subordina l'obbligo di **polizze assicurative** legate al mutuo la possibilità del contribuente di scegliere tra **almeno due compagnie**, che devono appartenere a gruppi diversi.

Le compagnie di assicurazione, ai sensi dell'**articolo 22, comma 8, del D.L. n. 179 del 2012**, devono garantire una **corretta e aggiornata informativa on line ai propri clienti** mediante predisposizione sui relativi siti *internet* di aree riservate, accessibili mediante

sistemi di riconoscimento che tutelino la *privacy* (*user-id*, *password*, sistemi di accesso controllato). In tali aree i clienti devono poter verificare lo stato delle proprie coperture assicurative, le scadenze, i termini contrattuali sottoscritti, la regolarità dei pagamenti di premio, i valori di riscatto ovvero le valorizzazioni delle polizze vita, secondo procedure simili agli attuali sistemi di *home banking*.

Intermediari assicurativi

Il **D.L. n. 179 del 2012** (articolo 22), oltre a rafforzare i requisiti professionali degli intermediari assicurativi favorendone la formazione per via telematica, prevede che **gli intermediari assicurativi possano collaborare tra loro, anche mediante l'utilizzo dei rispettivi mandati**, garantendo piena informativa e trasparenza nei confronti dei consumatori. Ogni patto contrario tra compagnia assicurativa e intermediario mandatario è nullo. All'IVASS è attribuita la vigilanza in materia ed è data inoltre la possibilità di adottare le più opportune direttive per la corretta applicazione della norma. L'intento dichiarato della norma è quello di favorire il superamento dell'attuale segmentazione del mercato assicurativo e di accrescere il grado di libertà dei diversi operatori.

Tale disciplina si pone in linea di continuità con quanto previsto dai c.d. decreti Bersani (**articolo 8 del D.L. n. 233/2006** e **articolo 5, comma 1, del D.L. n. 7 del 2007**), i quali hanno disposto il divieto di clausole di esclusiva tra agente assicurativo e compagnia, in funzione dello sviluppo di reti di plurimandato. Il **plurimandato nel settore assicurativo** è stato più volte auspicato dall'Autorità garante della concorrenza e del mercato.

Al fine di incentivare lo sviluppo delle predette forme di collaborazione nei rami assicurativi danni e di fornire impulso alla concorrenza attraverso l'eliminazione di ostacoli di carattere tecnologico, l'IVASS, di concerto con il Ministero dello sviluppo economico e sentite l'ANIA e le principali associazioni rappresentative degli intermediari assicurativi, dovrà definire specifiche e standard tecnici uniformi ai fini della costituzione e regolazione dell'accesso ad una **piattaforma di interfaccia comune** per le attività di consultazione nonché di preventivazione, monitoraggio e valutazione dei contratti di assicurazione contro i danni. La **legge n. 228 del 2012** ha previsto che la definizione dei predetti standard tecnici dovrà avvenire entro giugno 2013.

Approfondimenti

- [Gli interventi di liberalizzazione nel settore assicurativo](#)

Dossier pubblicati

- [Decreto liberalizzazioni - D.L. 1/2012 - A.C. 5025 - Schede di lettura \(Articoli da 1 a 40-bis\) - Tomo I \(06/03/2012\)](#)
- [Decreto liberalizzazioni - D.L. 1/2012 - A.C. 5025 - Schede di lettura \(Articoli da 41 a 98\) - Tomo II \(06/03/2012\)](#)
- [Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese - D.L. 179/2012- A.C. 5626 - Schede di lettura \(10/12/2012\)](#)

Documenti e risorse web

- [sito istituzionale IVASS](#)
- [Indagine conoscitiva dell'Antitrust sugli assetti concorrenziali dell'RC auto](#)

Approfondimento: Gli interventi di liberalizzazione nel settore assicurativo

Nel corso della XVI Legislatura i principali interventi di liberalizzazione nel settore assicurativo sono stati operati con il **decreto-legge n. 1 del 2012** (c.d. decreto "liberalizzazioni") e con il **decreto-legge n. 179 del 2012** (c.d. decreto "crescita"). Il **decreto-legge n. 1 del 2012** ha previsto diverse disposizioni volte a rendere più concorrenziale e trasparente il settore assicurativo, al fine di ridurre il costo delle polizze anche attraverso il contrasto alle frodi. Ad esempio sono previste la volontaria ispezione del veicolo e la "scatola nera" che consentono una riduzione delle tariffe, nonché una restrizione della risarcibilità per le lesioni di lieve entità alla persona. Il **decreto-legge n. 179 del 2012** ha vietato il rinnovo tacito del contratto r.c. auto per il quale ha inoltre previsto la definizione di un "contratto base" nel quale devono essere contenute tutte le clausole necessarie ai fini dell'adempimento di assicurazione obbligatoria.

Il decreto liberalizzazioni (D.L. n. 1 del 2012)

Il **D.L. n. 1 del 2012** contiene numerosi articoli concernenti le assicurazioni. L'articolo 28 obbliga le banche, gli istituti di credito e gli intermediari finanziari che **condizionano l'erogazione di un mutuo alla stipula di un contratto di assicurazione sulla vita** a sottoporre al cliente **almeno due preventivi** di due differenti gruppi assicurativi non riconducibili al proprio gruppo. Il cliente può, in ogni caso, scegliere sul mercato una polizza più conveniente. Al riguardo il **D.L. n. 201 del 2011 (c.d. "Salva Italia")** ha qualificato come **pratica commerciale scorretta** il comportamento di banche, istituti di credito e intermediari finanziari i quali, ai fini della stipula di un contratto di mutuo, obblighino i clienti a sottoscrivere una polizza assicurativa erogata dal medesimo soggetto col quale il mutuo è stipulato. Sempre sullo stesso argomento, si evidenzia che il **Provvedimento 2946 del 6 dicembre 2011 dell'ISVAP**, recante una nuova disciplina delle polizze legate ai mutui, ha stabilito che gli intermediari assicurativi, ivi incluse le banche e altri intermediari finanziari, **non possono ricoprire simultaneamente il ruolo di distributori di polizze e di beneficiari delle stesse**, in quanto in tale pratica si ravvisa un non sanabile conflitto d'interesse penalizzante per i consumatori.

Si segnala, inoltre, il **Regolamento n. 40 del 3 maggio 2012** con il quale l'ISVAP ha definito i contenuti minimi del contratto di assicurazione sulla vita connesso a mutuo, con l'obiettivo di agevolare il consumatore nel confronto tra le offerte e nella ricerca della polizza più conveniente. Tra l'altro si prevede che il cliente ha 10 giorni lavorativi dalla consegna del preventivo per cercare contratti che abbiano condizioni migliori. Le imprese di assicurazione che commercializzano i prodotti vita forniscono sul proprio sito internet il servizio gratuito di rilascio del preventivo personalizzato.

Il "**decreto liberalizzazioni**", inoltre, ha introdotto all'articolo 34 l'**obbligo per gli intermediari** che offrono servizi e prodotti R.C. auto e natanti di **informare il cliente sulla tariffa e sulle altre condizioni contrattuali** proposte da **almeno tre compagnie assicurative** non appartenenti ai medesimi gruppi; in caso di inadempimento è prevista una sanzione a carico dell'impresa mandante che risponde in solido con l'intermediario. Nell'ambito del **sistema bonus-malus** la **variazione in diminuzione** del premio **si applica automaticamente** nella misura preventivamente quantificata in rapporto alla classe di appartenenza attribuita alla polizza ed esplicitamente indicata nel contratto; la violazione di tale norma comporta l'applicazione di una **sanzione amministrativa** da parte dell'ISVAP. Infine è stato previsto l'obbligo per la compagnia di assicurazione di risarcire il danno derivante da furto o incendio di autoveicolo indipendentemente dalla richiesta del rilascio del

certificato di chiusa inchiesta.

Il decreto crescita (D.L. n. 179 del 2012)

Il **D.L. n. 179 del 2012** ha previsto che il **contratto di assicurazione obbligatoria R.C. auto** abbia **durata annuale** o, su richiesta dell'assicurato, di anno più frazione; è altresì **vietato il rinnovo tacito**. L'impresa di assicurazione è tenuta ad avvisare il contraente della scadenza del contratto con **preavviso di almeno trenta giorni**. Inoltre la **garanzia** prestata con il contratto scaduto deve essere mantenuta **operante fino ad oltre il quindicesimo giorno** successivo alla scadenza del contratto, fino all'effetto della nuova polizza. Al fine di favorire una scelta contrattuale maggiormente consapevole da parte del consumatore, il **D.L. 179 del 2012** ha previsto la definizione, con decreto del Ministro dello sviluppo economico, sentiti l'IVASS, l'ANIA e le principali associazioni rappresentative degli intermediari assicurativi, di uno schema di “**contratto base**” di **assicurazione responsabilità civile auto**, nel quale prevedere tutte le clausole necessarie ai fini dell'adempimento di assicurazione obbligatoria. Ogni compagnia assicurativa, nell'offrirlo obbligatoriamente al pubblico, anche attraverso internet, dovrà definirne il costo complessivo individuando separatamente ogni eventuale costo per eventuali servizi aggiuntivi (articolo 22). Le compagnie di assicurazione, inoltre, devono garantire una **corretta e aggiornata informativa on line ai propri clienti** mediante predisposizione sui relativi siti *internet* di aree riservate, accessibili mediante sistemi di riconoscimento che tutelino la *privacy* (*user-id*, *password*, sistemi di accesso controllato). In tali aree i clienti devono poter verificare lo stato delle proprie coperture assicurative, le scadenze, i termini contrattuali sottoscritti, la regolarità dei pagamenti di premio, i valori di riscatto ovvero le valorizzazioni delle polizze vita, , secondo procedure simili agli attuali sistemi di *home banking*. La possibilità di effettuare rinnovi e pagamenti in tali aree riservate *on line*, inizialmente prevista dal testo originario del decreto, è stata espunta nel corso dell'esame in sede referente.

L'**Antitrust** ha trasmesso il 2 ottobre al Parlamento la segnalazione, richiesta dall'Esecutivo, per la predisposizione anticipata del disegno di legge annuale per il mercato e la concorrenza. Per quanto riguarda il settore assicurativo, l'Autorità ha sottolineato l'importante effetto di incentivo alla mobilità della clientela derivante dallo **sviluppo di reti in plurimandato** e quindi dal **divieto delle clausole di esclusiva nella distribuzione assicurativa**. Tali aspetti sono stati disciplinati dall'**articolo 22 del D.L. n. 179 del 2012**: si prevede, infatti, che gli intermediari assicurativi possano collaborare tra loro, anche mediante l'utilizzo dei rispettivi mandati, garantendo piena informativa e trasparenza nei confronti dei consumatori. Ogni patto contrario tra compagnia assicurativa e intermediario mandatario è nullo. All'IVASS è attribuita la vigilanza con la possibilità, inoltre, di adottare le più opportune direttive per la corretta applicazione della norma. L'intento dichiarato della norma è quello di favorire il superamento dell'attuale segmentazione del mercato assicurativo ed accrescere il grado di libertà dei diversi operatori.

In precedenza, in materia di **durata dell'assicurazione**, la **legge n. 99 del 2009** aveva disposto, con una modifica all'articolo 1899 del codice civile, che nel caso di contratto poliennale vi sia una riduzione del premio rispetto a quello previsto per la stessa copertura dal contratto annuale. Se il contratto supera i cinque anni l'assicurato, trascorso il quinquennio, ha facoltà di recedere dal contratto con preavviso di sessanta giorni.

Gli interventi di liberalizzazione nella XV Legislatura

In precedenza, nel corso della XV legislatura, hanno avuto particolare impatto sulla disciplina assicurativa l'emanazione dei cd. "decreti Bersani", nonché le norme di attuazione del sistema di risarcimento diretto in materia di RC Auto. Il **"primo pacchetto liberalizzazioni"** (**D.L. n. 233 del 2006**), nell'ambito dell'**assicurazione obbligatoria per la responsabilità civile auto**, ha vietato alle compagnie di assicurazione e ai loro agenti di vendita di stipulare nuove clausole contrattuali di distribuzione esclusiva e di imposizione di prezzi minimi, ovvero di sconti massimi, praticabili nei riguardi dei consumatori contraenti, a pena di nullità. Il **"secondo pacchetto di liberalizzazioni"** (**D.L. n. 7 del 2007**) in primo luogo ha esteso a tutti i rami danni il summenzionato divieto. In caso di mancato rinnovo del contratto di assicurazione, è stato previsto che l'ultimo **attestato di rischio** conseguito conserva validità per un periodo di cinque anni. Inoltre, in tutti i casi di stipulazione di un nuovo contratto, l'impresa di assicurazione non può assegnare al contraente una **classe di merito** più sfavorevole rispetto a quella risultante dall'ultimo attestato di rischio conseguito. Tale previsione si riferisce in particolare alle ipotesi di stipulazione di un contratto di assicurazione relativo a un ulteriore veicolo della medesima tipologia, acquistato dalla persona fisica già titolare di polizza assicurativa o da un componente stabilmente convivente del suo nucleo familiare. Sotto un diverso versante, nell'ambito dei rapporti assicurativi e bancari, è stato posto il divieto di addebitare al cliente le spese relative a una serie di comunicazioni, tra cui quelle - a carico delle imprese di assicurazione - in materia di variazioni peggiorative alla classe di merito. Inoltre è posto a carico delle imprese di assicurazione l'obbligo di comunicare tempestivamente al contraente le variazioni peggiorative apportate alla sua classe di merito, a fini di maggior trasparenza e pubblicità.

Si ricorda inoltre che, in attuazione delle prescrizioni contenute nel Codice delle assicurazioni private, nonché in considerazione delle novità introdotte dai "pacchetti liberalizzazioni", l'ISVAP ha emanato il **regolamento di disciplina dell'attività di intermediazione assicurativa e riassicurativa** (Regolamento n. 5 del 16 ottobre 2006).

Il contratto di assicurazione obbligatoria RC auto

Il decreto-legge n. 179 del 2012 ha vietato il rinnovo tacito del contratto R.C. auto per il quale ha inoltre previsto la definizione di un "contratto base" nel quale devono essere contenute tutte le clausole necessarie ai fini dell'adempimento di assicurazione obbligatoria. In precedenza il decreto-legge n. 1 del 2012 ha previsto diverse disposizioni volte a rendere più concorrenziale e trasparente il settore assicurativo, al fine di ridurre il costo delle polizze anche attraverso il contrasto alle frodi. Ad esempio sono previste la volontaria ispezione del veicolo e la "scatola nera" che consentono una riduzione delle tariffe, nonché una restrizione della risarcibilità per le lesioni di lieve entità alla persona.

Gli interventi di liberalizzazione

Il **D.L. n. 179 del 2012** ha previsto che il **contratto di assicurazione obbligatoria r.c. auto** abbia **durata annuale** o, su richiesta dell'assicurato, di anno più frazione; è altresì **vietato il rinnovo tacito**. L'impresa di assicurazione è tenuta ad avvisare il contraente della scadenza del contratto con **preavviso di almeno trenta giorni**. Inoltre la **garanzia** prestata con il contratto scaduto deve essere mantenuta **operante fino a non oltre il quindicesimo giorno** successivo alla scadenza del contratto, fino all'effetto della nuova polizza. Al fine di favorire una scelta contrattuale maggiormente consapevole da parte del consumatore, il **D.L. 179 del 2012** ha previsto la definizione, con decreto del Ministro dello sviluppo economico, sentiti l'IVASS, l'ANIA e le principali associazioni rappresentative degli intermediari assicurativi, di uno schema di "**contratto base**" di **assicurazione responsabilità civile auto**, nel quale prevedere tutte le clausole necessarie ai fini dell'adempimento di assicurazione obbligatoria. Ogni compagnia assicurativa, nell'offrirlo obbligatoriamente al pubblico, anche attraverso internet, dovrà definirne il costo complessivo individuando separatamente ogni eventuale costo per eventuali servizi aggiuntivi (articolo 22).

Il **D.L. n. 1 del 2012** contiene diverse disposizioni volte a rendere più concorrenziale e trasparente il settore assicurativo, al fine di ridurre il costo delle polizze anche attraverso il contrasto alle frodi. Ad esempio sono previste la volontaria ispezione del veicolo e la "scatola nera" che consentono una riduzione delle tariffe, nonché una restrizione della risarcibilità per le lesioni di lieve entità alla persona. Il "decreto liberalizzazioni", inoltre, ha introdotto l'**obbligo per gli intermediari** che offrono servizi e prodotti R.C. auto e natanti di informare il cliente sulla tariffa e sulle altre condizioni contrattuali proposte da **almeno tre compagnie assicurative** non appartenenti ai medesimi gruppi; in caso di inadempimento è prevista una sanzione a carico dell'impresa mandante che risponde in solido con l'intermediario. Nell'ambito del **sistema bonus-malus** la **variazione in diminuzione** del premio **si applica automaticamente** nella misura preventivamente quantificata; la violazione di tale norma comporta l'applicazione di una sanzione amministrativa da parte dell'IVASS.

La **VI Commissione** (finanze) il 26 settembre 2012 ha approvato la **risoluzione n. 8-00201** Barbato che impegna il Governo ad adottare misure più incisive per favorire la diminuzione del costo dei premi relativi alla copertura assicurativa dei rischi derivanti dalla circolazione dei veicoli a motore su strada a carico degli assicurati, segnatamente per quanto riguarda il contrasto alle frodi nel settore.

Sul sito dell'IVASS è stato predisposto uno strumento per **confrontare** in maniera personalizzata, in base alla loro convenienza economica, i **preventivi R.C. auto di tutte le imprese** presenti sul mercato (**TuOprevenivatoRe**). I **preventivi** elaborati dal sistema sono **vincolanti** per le imprese per almeno 60 giorni dalla data del loro ricevimento e comunque

non oltre la durata della tariffa in corso.

Si segnala, infine, che l'Autorità garante della concorrenza e del mercato il 22 febbraio 2013 ha pubblicato i risultati della [indagine conoscitiva](#) riguardante la procedura di risarcimento diretto e gli assetti concorrenziali del settore della RC Auto, allo scopo di accertare le cause dell'andamento dei premi e dei costi, nonché di individuare le possibili implicazioni concorrenziali della disciplina attuativa della procedura di risarcimento diretto.

Risarcimento diretto

Il Codice delle assicurazioni private (articoli 149 e 150 del [D.Lgs. 7 settembre 2005, n. 209](#)) ha introdotto e disciplinato la **procedura di risarcimento diretto** nell'ipotesi di sinistri tra veicoli a motore. In sostanza i danni derivanti dal sinistro sono risarciti non già dalla compagnia del responsabile, ma dalla stessa compagnia del danneggiato. Il risarcimento diretto può essere applicato solo nel caso di sinistri intercorsi tra due veicoli a motore: sono dunque esclusi i sinistri che coinvolgono un numero superiore di veicoli.

In attuazione delle predette norme è stato emanato l'apposito **regolamento di disciplina del risarcimento diretto dei danni derivanti dalla circolazione stradale (D.P.R. 18 luglio 2006, n. 254)**. Il [D.P.R. n. 254 del 2006](#) prevede la stipula di una convenzione tra imprese per regolare i rapporti organizzativi ed economici finalizzati alla gestione del risarcimento diretto. In forza di tale disposizione è stata sottoscritta, da tutte le imprese assicurative con sede in Italia, la **Convenzione tra Assicuratori per il Risarcimento diretto – CARD**. Il regolamento è **entrato in vigore il 1° gennaio 2007**, applicandosi ai sinistri verificatisi a partire **dal 1° febbraio 2007**.

Il “**decreto liberalizzazioni**” ([D.L. n. 1 del 2012](#)) intervenendo sul **sistema del risarcimento diretto**, ha introdotto un nuovo criterio, che deve essere definito dall'IVASS, per il funzionamento del sistema al fine di **incentivare l'efficienza** produttiva delle imprese ed in particolare il controllo dei **costi dei risarcimenti** e l'**individuazione delle frodi**.

Frodi nel settore RC Auto

Il [D.L. n. 1 del 2012](#) (recependo diverse disposizioni già presenti nel testo unificato delle proposte di legge C. [2699-ter](#), C. [1964](#), C. [3544](#) e C. [3589](#) approvato, il 30 giugno 2011, in sede legislativa dalla VI Commissione finanze della Camera) ha introdotto l'**obbligo** per le imprese operanti nel ramo RC auto di **trasmettere all'IVASS una relazione annuale** nella quale devono essere indicati: il numero dei sinistri a **rischio di frodi**; il numero delle denunce presentate all'autorità giudiziaria; l'esito dei conseguenti procedimenti penali; le **misure organizzative interne adottate per contrastare i fenomeni fraudolenti**.

Sulla base della relazione l'IVASS esercita i suoi **poteri di vigilanza** al fine di assicurare l'adeguatezza dell'organizzazione aziendale e dei sistemi di liquidazione dei sinistri rispetto all'obiettivo di contrastare le frodi nel settore. Il mancato invio della relazione è sanzionato dall'IVASS con un minimo di 10.000 ed un massimo di 50.000 euro. Le imprese sono inoltre tenute a indicare in bilancio e a pubblicare sui propri siti internet una stima circa la riduzione degli oneri per i sinistri conseguente alla attività di controllo e repressione delle frodi autonomamente svolta. Le imprese di assicurazione devono inoltre rendere pubblica una stima circa la riduzione degli oneri per i sinistri derivante dall'accertamento delle frodi, conseguente all'attività di controllo e repressione delle frodi autonomamente svolta.

Un regolamento ministeriale dovrà definire la **dematerializzazione dei contrassegni** e la

loro sostituzione con sistemi elettronici. La violazione dell'obbligo di assicurazione può essere rilevata anche attraverso i dispositivi di controllo del traffico.

Sono previste, inoltre, la volontaria **ispezione del veicolo** e la “**scatola nera**” che rendono possibile una riduzione delle tariffe. È stabilita, inoltre, una **restrizione della risarcibilità del danno biologico per le lesioni di lieve entità**. E' stata, infine, inasprita la normativa sanzionatoria per gli esercenti una professione sanitaria che attestano falsamente uno stato di invalidità derivante da un incidente stradale da cui derivi il risarcimento del danno connesso a carico della società assicuratrice. Le stesse sanzioni, in quanto applicabili, sono estese ai periti assicurativi per gli accertamenti e le stime falsi di danni a cose.

Il 14 giugno 2012 la Commissione finanze della Camera ha approvato la **risoluzione n. 7-00904** D'Antoni con la quale si impegna il Governo a dare quanto prima attuazione alle norme per la riduzione dei costi e per il contrasto alle frodi nel settore delle assicurazioni RC auto, nonché a fornire al Parlamento compiute e dettagliate informazioni al riguardo.

Successivamente l'**articolo 21 del D.L. 179 del 2012** ha attribuito all'IVASS il compito di curare la prevenzione amministrativa delle frodi nel settore dell'assicurazione R.C. auto, con riguardo alle richieste di risarcimento e di indennizzo e all'attivazione di sistemi di allerta preventiva contro i rischi di frode. **L'IVASS ha il compito di mettere in correlazione le banche dati gestite da soggetti diversi**: l'istituzione di un archivio informatico integrato dovrà evidenziare gli indici di anomalia che possano formare oggetto di successivo approfondimento da parte delle Autorità preposte e possano stimolare azioni di vigilanza sulle imprese di assicurazione e la rete dei fiduciari collegati (intermediari, consulenti, periti, liquidatori). Le banche dati da correlare restano di proprietà e in gestione di soggetti pubblici distinti. L'IVASS avrà un ruolo proattivo verso le Autorità giudiziarie per segnalare i parametri di anomalia e incentivare azioni di indagine utilizzando il veicolo della vigilanza assicurativa, eventualmente con la collaborazione delle stesse compagnie coinvolte e vittime dell'ipotesi di frode assicurativa.

Documenti e risorse web

- [Indagine Antitrust](#)

Il Sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziarie (SEVIF)

Il sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziarie (SEVIF) è stato creato nel corso del 2010 mediante l'istituzione, con appositi regolamenti di tre nuove autorità di vigilanza europee competenti, rispettivamente per le banche, i mercati finanziari e le assicurazioni, e di un Comitato europeo per il rischio sistemico incaricato della vigilanza macroprudenziale.

Si tratta in particolare dei regolamenti (UE) n. 1093/2010, che istituisce **l'Autorità bancaria europea** (EBA), n. 1094/2010 che istituisce **l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali** (EIOPA), n. 1095/2010 che istituisce **l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati** (ESMA), n. 1092/2010 relativo alla **vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario nell'Unione europea** e che istituisce il **Comitato europeo per il rischio sistemico** (CERS).

La creazione del SEVIF fa seguito alle proposte elaborate da un gruppo di esperti (cd. **gruppo "de Larosière"**) incaricato dalla Commissione europea, nel novembre 2008, di formulare delle raccomandazioni su come rafforzare i meccanismi di vigilanza europei a fronte della crisi finanziaria.

In base ai regolamenti istitutivi nei settori di pertinenza le Autorità europee di vigilanza (AEV) possono:

1) elaborare **progetti di norme tecniche** da presentare alla Commissione per l'adozione mediante atti delegati o di esecuzione (decisioni o regolamenti).

La **direttiva 2010/78/UE (cd. Omnibus)** del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 novembre 2010 individua una prima serie di tali settori - senza ostare all'inclusione di altri settori in futuro - per creare un *corpus* normativo armonizzato che non complichino la regolamentazione vigente e faccia salve le competenze attribuite agli Stati membri. I progetti di norme tecniche così elaborati sono sottoposti alla Commissione entro tre anni dall'istituzione delle AEV. Entro il **10 gennaio 2014** la Commissione dovrà sottoporre al Parlamento europeo e al Consiglio una relazione sulla presentazione da parte delle AEV di progetti di norme tecniche previsti dalla direttiva e formulare proposte appropriate.

2) gestire un meccanismo di **risoluzione delle controversie** tra autorità nazionali competenti (cd. *binding mediation*) nei casi in cui esse non possano risolvere tra di loro problemi procedurali o di merito legati all'osservanza degli atti giuridici dell'Unione.

La **direttiva 2010/78/UE** individua i casi in cui è necessario risolvere una questione, procedurale o di merito, di conformità al diritto dell'Unione ove le autorità nazionali competenti non siano in grado di risolverla da sole: in tale ipotesi una delle autorità nazionali competenti interessate può sottoporre il problema alla propria Autorità europea di vigilanza. L'Autorità europea di vigilanza interessata può prescrivere alle autorità competenti interessate di adottare provvedimenti specifici, o astenersi dal farlo, per risolvere la questione e assicurare la conformità al diritto dell'Unione, con effetti vincolanti per le autorità coinvolte. Nei casi in cui il pertinente atto giuridico dell'Unione conferisca un potere discrezionale agli Stati membri, le decisioni adottate da un'Autorità europea di vigilanza non si sostituiscono all'esercizio del potere discrezionale da parte delle autorità competenti, conformemente al diritto dell'Unione;

3) stabilire contatti con le **autorità di vigilanza di paesi terzi** volte all'elaborazione delle decisioni in materia di equivalenza dei regimi di vigilanza nei paesi terzi. A tal fine la direttiva modifica la **direttiva 2004/39/CE**, relativa ai mercati degli strumenti finanziari (direttiva

MiFID), e la **direttiva 2006/48/CE** relativa all'accesso e all'esercizio della funzione creditizia.

4) redigere, pubblicare e aggiornare regolarmente gli elenchi di tutti gli operatori finanziari dell'Unione.

In particolare tali elenchi riguardano:

- l'elenco delle autorizzazioni di enti creditizi concesse dalle autorità nazionali competenti, a cura dell'ABE;
- l'elenco di tutte le imprese di investimento, a cura dell'AESFEM;
- l'elenco dei mercati regolamentati, a cura dell'AESFEM;
- l'elenco dei prospetti approvati, a cura dell'AESFEM.

Il recepimento della direttiva 2010/78/UE

Con l'**articolo 15 della legge comunitaria 2010 (legge n. 217 del 2011)** il legislatore ha delegato il Governo a recepire la suddetta **direttiva 2010/78/UE**.

Il richiamato articolo 15 enuncia i principi e criteri direttivi da rispettare nell'esercizio della delega, tra cui: l'obbligo di tener conto dell'integrazione del sistema di vigilanza nazionale nel nuovo assetto di vigilanza del settore finanziario dell'Unione; la previsione di sistemi di cooperazione tra le Autorità nazionali e quelle europee, nonché di metodi volti a consentire l'esercizio della delega di compiti tra Autorità nazionali competenti, e tra le stesse e le Autorità europee; la previsione di modalità attraverso le quali le autorità nazionali tengano conto, nell'esercizio delle loro funzioni, della convergenza in ambito europeo degli strumenti e delle prassi di vigilanza; la disciplina delle ipotesi in cui le Autorità europee possono chiedere informazioni direttamente ai soggetti vigilati dalle Autorità nazionali.

Inoltre, l'articolo 15 specifica che, nell'esercizio della delega, si tenga conto della natura direttamente vincolante delle norme tecniche di attuazione e delle norme tecniche di regolamentazione adottate dalla Commissione europea in conformità ai regolamenti istitutivi delle Autorità di vigilanza europee, nonché delle raccomandazioni formulate nelle conclusioni del Consiglio dell'Unione europea del 14 maggio 2008 affinché le autorità di vigilanza nazionali, nell'espletamento dei loro compiti, prendano in considerazione gli effetti della loro azione in relazione alle eventuali ricadute sulla stabilità finanziaria degli altri Stati membri, anche avvalendosi degli opportuni scambi di informazioni con le Autorità di vigilanza europee e degli altri Stati membri.

Il **D.Lgs. 30 luglio 2012, n. 130** ha dato attuazione alla predetta direttiva.

Si ricorda che il **ddl comunitaria 2012 (A.C. 4925)** – che non ha concluso il proprio *iter* parlamentare prima della fine della legislatura - recava la delega per il recepimento della **direttiva 2011/89/UE** in materia di **vigilanza supplementare sulle imprese finanziarie appartenenti a un conglomerato finanziario**, da attuare entro il **10 giugno 2013**. Lo scopo principale della direttiva è quello di garantire una portata appropriata alla vigilanza dei conglomerati finanziari, colmando le distanze che si sono venute a creare tra la disciplina della vigilanza supplementare dell'Unione e le direttive di settore relative ai servizi bancari e assicurativi.

In sede di relazione sul ddl, la **Commissione Finanze** della Camera ha rilevato come una maggiore coesione nelle scelte adottate a livello UE, un più marcato accentramento delle decisioni in capo alle autorità di settore, il ricorso ad una **più chiara ripartizione di competenze tra le autorità** stesse secondo il **principio della vigilanza per finalità**,

dovrebbero favorire la prevenzione e la gestione delle crisi finanziarie, scongiurando il rischio che alcuni Paesi o soggetti possano avvantaggiarsi degli arbitraggi normativi e delle lacune esistenti, a danno della stabilità dei mercati, e, soprattutto, dei risparmiatori nel loro complesso.

La Commissione ha altresì evidenziato come la gravissima crisi economico - finanziaria mondiale, le cui vicende sono tuttora fonte di forte preoccupazione, dimostri come il **rafforzamento della normativa prudenziale e della vigilanza** sui principali attori del sistema finanziario internazionale, tra i quali sono certo da annoverarsi i conglomerati finanziari, rappresenti un obiettivo cui occorre puntare con determinazione, sia a livello nazionale sia a livello globale, al fine di evitare che le distorsioni ed i rischi eccessivi emersi nell'operatività di molti operatori finanziari determini conseguenze distruttive per gli stessi mercati, e per le prospettive dell'economia mondiale.

I rilievi della Consob

In occasione dell'incontro annuale con il mercato finanziario svoltosi il **14 maggio 2012**, il Presidente della Consob, Giuseppe Vegas, nel proprio **discorso al mercato finanziario** ha evidenziato alcuni rilievi sul nuovo assetto delle AEV.

In particolare, il Presidente ha evidenziato la necessità, in ragione della dinamica congiunturale dei mercati, di ripensare alcuni aspetti strutturali della vigilanza in ambito europeo: ha rilevato in proposito che un primo livello di criticità è rappresentato dalla ripartizione dei ruoli in seno alla **nuova architettura europea, entrata in vigore il 1° gennaio 2011**. Le Autorità condividono i medesimi obiettivi di carattere generale (la protezione degli investitori, l'integrità dei mercati e la stabilità del mercato finanziario europeo), con possibili duplicazioni e sovrapposizioni di competenze, particolarmente perniciose in periodi di crisi. Inoltre, un secondo profilo problematico è stato individuato nelle modalità con cui ciascuna autorità europea dovrebbe favorire il coordinamento tra le autorità nazionali in caso di crisi, anche mediante l'elaborazione di piani di intervento comuni. La difficoltà di conciliare interessi e visioni, talvolta contrastanti, e la mancanza di un decalogo di misure di emergenza possono pregiudicare, tuttavia, il raggiungimento di questo obiettivo. Un più marcato accentramento delle decisioni in capo alle autorità europee di settore, secondo una puntuale divisione di competenze per finalità, potrebbe consentire una migliore prevenzione e gestione di eventuali crisi future e scongiurare il rischio di *free riding* da parte di alcuni paesi, a danno dei risparmiatori di altri.

Il Presidente Vegas ha auspicato dunque che la revisione del regolamento istitutivo delle Autorità europee, che dovrà essere avviata dalla Commissione Europea entro il 2 gennaio 2014, potrebbe costituire l'occasione per eliminare le attuali sovrapposizioni di competenze delle tre Autorità e modificare i poteri dell'Esma, per renderne più efficace ed efficiente l'operato, particolarmente in caso di crisi.

La tassazione di transazioni e strumenti finanziari

L'attività parlamentare, allo scopo di uniformare la disciplina del settore finanziario e per contribuire a fornire segnali di stabilità ai mercati, nel corso dell'ultimo anno si è spesso interessata dei profili fiscali di transazioni e degli strumenti finanziari, anche recependo determinate tendenze emerse in sede europea.

La proposta della Commissione europea

In ambito europeo, la **Commissione europea** ha presentato una **proposta di direttiva del Consiglio concernente un sistema comune di imposta sulle transazioni finanziarie**, volta ad introdurre un'imposta sulle transazioni finanziarie in tutti i 27 Stati membri dell'Unione europea. Tale imposta si applicherebbe a tutte le transazioni di strumenti finanziari tra enti per le quali almeno una controparte della transazione sia stabilita all'interno dell'UE. Lo scambio di azioni e obbligazioni sarebbe tassato con un'aliquota dello 0,1%, mentre per i derivati il tasso sarebbe dello 0,01%. Secondo i calcoli della Commissione, che propone l'entrata in vigore dell'imposta il 1° gennaio 2014, il gettito potrebbe aggirarsi intorno ai 57 miliardi di euro ogni anno. Il 22 gennaio 2013 il Consiglio ECOFIN ha approvato la proposta di decisione che autorizza Belgio, Germania, Estonia, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Austria, Portogallo, Slovenia e Slovacchia ad instaurare una cooperazione rafforzata nel settore dell'imposta sulle transazioni finanziarie (COM(2012)631), già approvata dal Parlamento europeo il 12 dicembre 2012. A seguito dell'approvazione della cooperazione rafforzata da parte di Consiglio e PE, la Commissione dovrebbe presentare a breve la proposta di direttiva relativa all'imposta, applicabile ai soli Paesi che hanno aderito alla cooperazione rafforzata, che tuttavia, secondo le indicazioni fornite dalla stessa Commissione, riproporrà in larga misura i contenuti di quella presentata nel settembre 2011 (COM(2011)594), su cui il Consiglio non è riuscito a raggiungere un accordo unanime (da qui l'esigenza di ricorrere alla cooperazione rafforzata).

L'imposta sulle transazioni finanziarie e sui derivati (Tobin tax)

La **legge di stabilità 2013** (articolo 1, **commi da 491 a 500**) ha introdotto un'imposta sulle **transazioni finanziarie** sulle seguenti operazioni:

- **trasferimento della proprietà di azioni ed altri strumenti partecipativi** emessi da soggetti residenti nel territorio dello Stato nonché di titoli rappresentativi dei predetti strumenti indipendentemente dalla residenza del soggetto emittente, **con un'aliquota pari allo 0,2 per cento** del valore della transazione se le operazioni di acquisto sono effettuate fuori dai mercati regolamentati (over the counter); l'aliquota è dell'**0,1 per cento** per le operazioni concluse **in mercati regolamentati** o con sistemi multilaterali di negoziazione;
- **operazioni sui cosiddetti strumenti derivati**, ad imposta in misura fissa, determinata con riferimento alla **tipologia di strumento** e al **valore del contratto**, secondo la **tabella 3** allegata alla legge di stabilità.

Con il **D.M. 21 febbraio 2013** sono state previste le norme attuative dell'imposta sulle transazioni finanziarie (c.d. Tobin tax). L'imposta si applica al trasferimento della proprietà delle azioni e degli strumenti finanziari partecipativi emessi da società residenti nel territorio dello Stato con capitale superiore a 500 milioni di euro, a prescindere dal Paese di provenienza dell'ordine. Al decreto ministeriale è allegato l'elenco degli emittenti italiani con capitalizzazione attualmente inferiore alla predetta soglia. Resta invece escluso dall'applicazione il trasferimento della proprietà di azioni o quote di organismi di investimento

collettivo del risparmio (OICR), ivi incluse le azioni di società di investimento a capitale variabile. Per il 2013, considerata anche la partenza a esercizio già iniziato, la percentuale è fissata nella misura dello 0,22 per cento (per le operazioni over the counter) e dello 0,12 (per le operazioni concluse nei mercati regolamentati). Il calcolo delle somme dovute è effettuato sul saldo netto di fine giornata, relativamente al titolo utilizzato; in caso di acquisto e parziale rivendita è imponibile la differenza positiva. A partire da luglio 2013 saranno imponibili anche le operazioni sui derivati; l'aliquota da applicare in questi casi, però, varierà a seconda del tipo di strumento oggetto della compravendita e del valore del contratto.

Responsabili del versamento della Tobin tax sono le banche, le società fiduciarie e le imprese di investimento che intervengono nell'esecuzione delle operazioni, ovvero i notai. Quando, però, intervengono nell'esecuzione dell'operazione soggetti localizzati in Stati o territori con i quali non sono in vigore accordi per lo scambio di informazioni e per l'assistenza al recupero dei crediti ai fini dell'imposta, tali soggetti sono considerati a tutti gli effetti acquirenti o controparti finali dell'ordine di esecuzione. L'Agenzia delle Entrate, ai sensi dell'articolo 19, comma 4, del decreto 21 febbraio 2013 ha individuato con **provvedimento direttoriale del 1° marzo 2013** le nazioni con le quali non sono in vigore accordi per lo scambio di informazioni e per l'assistenza al recupero crediti in materia di transazioni finanziarie.

Si ricorda al riguardo che un'**imposta sulle transazioni finanziarie** era già **prevista** nel nostro ordinamento **prima del 2007**: era applicata su ciascuna operazione di borsa, nella misura dell'**1,4 per mille**. Dopo alcune modifiche introdotte dal **d.lgs. n. 435 del 1997**, l'imposta era stata definitivamente cancellata dall'ordinamento con il **decreto legge n. 248 del 2007**.

Nella XVI legislatura, le **mozioni n. 1-00800 e n. 1-00822** (approvate il 25 gennaio 2012) impegnavano il Governo a esprimere il proprio consenso all'applicazione di una **tassazione sulle transazioni finanziarie** a livello di Unione europea o di Eurozona e a collaborare con le istituzioni europee e con gli altri Governi già favorevoli. Sono di analogo tenore le mozioni **n. 1-00817, n. 1-00848, n. 1-00849, n. 1-00850, n. 1-00851, n. 1-00852, n. 1-00853 e n. 1-00854** (approvate il 7 febbraio 2012). Successivamente, la **Commissione Finanze della Camera** ha calendarizzato alcune proposte di legge volte ad **istituire un'imposta sulle transazioni finanziarie (ITF)**. Mentre l'**A.C. 3564** individua l'ambito di applicazione alle **sole transazioni valutarie**, gli **A.C. 3740 e A.C. 4389** lo estendono a **tutte le attività finanziarie**.

Anche la 6ª Commissione Finanze e tesoro del **Senato** il 14 marzo 2012 ha approvato una **risoluzione Doc. XVIII n. 144** in cui si è espressa **favorevolmente** sulla proposta comunitaria di un sistema comune d'imposta sulle transazioni finanziarie.

Il testo confluito nella legge di stabilità riprende in parte i contenuti delle proposte parlamentari.

La revisione della tassazione dei redditi di natura finanziaria

L'**articolo 2 (commi da 6 a 12) del decreto-legge n. 138 del 2011** ha previsto, a decorrere dal **1° gennaio 2012**, la complessiva **revisione del sistema impositivo dei redditi di natura finanziaria**, al fine di unificare le aliquote del 12,50 per cento e del 27 per cento, previste sui redditi di capitale e sui redditi diversi, ad un livello intermedio fissato al **20 per cento**. Restano **esclusi** dall'ambito di applicazione della riforma, tra gli altri, i titoli di Stato ed equiparati, i titoli emessi da altri Stati (cd. *white list*, vale a dire i paesi che consentono un adeguato scambio di informazioni), i titoli di risparmio per l'economia meridionale, i piani di

risparmio a lungo termine e le forme di previdenza complementare.

L'imposta di bollo sulle attività finanziarie

Successivamente, l'**articolo 19 del decreto-legge n.201 del 2011** è intervenuto in materia di tassazione delle attività finanziaria, in primo luogo modificando - a decorrere dal 1° gennaio 2012 - l'aliquota dell'**imposta di bollo sulle comunicazioni relative ai depositi di titoli** e, al contempo, ampliando la base imponibile su cui insiste l'imposta, al fine di includervi **anche i prodotti e gli strumenti finanziari non soggetti all'obbligo di deposito** - ad esclusione dei fondi pensione e dei fondi sanitari - per i quali viene prevista un'**imposta su base proporzionale pari all'1 per mille per il 2012 e all'1,5 per mille a decorrere dal 2013**, calcolati in base al valore di mercato o, in mancanza, a quello "nominale o di rimborso" degli investimenti. Per effetto delle precisazioni operate dal **decreto-legge n. 16 del 2012**, l'imposta di bollo proporzionale colpisce anche i c.d. "**conto deposito**", **bancari e postali**, anche se rappresentati da certificati; per i buoni postali fruttiferi emessi in forma cartacea prima del 1° gennaio 2009, l'imposta è calcolata sul valore nominale del singolo titolo ed è dovuta nella misura minima di euro 1,81. Il **comma 509** della legge di stabilità 2013 ha introdotto un **limite di 4.500 euro all'imposta**, a decorrere dall'anno 2013, **per i soggetti diversi dalle persone fisiche**. Si segnala che l'Agenzia delle entrate ha fornito chiarimenti al riguardo con la **circolare 48/E** del 21 dicembre 2012.

Il medesimo **decreto-legge n. 201 del 2011** ha introdotto un'**imposta sul valore delle attività finanziarie detenute all'estero** dalle persone fisiche residenti nel territorio dello Stato ed un'imposta sulle attività emerse a seguito della normativa dello "**scudo fiscale**".

L'imposta sul valore delle attività finanziarie detenute all'estero

Il **D.L. n. 201 del 2011** ha introdotto l'**imposta sul valore delle attività finanziarie detenute all'estero (IVAFE)**, disciplinata dai commi da 18 a 21 dell'articolo 19. Dalla formulazione delle norme introdotte, tale forma di tassazione sembra riferirsi al solo valore delle attività finanziarie, non colpendo dunque i dividendi percepiti in virtù del loro possesso, né le plusvalenze realizzate dalla loro cessione ma aggiungendosi a tali forme di prelievo, ove applicabili.

Base imponibile è il valore di mercato delle attività finanziarie, rilevato al termine di ciascun anno solare nel luogo in cui esse sono detenute, anche utilizzando la documentazione dell'intermediario estero di riferimento e, in mancanza, secondo il valore nominale o di rimborso. Dall'imposta si deduce, per evitare fenomeni di doppia imposizione, un credito d'imposta, fino a concorrenza del suo ammontare, pari al valore dell'eventuale imposta patrimoniale versata nello Stato in cui sono detenute le predette attività finanziarie. Per quanto concerne i versamenti, la liquidazione, l'accertamento e la riscossione, le sanzioni, i rimborsi e il contenzioso la normativa rimanda alla disciplina in materia di IRPEF.

La legge di stabilità per il 2013 (**L. n. 228 del 2012**, articolo 1, commi 518-519) ha previsto il **differimento** dell'istituzione dell'IVAFE dal 2011 **al 2012**; i **versamenti già effettuati** per l'anno 2011 **si considerano eseguiti in acconto** per l'anno 2012.

La tassazione dei fondi comuni

Il **decreto legge n. 225 del 2010** (milleproroghe) ha modificato, con decorrenza 1° luglio 2011, la **disciplina fiscale dei fondi di investimento mobiliare** con sede in Italia, ivi compresi i fondi lussemburghesi storici, al fine di uniformare il regime fiscale a quello dei

fondi esteri armonizzati. In particolare, è stato introdotto il principio della **tassazione sul realizzato** in capo all'investitore in luogo della tassazione del maturato in capo al fondo. Per i soggetti che alla data del 30 giugno 2011 siano in possesso di quote di partecipazione al fondo è prevista una specifica disciplina transitoria. A decorrere da luglio 2011 all'investitore viene trattenuta, al momento del realizzo, una ritenuta in misura pari al 12,50%; la ritenuta è a titolo definitivo se operata nei confronti delle persone fisiche non imprenditori mentre è a titolo di acconto per gli imprenditori individuali e per le società di persone e soggetti equiparati. La ritenuta non si applica nel regime del risparmio gestito (gestioni individuali di patrimoni mobiliari e fondi pensione) e agli OICR con sede in Italia, ivi compresi i fondi di investimento immobiliare.

Project bond, cambiali finanziarie e obbligazioni emesse da PMI

Il decreto-legge "sviluppo" (**D.L. 83 del 2012**) ed il decreto "sviluppo-bis" (**D.L. n. 179 del 2012**) hanno introdotto disposizioni volte a consentire anche alle **società non quotate** di accedere alla raccolta del **capitale di debito**, soprattutto a causa della crisi economica che ha ridotto la capacità di fornire prestiti da parte delle banche. Con la riforma delle disposizioni civilistiche e fiscali relative alle **cambiali finanziarie** e ai **titoli obbligazionari**, dunque, anche alle società italiane non quotate è ora permesso ricorrere all'emissione di strumenti di debito destinati ai mercati domestici ed internazionali. E' stato inoltre disciplinato il **regime fiscale** applicabile alle emissioni **obbligazionarie effettuate** nei **tre anni** successivi al 26 giugno 2012 emesse dalle **società di progetto** per finanziare gli **investimenti in infrastrutture** o nei servizi di pubblica utilità (**project bond**). Viene a tal fine introdotto un **regime fiscale agevolato** per gli **interessi** derivanti dai predetti titoli, consistente nell'assimilazione ai titoli di Stato e, dunque, a tassazione sostitutiva con **aliquota al 12,5%**. Le disposizioni in esame precisano poi i limiti di **deducibilità degli interessi passivi** per i *project bond*; introducono un regime agevolato, ai fini delle imposte di registro e ipocatastali, per le garanzie (e le operazioni ad esse correlate) rilasciate in relazione all'emissione di *project bond*. L'emissione di detti titoli viene infine consentita anche alle società già operative, per coprire debiti contratti precedentemente sulle infrastrutture esistenti.

L'Agenzia delle entrate con la **circolare n. 4/E** del 6 marzo 2013 ha indicato il regime fiscale e le modalità applicative delle disposizioni introdotte dal **D.L. n. 83/2012** e dal **D.L. n. 179/2012** riguardo ai **nuovi strumenti di finanziamento per le PMI**: cambiali finanziarie, titoli obbligazionari e project bond. **L'imposta sostitutiva nella misura del 20%** si applica anche agli interessi e altri proventi derivanti dalle cambiali finanziarie, obbligazioni e titoli simili emessi da banche e da società per azioni con azioni negoziate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione, nonché alle cambiali finanziarie, obbligazioni e titoli simili negoziate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione emesse dalle altre società. Nella circolare sono forniti chiarimenti anche riguardo alla documentazione e agli adempimenti richiesti ai fini della **deducibilità degli interessi passivi** da parte della società emittente: agli interessi corrisposti sulle cambiali finanziarie e sulle obbligazioni e titoli simili, negoziati in mercati regolamentati, emesse da società con azioni non quotate, si applicano i limiti di indeducibilità di cui all'articolo 96 del TUIR; in altre parole, viene estesa l'area degli oneri finanziari che sfuggono alla regola che ne subordina la deducibilità per l'emittente a un determinato livello del tasso di rendimento effettivo, calcolato al momento dell'emissione. Si segnala, infine, che le cambiali finanziarie dematerializzate sono **esenti dall'imposta di bollo**.

L'IVA sulla gestione individuale dei portafogli

A partire dal 1° gennaio 2013, la legge di stabilità 2013 (commi 520-521) ha **assoggettato a IVA** secondo l'aliquota ordinaria (attualmente al 21 per cento) l'attività di **gestione individuale di portafogli titoli**, disponendo che sui relativi corrispettivi si debba applicare l'imposta analogamente a quanto previsto dalle norme vigenti per i servizi di custodia e amministrazione dei titoli. Al fine di consentire la detrazione dell'Iva sui costi relativi ai servizi di gestione individuale di portafogli, le norme in commento consentono di **optare** per l'applicazione separata dell'Iva per i soggetti che svolgono sia il servizio di gestione individuale di portafogli, ovvero prestazioni di mandato, mediazione o intermediazione relative al predetto servizio, sia attività esenti da Iva.

Approfondimenti

- Il rimpatrio di attività finanziarie e patrimoniali
- Imposta sulle transazioni finanziarie (Tobin tax)
- La tassazione dei redditi di capitale e dei redditi diversi di natura finanziaria
- La tassazione sulle transazioni finanziarie in altri paesi europei

Dossier pubblicati

- Le leggi: D.L. 13 agosto 2011, n. 138 'Ulteriori misure urgenti per la stabilizzazione finanziaria e per lo sviluppo. Delega al Governo per la riorganizzazione della distribuzione sul territorio degli uffici giudiziari', convertito in legge, con modificazioni, dalla legge 14 settembre 2011, n. 148 Schede di lettura (30/09/2011)
- Disposizioni urgenti per la crescita, l'equità e il consolidamento dei conti pubblici - D.L. 201/2011 ' A.C. 4829-A - Schede di lettura (articoli 1-24) - Tomo I (14/12/2011)
- Legge di stabilità 2013 - Legge 24 dicembre 2012, n. 228 - Schede di lettura - (Articolo 1, commi 301-561) (31/01/2013)

Documenti e risorse web

- Circolare n. 4/E dell'Agenzia delle entrate

Approfondimento: Il rimpatrio di attività finanziarie e patrimoniali

La disciplina sullo **scudo fiscale** è stata introdotta dall'**articolo 13-bis del decreto-legge n. 78 del 2009**, convertito, con modificazioni, dalla **legge n. 102 del 2009** ed è stata modificata sia dal **decreto-legge n. 103 del 2009**, convertito, con modificazioni, dalla **legge n. 141 del 2009** sia dal **decreto-legge n. 194 del 2009** (c.d. "milleproroghe"). Ulteriori disposizioni in materia di tassazione delle attività "scudate" sono state introdotte con il **D.L. 201 del 2011** e con il **D.L. 16 del 2012**.

Le norme recano disposizioni in materia di "**rimpatrio**" ovvero "**regolarizzazione**" delle **attività finanziarie e patrimoniali detenute all'estero** in violazione degli obblighi valutari e tributari sanciti dal **decreto legge n. 167 del 1990**^[1], convertito dalla **legge n. 227 del 1990**.

La disciplina (c.d. scudo-*ter*) ha consentito la **regolarizzazione o il rimpatrio** delle attività **detenute** all'estero in una data non successiva al **31 dicembre 2008**. L'operazione, da effettuarsi nel periodo compreso **tra il 15 settembre 2009 e il 15 aprile 2010**^[2], è stata resa perfezionabile con il pagamento dell'**imposta straordinaria sulle attività finanziarie e patrimoniali** istituita dal sopra richiamato articolo 13-bis. Poichè il termine finale, fissato al 15 dicembre 2009 dalla legge di conversione del DL 78/09, è stato modificato dal DL 194/2009 (entrato in vigore il 30 dicembre 2009), le operazioni di emersione effettuate nel periodo compreso tra il 16 e il 29 dicembre 2009 non sono state considerate ammissibili. Il DL n. 194/2009 ha introdotto un incremento della misura dell'imposta dovuta da applicare alle operazioni di emersione effettuate successivamente al 15 dicembre 2009.

In merito alla disciplina generale e agli effetti prodotti i **commi 4 e 5 dell'articolo 13-bis** rinviano:

- agli articoli 11, 13, 14, 15, 16, 17, 19 commi 2 e 2-*bis*, 20 comma 3 del **decreto legge n. 350 del 2001**, recante una precedente disciplina in materia di "scudo fiscale" che ha disposto la possibilità di regolarizzare le attività estere detenute almeno al 1° agosto 2001, nonché al **decreto-legge n. 12 del 2002** il quale, agli articoli 1 e 2, reca modifiche ed integrazioni alla disciplina contenuta nel **D.L. n. 350[3]**;
- all'**articolo 8, comma 6, lettera c), della legge n. 289 del 2002** (finanziaria 2003). Il richiamato articolo 8, recante "*Integrazione degli imponibili per gli anni pregressi*", nell'introdurre la facoltà per i contribuenti di aderire alla definizione agevolata, individua nella lettera c) del comma 8 gli effetti penali conseguenti alla medesima regolarizzazione fiscale.

Nell'illustrare la disciplina in commento si tiene conto anche dei chiarimenti forniti nelle numerose circolari emanate dell'Agenzia delle entrate ed in particolare della circolare n. 43/E dell'Agenzia delle entrate, emanata il 10 ottobre 2009.

Ambito soggettivo

La norma non ha individuato espressamente l'**ambito soggettivo** di applicazione. Tuttavia, in virtù dei rinvii al **decreto-legge n. 167 del 1990** e all'**articolo 11 del decreto-legge n. 350 del 2001** nonché dei chiarimenti forniti con la richiamata circolare n. 43/E emanata dall'Agenzia delle entrate, la disciplina è stata ritenuta applicabile nei confronti dei seguenti soggetti **residenti** nel territorio dello Stato: **persone fisiche** (anche titolari di reddito d'impresa o di lavoro autonomo), **enti non commerciali, società semplici e associazioni equiparate** ai sensi dell'**articolo 5 del D.P.R. n. 917/1986** (TUIR).

La circolare n. 43 dell'Agenzia delle entrate, in merito al requisito della residenza, ha rinvio

alla nozione contenuta nell'articolo 2, comma 2 del TUIR e a quanto indicato nel comma 2-*bis* del medesimo articolo 2 ai sensi del quale **sono considerati residenti**, e pertanto rientrano nell'ambito soggettivo anche **i cittadini italiani cancellati dalle anagrafi** della popolazione residente **e trasferiti** in Stati aventi un regime fiscale privilegiato (cosiddetti **paradisi fiscali**). La stessa circolare, inoltre, ha precisato che il requisito della residenza deve sussistere per il periodo d'imposta in corso alla data di presentazione della dichiarazione riservata (2009), e non necessariamente nei periodi d'imposta precedenti. In particolare, è stato affermato che "si deve ritenere che possano essere **inclusi** nel novero dei **soggetti** interessati tutti coloro **che, pur non risultando residenti** nel territorio dello Stato **alla data di presentazione della dichiarazione riservata**, vengano ad **acquisire successivamente** a tale data detto requisito".

Il comma 7-*bis* dell'articolo 13-*bis* **ha incluso** nel campo di applicazione le **imprese estere** di cui agli articoli 167 e 168 del **D.P.R. n. 917 del 1986** (TUIR), ovvero le imprese **situate** nei paesi a fiscalità vantaggiosa (c.d. **paradisi fiscali**) le cui **partecipazioni di controllo o di collegamento sono detenute da soggetti residenti** in Italia ai quali, ai sensi dei richiamati articoli 167 e 168, viene imputato per trasparenza il reddito della partecipata in proporzione alla quota detenuta.

La circolare dell'Agenzia delle entrate ha evidenziato che la "finalità del provvedimento è quella di consentire l'emersione di attività comunque riferibili al contribuente (...) è ammessa (...) anche nel caso in cui le predette attività siano intestate a **società fiduciarie o siano possedute** dal contribuente per il tramite di **interposta persona**". Sul punto la circolare ha fornito chiarimenti ed esemplificazioni con particolare riferimento alle attività detenute all'estero tramite il **trust**, ivi compresi quelli "esterovestiti"; l'Agenzia ha precisato, in linea generale, che essi rientrano nell'ambito soggettivo qualora le attività facenti parte del patrimonio del **trust** continuano ad essere, di fatto, a disposizione del **settlor** oppure rientrano nella disponibilità dei beneficiari.

Non sono stati inclusi nell'ambito soggettivo:

- **gli enti commerciali**, le società, siano essi **società di persone o società di capitali**, ad eccezione delle società semplici;
- coloro che **hanno osservato le disposizioni sul monitoraggio fiscale** e che hanno violato unicamente gli obblighi di dichiarazione annuale dei redditi di fonte estera (quadro RW nel modello UNICO). Sul punto, con particolare riferimento agli investimenti di natura non finanziaria, la circolare fornisce chiarimenti meglio illustrati nel paragrafo concernente l'ambito oggettivo;
- i soggetti, come precisato nella circolare, "residenti nel comune di **Campione d'Italia** in relazione alle disponibilità detenute presso istituti elvetici in base alle disposizioni valutarie specificamente riferite al predetto territorio. Tale **esclusione è limitata** alle disponibilità derivanti da redditi di lavoro, da trattamenti pensionistici, nonché da altre attività lavorative svolte direttamente in Svizzera da soggetti residenti nel suddetto Comune".

Non sono stati, in ogni caso, ammessi allo scudo fiscale i soggetti nei confronti dei quali, alla data di presentazione della dichiarazione riservata, fosse già stato **notificato l'avvio di attività di controllo**. In base a quanto affermato dalla circolare, infatti, "le operazioni di emersione non producono gli effetti previsti qualora, alla data di presentazione della dichiarazione riservata, la violazione sia stata già constatata ovvero siano iniziati accessi, ispezioni e verifiche o altre attività di accertamento tributario e contributivo nei confronti del contribuente ovvero siano stati emanati nei confronti del medesimo avvisi di accertamento o di rettifica o atti di contestazione di violazioni tributarie, compresi i predetti inviti, questionari e richieste. Al riguardo, affinché vi sia un effetto preclusivo alla regolarizzazione, gli atti menzionati devono essere stati portati formalmente a conoscenza del contribuente. Per

formale conoscenza si intende la notifica degli stessi". In caso di avvio di attività di controllo nei confronti di una società di persone o di una associazione, l'accesso allo scudo fiscale è stato precluso anche in capo ai soci o associati per i redditi della società o associazione a lui imputabili.

L'Agenzia delle entrate ha fornito, con la circolare n. 48/E del 17 novembre 2009, ulteriori chiarimenti con particolare riferimento ai **soggetti** residenti in Italia che **prestano la propria attività all'estero**. L'Agenzia ha precisato che, mentre i dipendenti pubblici in servizio all'estero per la maggior parte del periodo d'imposta non sono soggetti agli obblighi sul monitoraggio fiscale in quanto non aventi il requisito della residenza, i **lavoratori frontalieri e i dipendenti di imprese multinazionali** che lavorano all'estero e che risultano titolari di depositi e/o conti correnti esteri di ammontare superiore a 10.000 euro, sono invece tenuti ad adempiere agli obblighi in materia di monitoraggio fiscale. Tali ultimi soggetti, evidenzia la circolare, "possono regolarizzare la propria posizione fiscale con riferimento agli anni pregressi, presentando la dichiarazione dei redditi integrativa relativamente al periodo d'imposta 2008"; ciò in quanto si tiene conto della "carezza, nei casi in esame, della volontà di porre in essere comportamenti illeciti (è sintomatica, al riguardo, la circostanza che si tratta di disponibilità detenute all'estero derivanti da redditi di lavoro dipendente e assimilato generalmente assoggettati a tassazione alla fonte a cura del datore di lavoro)". Sul punto è intervenuto, da ultimo, l'**articolo 2, comma 7, del decreto-legge n. 194 del 30 dicembre 2009** ("milleproroghe") ai sensi del quale i lavoratori dipendenti e i pensionati che hanno ommesso la presentazione del modello RW della dichiarazione dei redditi per il 2008 hanno avuto la possibilità di regolarizzare la posizione entro il 30 aprile 2010 con applicazione delle sanzioni minime (ravvedimento operoso); la relazione illustrativa allegata al DL n. 194 chiariv in merito che tale disposizione era volta a regolarizzare l'intera posizione fiscale anche con riferimento agli anni pregressi secondo le modalità illustrate nella circolare dell'Agenzia delle entrate n. 48/E del 17 novembre 2009".

Modalità

Sono state previste due modalità diverse da applicare in funzione dello Stato estero nel quale si trovavano le attività interessate dalla disciplina dello "scudo":

- per le attività ubicate in **paesi non appartenenti all'Unione europea, ad eccezione di quelli indicati nel punto successivo**, la procedura è stata subordinata al cosiddetto **rimpatrio dei capitali**, ovvero al rientro in Italia del denaro e delle attività.

La circolare dell'Agenzia delle entrate ha chiarito che, oltre al trasferimento fisico delle attività, è stato possibile anche il c.d. **rimpatrio giuridico**. Esso si considera eseguito, nel caso di rimpatrio di **denaro o di attività finanziarie**, nel momento in cui l'intermediario assume formalmente in custodia, deposito, amministrazione o gestione le attività anche senza procedere al materiale trasferimento delle stesse; il rimpatrio giuridico delle **attività patrimoniali**, invece, consiste nel conferimento delle attività stesse in una società costituita nello stesso Paese in cui le attività conferite erano detenute alla data del 5 agosto 2009 e nel conseguente rimpatrio delle partecipazioni nella società.

Inoltre, sempre in base ai chiarimenti forniti dalla circolare, è stata chiarita la possibilità che le attività rimpatriate fossero qualitativamente diverse da quelle indicate nella dichiarazione riservata come, ad esempio, nell'ipotesi in cui le attività detenute fossero rappresentate da titoli successivamente ceduti.

- per attività insistenti in **paesi dell'Unione europea ovvero in paesi aderenti allo Spazio economico europeo (SEE)**^[4] che garantiscono un effettivo scambio di informazioni fiscali in via amministrativa (sul punto si rinvia all'interpretazione, di seguito illustrata, fornita dalla circolare), ai soggetti interessati è stato permesso di scegliere di **regolarizzare**, ossia di continuare a mantenere le proprie attività all'estero, **ovvero di rimpatriare** le attività finanziarie e patrimoniali. La possibilità di effettuare il rimpatrio o la regolarizzazione è stata ammessa anche per le **imprese estere situate nei paradisi fiscali** le cui partecipazioni di controllo o di collegamento fossero detenute da soggetti residenti in Italia.

La circolare n. 43 dell'Agenzia delle entrate ha fornito un'interpretazione estensiva in merito all'applicazione della norma, affermando che la **regolarizzazione era ammessa** nel caso in cui le attività fossero detenute "in **Paesi che consentono un effettivo scambio di informazioni** in via amministrativa".

In proposito, la circolare ha ricordato "i principi generali sottoscritti nei vertici del G8" in materia di cooperazione internazionale sulla fiscalità finanziaria, nonché l'impegno assunto dagli Stati OCSE "volto ad assicurare una maggiore trasparenza bancaria su investimenti e depositi, anche per quelli detenuti nei paesi che assicurano particolari agevolazioni "i cosiddetti paradisi fiscali". Inoltre, richiamando l'articolo 56 del Trattato UE ai sensi del quale è vietata qualsiasi restrizione ai movimenti di capitale non solo tra Stati membri ma anche con paesi terzi, ha affermato che "si deve ritenere possibile la regolarizzazione delle attività detenute anche nei Paesi extra UE con i quali è in atto un effettivo scambio di informazioni secondo il recenti standard ONU/OCSE".

Pertanto, secondo quanto affermato nella circolare, la facoltà di scegliere tra **la regolarizzazione** e il rimpatrio **è stata estesa** alle attività detenute nei "**Paesi dell'OCSE che non hanno posto riserve alla possibilità di scambiare informazioni** bancarie. Si tratta, in particolare, dei seguenti Paesi: Australia, Canada, Corea del Sud, Giappone, Messico, Nuova Zelanda, Stati Uniti e Turchia".

Ai fini della **individuazione del Paese** di detenzione delle attività da regolarizzare la circolare dell'Agenzia delle entrate ha stabilito la rilevanza di "quello in cui le attività erano **detenute alla data** di entrata in vigore del decreto (**5 agosto 2009**)".

Ai sensi del comma 5 dell'articolo 13-*bis*, sono state rese applicabili alle operazioni di rimpatrio o di regolarizzazione le modalità previste dagli articoli 11, 13, 14, 15, 19 commi 2 e 2-*bis*, e 20 comma 3 del **decreto-legge n. 350/2001** nonché del **decreto legge n. 12 del 2002**.

Alla luce di tali disposizioni, le operazioni di rimpatrio e regolarizzazione sono state effettuate attraverso una **dichiarazione riservata**, da presentare ad uno dei seguenti **intermediari abilitati**:

-banche italiane;

-società di intermediazione mobiliare (SIM) di cui all'**articolo 1, comma 1, lettera e) del decreto legislativo n. 58 del 1998** (TUF);

-società di gestione del risparmio (SGR) di cui all'articolo 1, comma 1, lettera o) del TUF, limitatamente alle attività di gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi;

-società fiduciarie di cui alla **legge n. 1966 del 1939**;

- agenti di cambio iscritti nel ruolo unico previsto dall'articolo 201 del TUF;
- Poste italiane S.p.A.;
- stabili organizzazioni in Italia di banche e di imprese di investimento non residenti.

Gli intermediari hanno garantito l'**anonimato delle dichiarazioni di emersione** delle attività nei confronti dell'amministrazione finanziaria, in quanto non tenuti a verificare la congruità delle informazioni contenute nelle dichiarazioni riservate; tuttavia hanno avuto il compito di verificare la documentazione allegata alla dichiarazione, in caso di regolarizzazione delle attività.

Per l'operazione di **rimpatrio**, è stato previsto l'obbligo di deposito delle **attività presso l'intermediario** italiano entro il termine del 15 dicembre 2009; non si è consentita infatti l'operazione di emersione per le attività rimpatriate prima del 15 settembre 2009 ovvero dopo il 15 dicembre 2009. L'operazione di rimpatrio non ha comportato l'esonero per il contribuente dall'applicazione della disciplina in materia di monitoraggio di cui agli articoli 3 e seguenti del **decreto legislativo n. 195 del 2008** ai sensi della quale, in caso di trasporto di denaro contante o altre attività finanziarie di importo pari o superiore a 10.000 euro, deve essere presentata apposita dichiarazione all'Agenzia delle Dogane. In tale ipotesi, pertanto, l'intermediario dovrà ricevere, oltre alla dichiarazione riservata, anche la predetta dichiarazione di trasporto dei valori rimpatriati.

Gli **intermediari hanno assunto la qualifica di sostituto d'imposta**, trattenendo le ritenute fiscali dovute e riversandole allo Stato senza indicare il nominativo del soggetto per conto del quale la ritenuta è stata operata. Sempre in qualità di sostituto d'imposta dovranno presentare una dichiarazione complessiva (mod. 770) concernente il totale delle somme rimpatriate o regolarizzate e le relative ritenute trattenute e versate.

Ai sensi del comma 3 dell'articolo 13-*bis* gli intermediari **non sono stati tenuti agli obblighi di segnalazione di operazioni sospette in materia di antiriciclaggio** disciplinate dall'**articolo 41 del decreto legislativo n. 231 del 2007**

Ai sensi dell'**articolo 41 del D.Lgs. n. 231/1997** devono essere inviate alla Unità di Informazione Finanziaria (UIF) presso la Banca d'Italia apposite segnalazioni quando esiste il sospetto che siano in corso operazioni di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo. Il sospetto è desunto dalle caratteristiche, entità, natura dell'operazione o da qualsivoglia altra circostanza conosciuta in ragione delle funzioni esercitate, tenuto conto anche della capacità economica e dell'attività svolta dal soggetto cui è riferita, in base agli elementi a disposizione dei segnalanti, acquisiti nell'ambito dell'attività svolta ovvero a seguito del conferimento di un incarico. Le segnalazioni devono essere effettuate senza ritardo, se possibile prima di eseguire l'operazione, e comunque appena il soggetto tenuto alla segnalazione viene a conoscenza degli elementi di sospetto. Infine, le segnalazioni di operazioni sospette non costituiscono violazione degli obblighi di segretezza, del segreto professionale o di eventuali restrizioni alla comunicazione di informazioni imposte in sede contrattuale o da disposizioni legislative, regolamentari o amministrative e, se poste in essere per le finalità ivi previste e in buona fede, non comportano responsabilità di alcun tipo.

In proposito, la circolare n. 43/E dell'Agenzia dell'entrate, nel dettare le regole attuative dell'articolo 13-*bis* in esame, ne ha fornito una interpretazione in base alla quale sono stati posti specifici obblighi di segnalazione in capo agli intermediari, cui di fatto è stata attribuita una funzione ricognitiva e valutativa sulla natura delle operazioni che originano la richiesta di emersione. La circolare, infatti, ha affermato il dovere degli **intermediari** di "rispettare gli obblighi di identificazione, registrazione e segnalazione previsti dal **decreto legislativo 21**

novembre 2007, n. 231 in materia di antiriciclaggio. In particolare, gli intermediari abilitati, nonché gli altri soggetti indicati nel citato decreto legislativo, **sono tenuti all'obbligo di segnalazione delle operazioni sospette** nei casi in cui sanno, sospettano o hanno motivi ragionevoli per sospettare che le attività oggetto della procedura di emersione siano **frutto di reati diversi da quelli per i quali si determina la causa di non punibilità** di cui al comma 4 dell'articolo 13-*bis* del decreto. Al riguardo si fa presente che le operazioni di rimpatrio e di regolarizzazione non costituiscono di per sé elemento sufficiente ai fini della valutazione dei profili di sospetto per la predetta segnalazione, ferma rimanendo la valutazione degli altri elementi previsti dall'**articolo 41 del medesimo decreto legislativo n. 231 del 2007**'. I reati per i quali si verifica la non punibilità ai sensi del comma 4 sono illustrati nel paragrafo concernente gli effetti.

Ambito oggettivo

Per quanto concerne l'ambito oggettivo, la normativa sullo "scudo" è stata resa applicabile alle **attività finanziarie e patrimoniali detenute all'estero in violazione** delle disposizioni in materia di monitoraggio fiscale a partire da una data non successiva al **31 dicembre 2008**.

Sono state dunque oggetto di **rimpatrio** le somme di denaro e le altre attività finanziarie, tra le quali le azioni e gli strumenti finanziari assimilati, titoli obbligazionari, certificati di massa, quote di partecipazione ad organismi di investimento collettivo del risparmio, polizze assicurative produttive di redditi di natura finanziaria. Il rimpatrio ha riguardato anche titoli o altre attività finanziarie emesse da soggetti italiani purché detenuti all'estero a partire da una data non successiva al 31 dicembre 2008 in violazione degli obblighi tributari e valutari. La circolare dell'Agenzia delle entrate n. 43 ha chiarito che "con particolare riferimento alle opere d'arte si fa presente che restano ferme le disposizioni vigenti in materia di tutela e protezione delle medesime".

Le operazioni di **regolarizzazione** sono state estese anche agli investimenti esteri di natura non finanziaria quali, ad esempio, gli immobili, gli oggetti preziosi, le opere d'arte e gli *yacht*, purché detenuti, secondo quanto affermato dalla circolare dell'Agenzia delle entrate, "in un Paese europeo o in altro Paese che garantisce un effettivo scambio di informazioni fiscali in via amministrativa" a partire da una data non successiva al 31 dicembre 2008.

La più volte richiamata circolare n. 43/E, inoltre, ha fornito un'interpretazione estensiva rispetto all'ambito oggettivo di applicazione della disciplina in argomento. In particolare, nel ricordare le attività detenute all'estero che sono interessate dalla normativa sul monitoraggio fiscale (quali, ad es. le attività che producono reddito, le attività finanziarie di ammontare superiore a 10.000 euro, i titoli pubblici ed equiparati emessi in Italia, ecc.) ha reputato necessaria "**una revisione dell'interpretazione della disposizione recata nell'articolo 4 del decreto legge n. 167 del 1990**". In particolare, ha ritenuto la suddetta da intendersi "**da ora in poi** riferita non solo a fattispecie di effettiva produzione di redditi imponibili in Italia ma **anche ad ipotesi in cui la produzione dei predetti redditi sia soltanto astratta o potenziale**. Pertanto, a partire dalla dichiarazione dei redditi relativa al periodo d'imposta in corso, i contribuenti saranno tenuti ad indicare nel quadro RW non soltanto le attività estere di natura finanziaria ma anche gli investimenti all'estero di altra natura, indipendentemente dalla effettiva produzione di redditi imponibili in Italia. Esemplificando, quindi, dovranno essere sempre indicati anche gli immobili tenuti a disposizione, gli *yacht*, gli oggetti preziosi e le opere d'arte **anche se non produttivi di redditi**".

L'[articolo 4 del decreto legge n. 167 del 1990](#) dispone che le persone fisiche, gli enti non commerciali, e le società semplici ed equiparate residenti in Italia che al termine del periodo d'imposta detengono investimenti all'estero ovvero attività estere di natura finanziaria, attraverso cui possono essere conseguiti redditi di fonte estera imponibili in Italia, devono indicarli nella dichiarazione dei redditi. L'obbligo di dichiarazione, tuttavia, non sussiste se l'ammontare complessivo degli investimenti ed attività al termine del periodo d'imposta, ovvero l'ammontare complessivo dei movimenti effettuati nel corso dell'anno, non supera l'importo di 10 mila euro.

In linea con la predetta interpretazione, la circolare - nel ricordare, a titolo esemplificativo, che nel quadro RW vanno indicati gli immobili assoggettati ad imposte sui redditi nello Stato estero (è il caso della Spagna) mentre non devono essere indicati gli immobili tenuti a disposizione in un Paese che non ne prevede la tassazione ai fini delle imposte dirette (è il caso della Francia) e che, pertanto, l'immobile situato in Francia non potrebbe essere oggetto di emersione in quanto non è stato violato alcun obbligo dichiarativo - ha reputato che "in questa fattispecie le **violazioni degli obblighi inerenti il monitoraggio fiscale** potrebbero essersi **verificate precedentemente**, per esempio, all'atto del trasferimento all'estero delle somme utilizzate per l'acquisto dell'immobile ovvero in precedenti periodi di imposta nei quali il contribuente abbia locato l'immobile. In tali casi (...) il contribuente può comunque accedere allo scudo fiscale".

Sono inclusi nella disciplina, sempre secondo quanto indicato nella circolare, anche "gli **immobili ubicati in Italia posseduti per il tramite di un soggetto interposto residente all'estero**"; sul punto viene richiamata la risoluzione n. 134/E del 30 aprile 2002 emanata con riferimento alla disciplina dello scudo fiscale contenuta nel [decreto legge n. 350 del 2001](#).

Base imponibile

La **base imponibile** è rappresentata dal **rendimento presunto** determinato in ragione del **2 per cento annuo** per un periodo di **cinque anni**. In sostanza, quindi, l'imposta è stata applicata ad un imponibile corrispondente al 10 per cento del valore delle attività da regolarizzare.

La circolare n. 43 dell'Agenzia delle entrate ha affermato che le modalità di determinazione della base imponibile rappresentano una "**presunzione assoluta** che non tiene conto del periodo di effettiva detenzione all'estero delle attività che si intende rimpatriare o regolarizzare né del reale rendimento conseguito".

Importanti chiarimenti sono stati forniti dalla circolare dell'Agenzia delle entrate in merito alla **valutazione delle attività** da rimpatriare o regolarizzare. Infatti, mentre nei casi di emersione di somme di denaro o di attività espresse in valuta il corrispondente valore è determinato applicando il tasso di cambio appositamente individuato, per tutti gli altri beni è stata ritenuta necessaria l'applicazione di appositi **criteri per la determinazione del valore dell'attività detenuta all'estero**.

In proposito la circolare ha affermato:

- che per le attività finanziarie, "il contribuente non è tenuto ad adottare criteri specifici di valorizzazione, fermo restando che gli effetti (...) sono limitati agli importi indicati nelle dichiarazioni riservate";
- per le attività diverse da quelle finanziarie, che "è necessario che il valore del bene da

indicare nella dichiarazione riservata sia quello compreso tra il costo di acquisto documentato e quello risultante da un'apposita perizia di stima". Tuttavia, chiarisce ancora la circolare, "in mancanza della documentazione attestante il costo di acquisto, al fine di rendere attendibile il valore delle predette attività, si ritiene necessario che esso sia comprovato da un'apposita perizia di stima che deve essere conservata a cura del contribuente ma non obbligatoriamente allegata alla dichiarazione riservata".

Imposta

Ai fini del rimpatrio o della regolarizzazione è stata introdotta una **imposta straordinaria sulle attività finanziarie e patrimoniali** consistente in una **aliquota sintetica** comprensiva di sanzioni ed interessi, da applicare al **rendimento presunto** delle attività detenute all'estero. La misura dell'aliquota è stata del **50 per cento** per le operazioni effettuate entro il 15 dicembre 2009, al **60%** per le operazioni effettuate entro il 28 febbraio 2010 e al **70%** per le operazioni effettuate entro il 15 aprile 2010. In ogni caso, è stata esclusa la possibilità di scomputare dal pagamento dell'imposta dovute eventuali ritenute o crediti vantati dal contribuente.

La circolare n. 43/E dell'Agenzia delle entrate ha chiarito, inoltre, che "in tutte le ipotesi di materiale rimpatrio delle attività patrimoniali vanno assolti gli obblighi in materia di IVA e diritti doganali eventualmente esistenti".

Periodo e perfezionamento

I termini per la dichiarazione riservata sono stati compresi **tra il 15 settembre 2009 e il 15 aprile 2010**. Il termine finale, fissato al 15 dicembre 2009 dal **decreto legge n. 109/2009**, è stato modificato dal DL 194/2009 che lo ha fissato al 15 aprile 2010; tenuto conto che il DL 194/09 è entrato in vigore il 30 dicembre 2009 le operazioni di emersione effettuate nel periodo compreso fra il 16 dicembre 2009 e il 29 dicembre 2009, come precisato anche dall'Agenzia delle entrate, non sono state considerate ammissibili. Un analogo arco temporale è stato fissato per il pagamento dell'imposta da parte del contribuente all'intermediario.

Secondo quanto indicato nella circolare n.43/E - emanata prima della proroga del termine finale - "qualora alla data del 15 dicembre 2009 le operazioni di emersione non siano ancora concluse per cause oggettive non dipendenti dalla volontà dell'interessato, gli effetti derivanti dalla dichiarazione riservata si producono in ogni caso a condizione che le medesime operazioni siano perfezionate entro una data ragionevolmente ravvicinata al termine previsto dalla norma. In ogni caso l'imposta straordinaria deve essere corrisposta entro e non oltre il 15 dicembre 2009".

Con successive circolari sono state individuate ipotesi relativamente alle quali, per cause oggettive non dipendenti dalla volontà dell'interessato, non è stato possibile presentare la dichiarazione entro il termine fissato al 15 dicembre 2009 (in quanto alcune operazioni hanno richiesto tempi maggiori per poter giungere a conclusione). Pertanto, fermo restando l'obbligo di effettuare il versamento entro il 15 dicembre 2009, le circolari n. 49/E e 50/E hanno indicato le ipotesi di possibile differimento fino al 31 dicembre 2010 del termine per concludere le operazioni necessarie; la circolare n. 52/E ha disciplinato specificatamente le attività detenute nella Repubblica di San Marino, per le quali il differimento del termine di

presentazione della dichiarazione è stato prorogato al 30 giugno 2010.

Effetti

Le norme in commento hanno fissato la decorrenza degli effetti del rimpatrio o della regolarizzazione dal momento dell'effettivo pagamento dell'imposta straordinaria sulle attività finanziarie e patrimoniali.

L'operazione di emersione ha comportato effetti estintivi relativamente agli importi dichiarati e relative sanzioni, con riferimento ai periodi d'imposta per i quali non fossero ancora scaduti i termini per l'accertamento. E' stata pertanto **preclusa l'attività di accertamento tributario e contributivo limitatamente ai periodi d'imposta e agli imponibili** oggetto di rimpatrio o regolarizzazione.

La circolare dell'Agenzia delle entrate ha chiarito l'operatività della **preclusione** anche:

- nei confronti dei **soggetti solidalmente obbligati** con il dichiarante quali, ad esempio, gli eredi e i donatari;

-con riferimento a **tributi diversi dalle imposte sui redditi**, sempreché si trattasse di accertamenti relativi ad imponibili riferibili alle attività oggetto di emersione. Per le operazioni di regolarizzazione o rimpatrio effettuate dalle **imprese estere operanti nei paradisi fiscali**, il comma 7-bis ha disposto che ai redditi conseguiti dal soggetto estero partecipato nei periodi d'imposta chiusi alla data del 31 dicembre 2008 e imputabili al soggetto residente in Italia, non si applicassero le disposizioni contenute negli articoli 167 e 168 del **D.P.R. n. 917/1986** (TUIR).

In virtù dei rinvii contenuti nel **comma 4 dell'articolo 13-bis** agli articoli 14, 15 e 17 del **D.L. 350/2001** nonché all'**articolo 8, comma 6, lettera c) della legge n. 289/2002** (finanziaria 2003) l'emersione ha comportato altre **effetti estintivi di reati** tra i quali la omessa o infedele dichiarazione e il falso in bilancio.

Più dettagliatamente è stata prevista l'estinzione di:

- **infedele o omessa dichiarazione dei redditi**;

- dichiarazione fraudolenta, ai fini delle imposte sui redditi e dell'IVA, mediante utilizzo di fatture o altri documenti per **operazioni inesistenti**;

- dichiarazione fraudolenta, ai fini delle imposte sui redditi e dell'IVA, mediante l'utilizzo di **artifici contabili** diversi da quelli previsti nell'**articolo 2 del D.Lgs. n. 74/2000** quali, ad esempio, la falsa rappresentazione delle scritture contabili obbligatorie;

- **occultamento o distruzione di documenti** finalizzata all'evasione delle imposte sui redditi o dell'IVA, ovvero a consentire l'evasione a terzi, in modo da non consentire la ricostruzione dei redditi o del volume d'affari;

- **false comunicazioni sociali** disciplinato dagli articoli 2621 e 2622 del Codice civile;

Ai sensi della lettera c) del comma 6 dell'articolo 8 cui il comma 4 rinvia, l'esclusione della punibilità ha operato nel caso in cui tali reati fossero stati commessi per eseguire od occultare i predetti reati tributari, ovvero per conseguirne il profitto e siano riferiti alla stessa

pendenza o situazione tributaria; in base alla medesima disposizione, gli indicati effetti penali non sono stati applicabili "in caso di esercizio dell'azione penale della quale il contribuente ha avuto formale conoscenza entro la data di presentazione della dichiarazione integrativa".

L'**articolo 13-bis del D.L. n. 78/2009** ha previsto che **i dati e le notizie** comunicati dal contribuente agli intermediari per l'operazione di rimpatrio o di regolarizzazione **non potessero costituire elemento utilizzabile a sfavore del contribuente**, in via autonoma o addizionale, in ogni sede amministrativa o giudiziaria (civile, amministrativa e tributaria).

La circolare ha chiarito che la predetta inutilizzabilità non ha operato per i **procedimenti in corso al 4 ottobre 2009** (data di entrata in vigore della legge di conversione del **decreto legge n. 103/2009**).

Sanzioni

Il comma 7 dell'articolo 13-bis, modificando i commi 4 e 5 dell'**articolo 5 del D.L. n. 167/1990**, ha raddoppiato la **la misura** minima e massima applicabile delle sanzioni. In particolare, in caso di omessa indicazione nella dichiarazione dei redditi delle attività detenute all'estero nonché dei trasferimenti di valore da e per l'estero la sanzione è stata elevata ad un ammontare compreso tra il 10% e il 50% dell'importo non dichiarato.

Si segnala, inoltre, che il DL n. 194/2009 è intervenuto sui termini di prescrizione validi ai fini dell'accertamento delle dichiarazioni dei redditi e IVA relative a soggetti che operano nei paradisi fiscali. In particolare, è stato raddoppiato il numero degli anni nei quali l'Amministrazione può effettuare verifiche fiscali ed irrogare sanzioni nei confronti dei richiamati contribuenti.

Disposizioni finanziarie

Il comma 8 dell'articolo 13-bis ha destinato le **entrate** derivanti dalla disciplina in esame, non quantificate nel provvedimento, dovranno affluire ad un'apposita contabilità speciale per essere **destinate all'attuazione della manovra di bilancio per l'anno 2010 e seguenti**, ai sensi dell'**articolo 16, comma 3, del medesimo decreto-legge n. 78 del 2009**.

L'imposta di bollo sui capitali "scudati"

L'articolo 19, commi da 6 a 12 del **D.L. 201 del 2011** ha introdotto **un'imposta speciale annuale** del 4 per mille sulle attività finanziarie oggetto di emersione a seguito delle disposizioni di cui agli articoli 12 e 15 del **decreto legge n. 350 del 2001** e all'**articolo 13-bis del decreto legge n. 78 del 2009** (c.d. "scudo fiscale"). Per gli anni 2012 e 2013 l'aliquota, è stabilita, rispettivamente, nella misura del 10 e del 13,5 per mille.

Essa colpisce le **sole attività finanziarie** emerse, non dunque quelle **patrimoniali**. Gli **intermediari assumono la qualifica di sostituto d'imposta**, trattenendo le ritenute fiscali dovute e riversandole allo Stato senza indicare il nominativo del soggetto per conto del quale la ritenuta è stata operata. Sempre in qualità di sostituto d'imposta presentano una dichiarazione complessiva (mod. 770) concernente il totale delle somme rimpatriate o regolarizzate e le relative ritenute trattenute e versate. Nel caso in cui, nel corso del periodo d'imposta, venga meno in tutto o in parte la segretezza,

l'imposta è dovuta sul valore delle attività finanziarie in ragione del periodo in cui il conto o rapporto ha fruito della segretazione.

E' consentito lo **scomputo** dall'imposta speciale dovuta sulle attività finanziarie rimpatriate dell'imposta di bollo corrisposta per il deposito titoli, nonché quella riferita alle medesime attività nel 2011, nel caso in cui l'attività rimpatriata sia costituita da denaro.

Il versamento, con riferimento al valore delle attività ancora segretate al 31 dicembre dell'anno precedente, avviene - **entro il 16 luglio di ciascun anno** - per il tramite degli **intermediari** finanziari, che provvedono a trattenere l'imposta del soggetto che ha effettuato l'emersione o ricevono provvista dallo stesso contribuente. Nel caso in cui, nel corso del periodo d'imposta, venga meno in tutto o in parte la segretazione, l'imposta è dovuta sul valore delle attività finanziarie in ragione del periodo in cui il conto o rapporto ha fruito della segretazione.

Gli intermediari segnalano all'Agenzia delle Entrate i contribuenti nei confronti dei quali non è stata applicata e versata l'imposta. Nei confronti dei contribuenti l'imposta è riscossa mediante iscrizione a ruolo. Per l'omesso versamento si applica una sanzione pari all'importo non versato, mentre per l'accertamento e la riscossione dell'imposta, nonché per il relativo **contenzioso** si applicano le **disposizioni in materia di imposte sui redditi**.

Per le attività finanziarie oggetto di emersione che, a partire dal 1° gennaio 2011 e fino alla data del 6 dicembre 2011, sono state in tutto o in parte prelevate dal rapporto di deposito, amministrazione o gestione acceso per effetto della procedura di emersione ovvero comunque dismesse, è dovuta, per il solo anno **2012**, un'**imposta straordinaria pari al 10 per mille**. L'intermediario presso il quale il prelievo è stato effettuato provvede a trattenere l'imposta dai conti comunque riconducibili al soggetto che ha effettuato l'emersione o riceve provvista dallo stesso contribuente, anche in caso di estinzione del rapporto acceso per effetto della procedura di emersione.

Approfondimento: Imposta sulle transazioni finanziarie (Tobin tax)

La legge di stabilità 2013 (articolo 1, commi 491-500) ha introdotto un'**imposta sulle transazioni finanziarie** applicabile al trasferimento della proprietà di **azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi** nonché di **derivati** di tali strumenti.

In primo luogo, si prevede che a **decorrere dal 1° marzo 2013**, il **trasferimento** della proprietà di:

- **azioni e altri strumenti finanziari partecipativi** (i quali non siano utili a conferire diritti di voto nell'assemblea generale degli azionisti, ai sensi dell'articolo 2346 del codice civile) emessi da società residenti nel territorio italiano;
- **titoli rappresentativi dei predetti strumenti**, indipendentemente dalla residenza del soggetto emittente (al fine di **minimizzare gli incentivi alla delocalizzazione** dell'industria finanziaria);
- **azioni a seguito della conversione di obbligazioni**;

è assoggettato ad un'**imposta sulle transazioni finanziarie** con l'aliquota dello **0,2 per cento** sul valore della transazione. Per il solo anno **2013** l'imposta è fissata nella misura dello **0,22 per cento**.

Per quanto concerne la **base imponibile**, rappresentata dal valore della transazione, si stabilisce che il tributo si applichi sulla **posizione netta** dovuta al regolamento giornaliero delle operazioni (come già avviene in Francia), in maniera tale da ridurre l'impatto negativo sugli scambi e sulla liquidità.

Viene invece **ridotta alla metà**, ovvero allo **0,10 per cento (0,12 per il 2013)**, l'imposta sui trasferimenti che avvengono in mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione. Si ricorda che per **mercati regolamentati** e **sistemi multilaterali di negoziazione** la disposizione intende i mercati degli Stati membri dell'Unione europea e degli Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo, che consentono un adeguato scambio di informazioni.

La differenziazione delle aliquote in funzione del grado di regolamentazione del mercato in cui avviene lo scambio è volta a canalizzare le operazioni da mercati *over the counter* verso forme di mercato più trasparenti, integre e sicure, in tal modo migliorando il contenuto informativo dei prezzi e l'efficienza allocativa delle risorse.

Sono **escluse** dall'imposta:

- il trasferimento di proprietà per **successione o donazione**;
- le **operazioni di emissione e di annullamento** dei titoli azionari e dei predetti strumenti finanziari;
- le **operazioni di conversione in azioni di nuova emissione**;
- le **operazioni di acquisizione temporanea di titoli a fini di finanziamento**, consistenti in concessione o assunzione in prestito di azioni o di altri strumenti finanziari, ovvero vendita con patto di riacquisto o acquisto con patto di rivendita, o anche operazioni *buy-sell back* o *sell-buy back*.

Sono altresì **esclusi** i trasferimenti di proprietà di azioni negoziate in mercati regolamentari o sistemi multilaterali di negoziazione emesse da **società** la cui capitalizzazione media nel mese di novembre, dell'anno precedente a quello in cui avviene il trasferimento di proprietà, sia **inferiore a 500 milioni di euro**. Tale misura è volta ad evitare di penalizzare i titoli meno liquidi e le PMI.

Con il **D.M. 21 febbraio 2013** sono state previste le norme attuative dell'imposta sulle transazioni finanziarie. Al decreto ministeriale, in particolare, è allegato l'elenco degli emittenti italiani con capitalizzazione attualmente inferiore alla predetta soglia di 500 milioni di euro. Resta escluso dall'applicazione il trasferimento della proprietà di azioni o quote di organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR), ivi incluse le azioni di società di investimento a capitale variabile. Responsabili del versamento della Tobin tax sono le banche, le società fiduciarie e le imprese di investimento che intervengono nell'esecuzione delle operazioni, ovvero i notai. Quando, però, intervengono nell'esecuzione dell'operazione soggetti localizzati in Stati o territori con i quali non sono in vigore accordi per lo scambio di informazioni e per l'assistenza al recupero dei crediti ai fini dell'imposta, tali soggetti sono considerati a tutti gli effetti acquirenti o controparti finali dell'ordine di esecuzione. L'**Agenzia delle Entrate**, ai sensi dell'articolo 19, comma 4, del decreto 21 febbraio 2013 ha individuato, con **provvedimento direttoriale del 1° marzo 2013**, le nazioni con le quali non sono in vigore accordi per lo scambio di informazioni e per l'assistenza al recupero crediti in materia di transazioni finanziarie.

A decorrere dal **1° luglio 2013**, inoltre, sono soggette ad imposta in misura fissa - determinata con riferimento alla tipologia di strumento e al valore del contratto (secondo la tabella 3 allegata alla legge di stabilità) - le **operazioni su strumenti finanziari derivati e le operazioni sui valori mobiliari**, con un **prelievo massimo di 200 euro**.

Tra i primi la norma include quelle che abbiano come sottostante azioni o altri titoli partecipativi, o quelli il cui valore dipenda da uno o più dei medesimi strumenti finanziari; tra i secondi, quelli che permettano di acquisire o vendere tali strumenti finanziari o quelli che comportino un loro regolamento in contanti, inclusi *warrants*, *covered warrants* e *certificates*.

L'imposta è dovuta **indipendentemente dal luogo di conclusione** della transazione e dallo Stato di residenza delle parti contraenti. Nel caso in cui le operazioni prevedano come modalità di regolamento la consegna del sottostante, ovvero delle azioni o degli altri strumenti finanziari partecipativi, il trasferimento della proprietà sarà soggetto alla maggiore imposta prevista per tali tipologie.

Per le operazioni che avvengono in **mercati regolamentati** o sistemi multilaterali di negoziazione, la medesima **imposta è ridotta a un quinto**, e può essere determinata con riferimento al valore di un contratto standard (lotto), tenendo conto del valore medio di quest'ultimo nel trimestre precedente.

Per quanto concerne la **procedura di versamento delle imposte**, nel caso di **trasferimenti di azioni e altri titoli partecipativi**, queste sono dovute dal soggetto a favore del quale avviene il trasferimento; nel caso di operazioni relative a **strumenti finanziari derivati** l'imposta è dovuta nella misura ivi stabilita da ciascuna delle controparti.

Il soggetto passivo è però diverso dal soggetto tenuto al versamento, in quanto il tributo viene **versato dalle banche**, dalle **società fiduciarie** e dalle **imprese di investimento** abilitate all'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi e delle attività di investimento, nonché dagli altri soggetti che comunque intervengono nell'esecuzione delle predette operazioni, ivi compresi gli intermediari non residenti, che possono nominare un rappresentante fiscale. Qualora nell'esecuzione dell'operazione intervengano più soggetti, l'imposta è versata da colui che riceve direttamente dall'acquirente o dalla controparte finale l'ordine di esecuzione. Nel caso in cui la transazione si realizza senza terzi soggetti, l'imposta è **versata dal contribuente** e tale adempimento deve essere effettuato entro il giorno **sedici del mese successivo** a quello del perfezionamento dell'operazione.

Sono **esclusi** dalla tassazione, in primo luogo, i soggetti che si interpongono nelle medesime operazioni (**controparti** centrali).

Sono inoltre **esenti** le operazioni che hanno come controparte **l'Unione europea, la Banca centrale europea, le banche centrali degli Stati membri dell'Unione europea e le banche centrali e gli organismi che gestiscono anche le riserve ufficiali** di altri Stati, nonché gli **enti od organismi internazionali** costituiti in base ad accordi internazionali resi esecutivi in Italia.

Sono altresì **esenti** le transazioni e le operazioni svolte a supporto degli scambi (*market making*), quelle volte a favorire la liquidità dei mercati e tra soggetti legati da un rapporto di controllo, le forme di previdenza obbligatoria e complementare, nonché le transazioni e le operazioni relative a prodotti e servizi qualificati come etici o socialmente responsabili.

A partire dal **1° luglio 2013** si applica inoltre un'**imposta sulle negoziazioni ad alta frequenza** relative ad azioni, ad altri strumenti partecipativi e derivati su equity, con l'intento di limitare l'operatività degli *high frequency traders*, considerati fattore di instabilità.

Ai sensi della norma, si considera **attività di negoziazione ad alta frequenza** quella generata da un algoritmo informatico che determina in maniera automatica le decisioni relative all'invio, alla modifica o alla cancellazione degli ordini e dei relativi parametri, laddove l'invio, la modifica o la cancellazione degli ordini su strumenti finanziari della medesima specie sono effettuati con un intervallo minimo inferiore al valore stabilito con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze. Tale valore non può comunque essere superiore a mezzo secondo.

L'imposta è dovuta dal **soggetto per conto del quale sono eseguiti gli ordini** e si applica con un'**aliquota dello 0,02 per cento** sul controvalore degli ordini annullati o modificati, che in una giornata di borsa superino la soglia numerica stabilita con decreto ministeriale. Tale soglia non può in ogni caso essere inferiore al 60 per cento degli ordini trasmessi.

Ai fini **dell'accertamento, delle sanzioni e della riscossione** delle imposte suddette, nonché per il relativo contenzioso, si applicano le disposizioni in materia di imposta sul valore aggiunto. Le sanzioni per omesso o ritardato versamento si applicano esclusivamente nei confronti dei soggetti tenuti a tale adempimento, che rispondono anche del pagamento dell'imposta. Detti soggetti possono sospendere l'esecuzione dell'operazione fino a che non ottengano provvista per il versamento dell'imposta.

L'imposta **non è deducibile** ai fini delle imposte sui redditi e dell'imposta regionale sulle attività produttive.

Approfondimento: La tassazione dei redditi di capitale e dei redditi diversi di natura finanziaria

L'**articolo 2 del decreto-legge n. 138 del 2011** introduce numerose modifiche in tema di tassazione delle attività finanziarie. La nuova disciplina prevede dunque che, a partire dal 1° gennaio 2012, venga istituita un'aliquota intermedia del **20%** con la quale tassare i **redditi da capitale e i redditi diversi**, in luogo delle precedenti fissate al 12,50 per cento e al 27 per cento.

Restano tuttavia **esclusi** dall'ambito di applicazione della riforma alcuni importanti comparti, a cui il legislatore vuole riservare un trattamento di favore. Vi rientrano, tra l'altro: i **titoli di Stato** ed equiparati, i titoli emessi da altri Stati inclusi nella cd. white list (vale a dire i paesi che consentono un adeguato scambio di informazioni), i **titoli di risparmio per l'economia meridionale**, i **piani di risparmio a lungo termine** e le **forme di previdenza complementare**.

Ambito di applicazione ed esclusioni

L'**articolo 2, commi da 6 a 34, del decreto-legge n. 138 del 2011**, ha introdotto - a decorrere dal 1° gennaio 2012 - un'aliquota unica per la tassazione dei redditi di capitale e dei redditi diversi di natura finanziaria, disciplinando gli aspetti giuridici connessi a tale unificazione e prevedendo un'attenta disciplina transitoria, finalizzata ad evitare il più possibile segmentazioni dei mercati ed operazioni di arbitraggio conseguenti alla variazione dell'aliquota. Ulteriori modifiche alla normativa sono state apportate dall'**articolo 29 del decreto-legge n. 216/2011** e dagli articoli 95 e 96 del **decreto-legge n. 1/2012**.

Tale **aliquota** - che riguarda i proventi in precedenza tassati con le aliquote del 12,5 e del 27 per cento - è stata fissata nella misura del **20 per cento** e comprende l'ammontare delle ritenute e delle imposte sostitutive relative a:

- **interessi**, premi e **ogni altro provento** derivante dai **redditi di capitale** di cui all'**articolo 44 del D.P.R. n. 917 del 1986** (Testo unico delle imposte sui redditi - TUIR);
- **redditi diversi** di cui all'**articolo 67, comma 1, lettere da c-bis a c-quinquies del TUIR**.

I **redditi di capitale** derivano dall'impiego di un capitale finanziario in eventi certi ma non rientrano nell'esercizio di una attività d'impresa. Si tratta di interessi da mutui, depositi, conti correnti o prestiti obbligazionari o per i dividendi da partecipazioni al capitale sociale. Essi si distinguono dai **redditi diversi**, derivanti da eventi incerti, nei quali sono compresi i *capital gains*, vale a dire le plusvalenze pervenute alla persona fisica da cessioni a titolo oneroso di azioni e di ogni altra partecipazione al capitale sociale, concernenti i redditi in forma associata; tali plusvalenze, se invece sono realizzate nell'esercizio di un'attività d'impresa, individuale o societaria, concorrono alla formazione del reddito d'impresa del soggetto che ha realizzato la plusvalenza.

Sono **esclusi** dall'ambito di applicazione della riforma, in primo luogo, gli interessi, i premi e gli altri frutti dei titoli del debito pubblico, i buoni postali di risparmio, le cartelle di credito

comunale e provinciale emesse dalla Cassa depositi e prestiti e le altre obbligazioni e titoli simili emessi da amministrazioni pubbliche e da enti pubblici istituiti esclusivamente per l'adempimento di funzioni statali o di servizi pubblici; le obbligazioni emesse dagli Stati e territori che consentono un adeguato scambio di informazioni; i piani di risparmio a lungo termine. Tali proventi rimangono tassati con **aliquota al 12,5 per cento**.

Tuttavia, secondo l'Agenzia delle Entrate l'esclusione per i piani di risparmio a lungo termine non può trovare immediata applicazione in assenza di una normativa primaria che chiarisca quali prodotti, strumenti o servizi finanziari rientrino in tale istituto.

Rimane altresì invariata la disciplina relativa ai **titoli di risparmio per l'economia meridionale**, che prevede che gli interessi di questi ultimi siano soggetti ad **un'imposta sostitutiva del 5 per cento**. Si tratta di titoli nominativi o al portatore che hanno una scadenza non inferiore ai diciotto mesi e che possano essere emessi da parte di banche italiane, comunitarie ed extracomunitarie autorizzate ad operare in Italia.

Vengono individuate **ulteriori ipotesi di esclusione** per le seguenti attività finanziarie: gli **interessi infragruppo**, vale a dire gli interessi corrisposti a soggetti non residenti, cui si applica una **ritenuta del 5 per cento**, a condizione che essi siano destinati a finanziare il pagamento di interessi e altri proventi su prestiti obbligazionari emessi dai percettori; gli **utili** corrisposti alle società e agli enti soggetti ad Ires negli Stati membri dell'Unione europea e negli Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo, in relazione alle partecipazioni e agli strumenti finanziari emessi da società ed enti la cui remunerazione è costituita totalmente dalla partecipazione ai risultati economici e gli strumenti finanziari e i contratti di associazione in partecipazione, non relativi a stabili organizzazioni nel territorio dello Stato, per i quali la norma prevede una ritenuta operata a titolo di imposta e con **l'aliquota dell'1,375 per cento**; il **risultato netto** maturato delle **forme di previdenza complementare** nonché gli utili corrisposti ai fondi pensione istituiti negli Stati membri dell'UE e negli Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo inclusi nella c.d. *white list* sono soggetti ad imposta con una **aliquota ridotta all'11 per cento**.

Allo stesso modo, rimane fermo il regime di esenzione previsto dall'**articolo 31, comma 4, del decreto legge 6 luglio 2011, n. 98** per i proventi di cui alla lettera g), comma 1, dell'articolo 44 del TUIR derivanti dalla partecipazione ai **Fondi per il Venture Capital (FVC)**.

Per i **titoli equiparati**, l'Agenzia delle Entrate con la **circolare n. 11/E del 28 marzo 2012** ha fornito un apposito elenco che aggiorna quello allegato alla nota del Ministero delle finanze prot. 14/942925 del 1° giugno 1994. L'elenco, non esaustivo, è suscettibile di integrazioni dietro segnalazione degli enti interessati previa verifica dei requisiti richiesti presso i competenti servizi del Ministero degli affari esteri.

Secondo la circolare, poi, per effetto dell'unificazione delle aliquote, sugli utili di esercizio delle Società di Investimento Immobiliare quotate e non quotate (**SIIQ e SIINQ**) riferibili ai contratti di locazione di immobili ad uso abitativo non trova più applicazione la ritenuta in forma ridotta nella misura del 15 per cento.

In materia di **fondi comuni d'investimento mobiliare**, si prevede che sui proventi delle quote di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari di diritto estero si effettua una **ritenuta del 12,50 per cento**.

Con riguardo ai **sottoscrittori**, il valore e il costo delle quote o azioni è rilevato dai prospetti periodici al netto di una quota dei proventi (e delle perdite) riferibili alle obbligazioni e altri titoli di cui all'**art. 31 del D.P.R. n. 601/1973** ed equiparati e alle obbligazioni emesse dagli

Stati inclusi nella *white list*. A tal fine si applica un criterio forfetario di tipo patrimoniale secondo cui i proventi si considerano riferibili ai titoli pubblici in proporzione alla percentuale media dell'attivo dei predetti Oicr investita direttamente o indirettamente, per il tramite di altri Oicr, nei suddetti titoli.

Le **plusvalenze e le minusvalenze** realizzate attraverso la cessione o il rimborso (o liquidazione) delle quote o azioni acquistate e/o cedute a prezzi diversi da quelli risultanti dai prospetti periodici rilevano per il loro intero ammontare.

Anche nelle **polizze di assicurazione** i redditi da assoggettare a ritenuta sono assunti al netto del 37,5 per cento dei proventi e delle perdite riferibili ai titoli pubblici. Tali proventi sono determinati in proporzione alla percentuale media dell'attivo investita nei titoli medesimi direttamente o indirettamente per il tramite di Oicr con sede in Italia (diversi dai fondi immobiliari) e Oicvm esteri conformi ed equiparati.

Disposizioni attuative

Con **tre decreti del 13 dicembre 2011 (G.U. 292 del 16 dicembre 2011)**, il Ministero dell'economia e delle finanze ha emanato la **disciplina attuativa** della riforma dei redditi di natura finanziaria operata con il citato **D.L. 138/2011**. In particolare, i decreti disciplinano:

- lo svolgimento delle **operazioni di addebito e di accredito del conto unico**;

- la determinazione della **quota dei proventi e di redditi riferibili alle obbligazioni ed altri titoli pubblici** derivanti - rispettivamente - dalla **partecipazione ad organismi di investimento collettivo del risparmio** (tale quota si considera riferibile in proporzione alla percentuale media dell'attivo dei predetti organismi investita nei titoli medesimi rilevata sulla base degli ultimi due prospetti, semestrali o annuali; i proventi così determinati sono soggetti alla ritenuta del 20 per cento nel limite del 62,5 per cento del loro ammontare) e **dai contratti di assicurazione sulla vita e di capitalizzazione** (tali proventi sono assunti al netto del 37,50 per cento dei proventi riferibili alle obbligazioni e altri titoli; sono determinati in proporzione alla percentuale media dell'attivo investito nei titoli medesimi; la percentuale è rilevata con cadenza annuale sulla base dei rendiconti di periodo approvati);

- le modalità di esercizio della **opzione per l'affrancamento delle plusvalenze** latenti di cui all'art. 2, commi da 29 a 32, del citato **decreto-legge n. 138 del 2011** in modo che la nuova aliquota del 20 per cento incida solo sulle plusvalenze che matureranno successivamente al 31 dicembre 2011; in caso di esercizio dell'opzione, i contribuenti assumono, a decorrere dal 1° gennaio 2012, in luogo del costo o valor di acquisto, il valore delle predette attività finanziarie alla data del 31 dicembre 2011, determinato secondo i criteri definiti nel decreto stesso.

Deducibilità degli interessi passivi

Se le **obbligazioni e i titoli similari** sono emessi da società o enti, diversi dalle banche, il cui capitale è rappresentato da azioni non negoziate in mercati regolamentati degli Stati membri dell'UE e degli Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo inclusi nella c.d. *white list*, ovvero da quote, **gli interessi passivi sono deducibili** a condizione che il **tasso** di rendimento effettivo **non sia superiore**:

a) al doppio del tasso ufficiale di riferimento, per le obbligazioni ed i titoli similari negoziati in mercati regolamentati degli Stati UE e degli Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo inclusi nella lista citata, o collocati mediante offerta al pubblico ai sensi della disciplina vigente al momento di emissione;

b) al tasso ufficiale di riferimento aumentato di due terzi, per le obbligazioni e i titoli similari diversi dai precedenti.

Gli interessi passivi sono invece indeducibili, nell'ipotesi in cui il tasso di rendimento effettivo all'emissione superi i limiti suddetti.

Approfondimento: La tassazione sulle transazioni finanziarie in altri paesi europei

La tassa sulle transazioni finanziarie in Francia

La Francia è il primo Paese europeo ad aver istituito, all'inizio del 2012, una **tassa sulle transazioni finanziarie**. Fortemente voluta dall'allora presidente Sarkozy, la nuova tassa è stata approvata dal parlamento francese nell'ambito della legge correttiva della *Loi de finances 2012 (Loi n° 2012-354 du 14 mars 2012 de finances rectificative pour 2012, art. 5)*. Tra i primi commenti si segnala: *Taxe sur les transactions financières*, "La Semaine juridique", édition générale, n. 18, 30 Avril 2012.

La nuova tassa, entrata in vigore a partire dal 1° agosto 2012, si traduce nell'applicazione di tre nuove imposte, ma soltanto su alcuni tipi di transazioni finanziarie:

- **sugli acquisti di azioni** (*taxe sur les acquisitions d'actions –TAAF*);
- **sul trading ad alta frequenza** (*taxe sur le trading à haute fréquence - TTHF*);
- **sugli acquisti "a nudo" di Credit Default Swaps** (*taxe sur achat de credit default swaps -TCDS*) sul debito di Stati membri dell'UE.

L'imposta sulle transazioni finanziarie (TTF) è attualmente regolata dal *Code général des Impôts* (articoli da 235 ter ZD a 235 ter ZD ter).

Destinato all'origine a ridurre il deficit francese, il ricavato della nuova imposizione fiscale dovrebbe essere destinato all'aiuto allo sviluppo, ma non è stata data ancora alcuna chiara indicazione sulla relativa ripartizione.

Nell'ambito della riforma fiscale del 16 agosto 2012, l'imposta sugli acquisti di azioni (TAAF) è stata perfezionata con un aumento del relativo tasso allo **0,2%** dell'ammontare di ciascuna transazione interessata. Il governo francese ipotizza di ricavare dal gettito della nuova tassa a pieno regime un'entrata di circa 1,5 miliardi di euro all'anno.

La TAAF riguarda gli **acquisti di azioni** (o altri titoli di capitale o assimilati) **di imprese con sede legale in Francia** e quotate a Parigi con una **capitalizzazione di borsa superiore al miliardo di euro** al 1° dicembre precedente all'anno d'imposizione (*Code général des Impôts, art. 235 ter ZD, I*).

Secondo l'*Arrêté* del Ministero dell'Economia e finanze del 12 luglio 2012 che ne ha fissato la lista, **109 imprese francesi** rispondono attualmente alla definizione prevista dal Codice (da AIR LIQUIDE a AIR FRANCE-KLM, a LVMH, a VIVENDI).

Ogni acquisto di titolo francese quotato sulla Borsa di Parigi, qualunque sia il luogo nel quale sia stato effettuato, sarà assoggettato a questa tassa. Ad esempio, un investitore con base a New York che decida di acquistare un'azione LVMH quotata 120,5 euro a Parigi, pagherà lo 0,2% di imposta supplementare all'acquisto, ovvero 24,1 centesimi di euro.

Il legislatore ha previsto peraltro l'**esonero** dall'imposta **per diverse operazioni** (*Code général des Impôts, art. 235 ter ZD, II*), tra le quali in particolare:

- gli acquisti realizzati nell'ambito di emissione di titoli sul mercato primario;
- le operazioni realizzate dalle camere di compensazione e dai depositari centrali

nell'ambito dell'esercizio delle loro normali attività;

- le operazioni effettuate con l'obiettivo di assicurare la liquidità del mercato, nell'ambito di attività per la tenuta del mercato;
- le operazioni realizzate per conto delle società emittitrici in vista di favorire la liquidità delle loro azioni nel quadro di pratiche di mercato ammesse e accettate dall' *Autorité des marchés financiers* (AMF);
- le acquisizioni di titoli realizzati nel quadro di talune operazioni tra società membri dello stesso gruppo o operazioni di ristrutturazione, a condizione, per queste ultime, che esse beneficino del regime fiscale di favore;
- le operazioni di cessione temporanea di titoli (prestiti - prestiti di titoli, transazioni di acquisto-rivendita o di vendita - riscatto);
- gli acquisti e riscatti effettuati in vista della loro destinazione a meccanismi di risparmio salariale;
- acquisizioni di obbligazioni scambiabili o convertibili in azioni.

L'imposta sarà applicata, al tasso dello **0,2%**, sul **valore d'acquisto del titolo** ed è dovuta sulla posizione netta consegnata alla data del regolamento; pertanto acquisti e vendite eseguiti nella stessa giornata verranno compensati ai fini dell'imposta, che dovrà essere dichiarata e liquidata entro il 25 del mese seguente a quello dell'acquisto.

E' tenuto al pagamento dell'imposta il broker finanziario che ha eseguito l'ordine d'acquisto o, in mancanza, l'istituto bancario responsabile della custodia del conto strumenti finanziari per l'acquirente. Sarà la camera di compensazione francese, *Euroclear France*, intermediario tra l'acquirente e il venditore del titolo, a raccogliere il ricavato della tassa e a versarlo al Tesoro francese.

La riforma fiscale dell'estate 2012 ha esteso inoltre il campo di applicazione della TAAF ai "titoli (rappresentanti le azioni delle 109 imprese interessate dalle tassa) emessi da una società, qualunque sia il luogo di stabilimento della sua sede sociale", relativi in particolare alle imprese francesi quotate a New York attraverso certificati negoziabili (gli **American Depositary Receipts - ADR**); la legge, tuttavia, ha previsto l'attuazione della tassazione su questi tipi di titolo solo a partire dal 1° dicembre 2012.

Per quanto riguarda le operazioni di **trading ad alta frequenza**, soggiacciono alla nuova imposta, la **TTHF**, tutte le imprese che operano in Francia, pertanto non solo le imprese francesi, ma anche le succursali di società straniere, con un campo di applicazione più ampio di quello della TAAF (*Code général des Impôts*, art. 235 ter ZD bis, I).

Il legislatore ha stabilito che "costituisce un'operazione ad alta frequenza su titoli di capitale il fatto di indirizzare a titolo abituale ordini, facendo ricorso a meccanismi di trattamento automatizzato di tali ordini caratterizzato dall'invio, la modifica o l'annullamento di ordini successivi su un determinato titolo separati da uno **scarto di tempo** inferiore ad una soglia fissata per decreto. Tale soglia non può essere superiore ad un secondo» (*Code général des Impôts*, art. 235 ter ZD bis, II).

Il *Décret* di attuazione del 7 agosto 2012 ha fissato lo scarto temporale in **mezzo secondo** ed ha stabilito anche una **soglia di "proporzione"**, al di sopra della quale le operazioni di annullamento e di modifica degli ordini sono comunque soggette alla tassa: l'operatore dovrà

pagare l'imposta, pari allo 0,01% dell'ammontare degli ordini annullati o modificati che superino l'**80%** del totale degli ordini trasmessi in una giornata di borsa (*Code général des Impôts*, art. 235 ter ZD bis, IV). La TTHF dovrebbe rendere meno valide economicamente le operazioni di *trading* ad alta frequenza realizzate sul territorio francese e non si prevedono da questa tassa entrate significative per il bilancio nazionale.

La terza imposta sulle transazioni finanziarie riguarda, infine, l'**acquisto di Credit Default Swaps - CDS** (contratti di scambio sui rischi di insolvenza/ *contrats d'échange sur défaut*) di uno Stato dell'UE, che avvengano da parte di acquirenti di CDS che non dispongono di titoli rappresentanti il debito di tale Stato – o non siano in posizione per acquistarne al momento dell'acquisto di CDS. La **TCD**si applica per conseguenza alla conclusione dell'acquisto del CDS "a nudo" (senza possesso di titolo), al tasso dello **0,01% del valore nominale** del contratto di scambio (*Code général des Impôts*, art. 235 ter ZD ter).

Per i prodotti finanziari più complessi, il governo francese ha invece preferito attendere l'evoluzione delle posizioni degli altri Paesi dell'Unione europea sull'introduzione di un'imposta sulle transazioni finanziarie a livello europeo.

Forti dubbi vengono avanzati sull'effetto dissuasivo di questa nuova tassa sulla speculazione, sia da parte degli investitori che dai sostenitori dell'opportunità di tassare le transazioni finanziarie. Secondo le previsioni di una parte degli operatori del settore finanziario l'applicazione della tassa non dovrebbe provocare grosse fughe di capitali, data l'esiguità della tassa rispetto ai guadagni percentuali per i quali si attivano determinate operazioni finanziarie. Gli stessi operatori finanziari evidenziano inoltre diverse possibilità di sfuggire alla tassa. Per i sostenitori di una finanza più responsabile, d'altro canto, la nuova tassazione delle transazioni finanziarie approvata in Francia, è ancora lontana da una vera e propria "*Tobin tax*".

La **TAAF** adottata in Francia presenta **significative differenze** rispetto alla **proposta di direttiva UE** su un sistema comune di imposta sulle transazioni finanziarie, presentata nel 2011 dalla Commissione europea. In particolare, il **campo di applicazione** della TAAF, che colpisce i titoli di capitale, è molto **più stretto** di quello della tassa proposta dalla Commissione europea, che dovrebbe essere applicata a tutti i tipi di prodotto finanziario, compresi i c.d. derivati, e anche il **campo territoriale di applicazione** delle due tassazioni è **diversa**: la **TAAF** si applica quando il titolo acquistato sia stato emesso da un'impresa emittitrice francese, indipendentemente dal luogo di realizzazione della transazione o dal luogo di stabilimento del venditore, dell'acquirente o dell'intermediario finanziario; la **tassa europea**, invece, si basa - nella proposta - sul criterio di residenza o di stabilimento all'interno dell'UE di almeno una delle parti della transazione. Infine, per quanto riguarda la TAAF, i casi di esonero sono molto più numerosi di quelli previsti dalla proposta di direttiva UE.

Parità di accesso agli organi delle società quotate

Con la legge 12 luglio 2011, n. 120 sono state apportate significative modifiche al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, allo scopo di tutelare la parità di genere nell'accesso agli organi di amministrazione e di controllo delle società quotate in mercati regolamentati. La legge, preso atto della situazione di cronico squilibrio nella rappresentanza dei generi nelle posizioni di vertice delle predette imprese, intende riequilibrare a favore delle donne l'accesso agli organi apicali.

Disposizioni generali e normativa primaria

La **legge 12 luglio 2011, n. 120** sulla parità di accesso agli organi delle società quotate è volta a superare il problema - secondo quanto riportato dalla relazione illustrativa dell'A.C. 2426 (Golfo) - della scarsa presenza di donne negli organi di vertice delle società commerciali e, in particolare, nei consigli di amministrazione delle società quotate in borsa. A tal fine è previsto un "doppio binario" normativo:

- per le società non controllate da Pubbliche Amministrazioni, la disciplina in materia di equilibrio di genere è recata puntualmente dalle disposizioni di rango primario;
- per le società a controllo pubblico, i principi applicabili rimangono quelli di legge, mentre la disciplina di dettaglio è affidata ad un apposito regolamento, con la finalità di garantire una disciplina uniforme per tutte le società interessate. Tale regolamentazione è contenuta nel **D.P.R. 30 novembre 2012, n. 251**.

Società private

L'articolo 1 della legge (che introduce il comma 1-ter all'articolo 147-ter del testo unico dell'intermediazione finanziaria – TUIF, di cui al **decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58**) impone che lo statuto societario preveda un riparto degli amministratori da eleggere effettuato in base a un criterio che assicuri l'equilibrio tra i generi, dovendo il genere meno rappresentato ottenere almeno un terzo degli amministratori eletti.

E' prevista un'articolata procedura per l'ipotesi in cui il CdA eletto non rispetti i predetti criteri di equilibrio dei generi: in particolare, la Consob diffida la società inottemperante affinché si adegui entro il termine massimo di quattro mesi. L'inottemperanza alla diffida comporta l'applicazione di una sanzione pecuniaria amministrativa (da 100.000 euro a 1 milione di euro) e la fissazione di un ulteriore termine di tre mesi per adempiere. Solo all'inosservanza di tale ultima diffida consegue la decadenza dei membri del CdA.

Le norme proposte affidano allo statuto societario la disciplina delle modalità di formazione delle liste e dei casi di sostituzione in corso di mandato, al fine di garantire l'equilibrio dei generi.

Le disposizioni in materia di equilibrio di genere sono estese (inserendo, all'articolo 147-*quater* del TUIF, il comma 1-*bis*) anche al **consiglio di gestione**, ove costituito da almeno tre membri; affidano all'atto costitutivo della società il compito di disciplinare il **riparto dei membri del collegio sindacale** (a tal fine inserendo il comma 1-bis all'articolo 148 del TUIF) secondo i già commentati criteri di tutela del genere meno rappresentato.

Anche per tale ipotesi si prevede l'attivazione di apposita procedure di diffida da parte della Consob per l'ipotesi di inottemperanza, con eventuale applicazione di una sanzione pecuniaria (da 20.000 a 200.000 euro) e, in ultima istanza, la decadenza dei membri del

collegio sindacale della società inottemperante.

Le norme (articolo 2) troveranno applicazione dal **primo rinnovo** degli organi societari interessati **successivo al 12 agosto 2012** (ovvero un anno dall'entrata in vigore delle norme stesse). Sono inoltre previste disposizioni transitorie per il **primo mandato** degli organi eletti secondo le nuove prescrizioni, al fine di renderne graduale l'applicazione: almeno **un quinto** degli organi amministrativi e di controllo societario devono essere riservati al genere meno rappresentato.

Società a controllo pubblico

Come già anticipato, le disposizioni in materia di equilibrio di genere (articolo 3 della legge) si applicano anche alle **società a controllo pubblico non quotate**. Si demanda però a un regolamento la definizione di termini e modalità di attuazione delle prescrizioni in tema di equilibrio dei generi negli organi di amministrazione e controllo delle società pubbliche, con lo scopo di recare una disciplina uniforme per tutte le società interessate.

Al predetto regolamento è affidata la disciplina della vigilanza sull'applicazione delle norme introdotte, nonché delle forme e dei termini dei provvedimenti da adottare e le modalità di sostituzione dei componenti decaduti.

In particolare, il già richiamato **DPR n. 251/2012** impone – come avviene per le società private - agli statuti delle società pubbliche non quotate di prevedere modalità di nomina degli organi di amministrazione e di controllo, se a composizione collegiale, secondo modalità tali da garantire che il genere meno rappresentato ottenga almeno un terzo dei componenti di ciascun organo. Anche in tali ipotesi gli statuti disciplinano la formazione delle liste in applicazione del criterio di riparto tra generi, prevedendo modalità di elezione e di estrazione dei singoli componenti idonee a garantire il rispetto delle previsioni di legge.

Tuttavia, il **DPR n. 251 del 2012** vieta agli statuti delle società pubbliche di prevedere il **rispetto del criterio** di riparto tra generi, ove le liste presentino un numero di **candidati inferiore a tre**. Inoltre gli statuti disciplinano l'esercizio dei diritti di nomina, ove previsti, affinché non contrastino con quanto previsto dal regolamento stesso.

Anche in tale ipotesi, per il primo mandato degli organi apicali la quota riservata al genere meno rappresentato deve essere pari ad almeno un quinto del numero dei componenti dell'organo.

La **vigilanza** sul rispetto delle disposizioni in materia di parità di genere al **Presidente del Consiglio dei Ministri o al Ministro delegato per le pari opportunità**, con presentazione al Parlamento di apposita relazione triennale.

A tal fine, le società sono obbligate a comunicare la composizione degli organi sociali entro quindici giorni dalla data di nomina degli stessi o dalla data di sostituzione, ove avvenuta. L'organo di amministrazione e quello di controllo comunicano altresì la mancanza di equilibrio tra i generi, anche in corso di mandato. Tale segnalazione può essere altresì fatta pervenire da chiunque vi abbia interesse.

Ove si accerti il mancato rispetto della quota di un terzo nella composizione degli organi sociali, si prevede una **diffida** alla società a ripristinare l'equilibrio tra i generi entro **sessanta giorni**. In caso di inottemperanza alla diffida, il Presidente del Consiglio dei Ministri o il Ministro delegato per le pari opportunità fissano un nuovo termine di sessanta giorni ad adempiere, con l'avvertimento che, decorso inutilmente detto termine, ove la

società non provveda, i componenti dell'organo sociale interessato **decadono** e si provvede alla **ricostituzione dell'organo** nei modi e nei termini previsti dalla legge e dallo statuto. Rispetto, dunque, alla disciplina delle società private, non è prevista alcuna sanzione pecuniaria.

Approfondimenti

- [La rappresentanza femminile nei consigli di amministrazione delle società in alcuni Paesi europei](#)

Dossier pubblicati

- [Parità di accesso agli organi di amministrazione e di controllo delle società quotate - A.C. 2426-2956-B - Elementi per l'istruttoria legislativa \(23/03/2011\)](#)

Documenti e risorse web

- ["Women on boards in Italy" - Quaderno di finanza CONSOB](#)
- [Risoluzione del Parlamento europeo del 6 luglio 2011 sulle donne e la direzione delle imprese](#)
- [Interrogazione a risposta immediata in Commissione n. 5-06335 sull'attuazione delle norme in materia di parità di genere negli organi apicali delle società quotate](#)

Approfondimento: La rappresentanza femminile nei consigli di amministrazione delle società in alcuni Paesi europei

Francia

In Francia, alcune disposizioni sulle quote di rappresentanza femminile negli organi direttivi delle società pubbliche e private erano state inserite dal legislatore nel 2006 nella **Loi relative à l'égalité salariale entre les femmes et les hommes (Loi. 2006-340)**. In particolare il Titolo III della legge (artt. 21-26) aveva l'obiettivo di agevolare l'accesso delle donne alle istanze deliberative nell'impresa e alle giurisdizioni professionali; tale parte della legge venne però allora **dichiarata incostituzionale** dal Consiglio costituzionale il 16 marzo 2006 (decisione n. 2006-533 DC) e la legge venne promulgata il 23 marzo 2006, senza le disposizioni del Titolo III.

La revisione costituzionale del 23 luglio 2008 e l'iscrizione nell'**art. 1 della Costituzione** francese del principio secondo il quale "la legge favorisce l'uguale accesso alle donne e agli uomini ai mandati elettorali e funzioni elettive, così come alle responsabilità professionali e sociali", hanno reso possibile un nuovo ricorso allo strumento legislativo.

La nuova legge del gennaio 2011 (**Loi n. 2011-103 du 27 janvier 2011 relative à la représentation équilibrée des femmes et des hommes au sein des conseils d'administration et de surveillance et à l'égalité professionnelle**), promuove l'uguaglianza professionale tra uomini e donne in seno all'impresa e impone la ricerca di una "**rappresentanza equilibrata tra uomini e donne**" negli organi di amministrazione e di controllo delle società quotate in Borsa, delle imprese del settore pubblico e degli enti pubblici a carattere industriale e commerciale soggetti al diritto privato. La proporzione degli amministratori di ciascun sesso **non può essere inferiore al 40%**, proporzione da raggiungere nell'arco di 6 anni, con il raggiungimento minimo del 20% entro 3 anni dalla promulgazione della legge. Negli organi di amministrazione con un massimo di 8 membri, lo scarto tra i rappresentanti dei due sessi non può essere superiore a 2. In base al nuovo provvedimento il mancato rispetto delle quote fissate comporterà la **nullità** delle nomine dei consigli di amministrazione, avvenute in violazione a tali percentuali - ad eccezione delle nomine di amministratori appartenenti al sesso sotto-rappresentato nel cda - e implicherà l'obbligo di convocare una nuova assemblea generale per regolarizzare la composizione del Consiglio di amministrazione.

Inoltre, per quanto riguarda i membri degli organi di amministrazione o controllo scelti da una lista di candidati, quest'ultima dovrà essere composta da candidati uomini e donne in egual numero, alternati.

Norvegia

Nella **Legge sull'eguaglianza di genere, del 9 giugno 1978, n. 45 (Lov om likestilling mellom kjønnen. - Likestillingsloven – likestl)**, modificata nel 2005, l'articolo 21 dispone che la rappresentanza femminile nelle commissioni di enti pubblici, nei comitati aziendali, nei consigli di amministrazione di società, etc, sia assicurata nei seguenti modi:

- se la commissione è formata da 2 o 3 membri, ciascuno dei due sessi **deve essere rappresentato**;
- se la commissione è formata da 4 o 5 membri, ciascuno dei due sessi deve avere **almeno 2 rappresentanti**;
- se la commissione è formata da 6 a 8 membri, ciascuno dei due sessi deve avere **almeno 3 rappresentanti**;

- se la commissione è formata da 9 membri, ciascuno dei due sessi deve avere **almeno 4 rappresentanti**;
- se la commissione è formata da un numero di membri superiore a 9, ciascuno dei due sessi deve essere rappresentato da **almeno il 40% dei membri**.

Dal 2006 le medesime norme sono contenute dalla **Legge** sulle società quotate in borsa e sulle società controllate dallo Stato, del 13 giugno 1997, n. 45 (*Lov om allmennaksjeselskaper - allmennaksjeloven*), modificata nel 2003[1]. La legge prevede altresì lo scioglimento dell'azienda in caso di non adempimento.

Infine, anche la **Legge sulle cooperative, del 29 giugno 2007, n. 81 (Lov om samvirkeforetak –Samvirkelova)**, all'art. 69, prevede le medesime disposizioni delle due leggi prima citate in relazione alla rappresentanza femminile nei consigli di amministrazione.

Un'apposita sezione del sito del **Ministero dell'infanzia e dell'uguaglianza di genere** offre una **sintesi** dell'attuale disciplina in materia di rappresentanza dei sessi nei Consigli di Amministrazione (testo consultabile all'indirizzo).

Infine sul sito dell'Ambasciata norvegese in Italia una breve scheda, datata 30 dicembre 2009 e dedicata alle donne nella politica norvegese, presenta un **paragrafo** specifico relativo alla rappresentanza dei sessi nei consigli aziendali:

Spagna

Nella **Legge organica per la parità effettiva tra gli uomini e le donne, del 22 marzo 2007, n. 3** una norma specifica disciplina la partecipazione delle donne nei cda aziendali:

Articolo 75. *Partecipazione delle donne nei Consigli di amministrazione delle aziende.*

Le società aventi l'obbligo di presentare un conto perdite e profitti non abbreviato cercheranno di includere nel proprio Consiglio di amministrazione un numero di donne che consenta di raggiungere una presenza equilibrata di donne e uomini in un periodo di otto anni a partire dall'entrata in vigore della presente Legge.

Quanto previsto nel precedente capoverso sarà preso in considerazione per le nomine da realizzare man mano che scadono i mandati dei consiglieri designati prima dell'entrata in vigore della presente Legge.

Il governo Zapatero ha introdotto nel 2007 un principio di *best practice* nel codice sulla *corporate governance* per promuovere le rappresentanze femminili negli organi di gestione delle società quotate, con **l'obiettivo per il 2015 di arrivare a una presenza femminile del 40%** nei consigli di amministrazione; ad oggi, tuttavia, le donne nei cda delle società quotate spagnole sono appena l'11% del totale.

Inoltre, uno **studio** dal titolo *Las mujeres en los consejos de administración y organismos de decisión de las empresas españolas*, pubblicato nel marzo 2011 dalla società "Informa D&B (la società, del gruppo CESCE, leader in Spagna per l'informazione nei settori della finanza, del commercio e del marketing), ha evidenziato come, a quattro anni di distanza dall'approvazione della legge summenzionata, la rappresentanza femminile nei Consigli di amministrazione delle aziende continui ad essere piuttosto scarsa, segnalando che il 68,73% delle imprese spagnole non conta alcuna presenza femminile nei propri cda.

La situazione in altri paesi europei

In altri paesi europei, come la Germania, il Regno Unito e la Svezia, non vi sono norme sulla rappresentanza femminile nelle società quotate, ma solo "raccomandazioni" nei rispettivi codici di *corporate governance*.

In **Germania** è stato di recente modificato il **Corporate Governance Kodex** per tentare di aumentare la rappresentanza femminile nelle principali società. Al riguardo va segnalato l'esempio della *Deutsche Telekom*, che ha introdotto una quota rosa per statuto, prevedendo che entro il 2015 il 35% delle posizioni di management debba essere ricoperto da donne; sono state inoltre nominate sei donne come membri dell'organismo di controllo.

Nel **Regno Unito** un **rapporto** del 24 febbraio 2011, curato dal **Department for Business, Innovation and Skills** (Ministero per le imprese, l'innovazione e le competenze) e intitolato "*Women on Boards*", ha evidenziato come nell'arco di sei anni la presenza femminile all'interno dei consigli di amministrazione delle cento maggiori società quotate in borsa sia salita di poco più del 3%, passando dal 9,4% del 2004 al **12,5% del 2010**. Dieci sono le raccomandazioni contenute nel rapporto, tra le quali si segnalano anzitutto il raggiungimento dell'obiettivo di **almeno il 25%** di rappresentanza femminile nei cda delle società "top-100" **entro il 2015** e, in secondo luogo, l'obbligo delle società quotate di rendere noti ogni anno i dati relativi alle percentuali femminili nei consigli di amministrazione e nell'intera struttura societaria.

In **Svezia**, pur in assenza di norme specifiche in materia, la rappresentanza femminile nelle società è comunque fra le più alte in Europa.

Un **rapporto** pubblicato da tre studiose svedesi nel giugno 2010, intitolato "*Women on the Corporate Board in Sweden*", analizza la qualità del contributo fornito dalle donne nei consigli di amministrazione societari.

Ulteriori **informazioni** sulla presenza delle donne nei cda societari possono essere reperite sul sito dello **European Professional Women's Network (EPWN)**. Si segnala in particolare lo "*EuropeanPWN Board Women Monitor 2010*", che presenta statistiche (aggiornate al 2008) riguardanti 17 paesi europei.

Società quotate e mercati finanziari

Gli interventi normativi in tema di mercati finanziari e società quotate condotti durante la XVI legislatura sono stati finalizzati alla tutela di un'ampia platea di soggetti: anzitutto di soci ed azionisti - chiarezza dell'informazione societaria, tutela contro offerte pubbliche d'acquisto "ostili" e equilibrio di genere negli organi di vertice della società - ma anche di creditori e risparmiatori, mediante la compiuta disciplina dei professionisti operanti nel settore. In tale ottica la VI Commissione Finanze ha svolto un'indagine conoscitiva sui mercati degli strumenti finanziari.

Informazione societaria

Per maggiore **trasparenza dei documenti contabili** di specifiche tipologie societarie - tra cui anche gli istituti finanziari - il Governo (**decreto legislativo 3 novembre 2008, n. 173**), ha recepito le indicazioni europee (**direttiva 2006/46/CE**) in materia di conti annuali e consolidati. E' stato a tal fine integrato il contenuto della relazione sulla gestione delle società emittenti valori mobiliari ammessi alle negoziazioni in mercati regolamentati (**articolo 5 del D.Lgs. n. 173 del 2008**, che ha modificato il Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria – TUF, di cui al **D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58**): tale documento deve contenere un'apposita sezione recante informazioni relative al governo societario ed agli assetti proprietari.

In materia di **prospetti informativi e informazioni su emittenti quotati**, il **D.Lgs. n. 184 del 2012** ha attuato la **direttiva 2010/73/UE**, che modifica le Direttive Prospetti e *Trasparency*, comportando una riduzione degli oneri previsti per gli operatori e la complessiva semplificazione degli adempimenti. Al fine di recepire in via amministrativa le predette norme, la Consob ha emanato la delibera che modifica il **Regolamento Emittenti** e il **Regolamento Mercati**.

Il **D.lgs. 22 giugno 2012, n. 123** ha semplificato la **disciplina delle fusioni e delle scissioni** riducendo gli obblighi gravanti sulle società. In particolare, è ora possibile **effettuare gli adempimenti di pubblicità legale** relativi ai progetti di fusione, di scissione e agli altri documenti da rendere disponibili ai soggetti interessati, tramite **pubblicazione** degli stessi **sul web** (sito della società medesima ovvero altro sito *web* designato a tale scopo dagli Stati membri) e l'invio di **copia** via **posta elettronica**, purché siano soddisfatte le garanzie di integrità e autenticità dei medesimi atti e documenti.

Diritti degli azionisti delle società quotate

Il **D.Lgs. 27 gennaio 2010, n. 27** ha recepito nell'ordinamento italiano la **direttiva 2007/36/CE** concernente **l'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate**, successivamente modificato dal **D.Lgs. 18 giugno 2012, n. 91**. Tale provvedimento ha apportato rilevanti modifiche in materia di intervento in assemblea e diritto di voto (concernenti la **convocazione assembleare**, la **pubblicità** delle relazioni degli organi societari, il **sito internet**, l'**esercizio del voto per corrispondenza** e mediante procedimento elettronico, etc.). Le nuove norme sono estese, in misura limitata ai termini di convocazione e all'informativa preassembleare, anche alle **società cooperative quotate**.

Con particolare riferimento **all'esercizio dei diritti sociali** è stata introdotta nell'ordinamento interno la cd. **regola della record date**, per effetto della quale la legittimazione a partecipare alle assemblee delle società le cui azioni siano ammesse al sistema di gestione accentrata si acquisisce sulla base delle evidenze contabili risultanti, presso l'**intermediario** che tiene il

dossier dell'azionista, al termine della giornata contabile del **settimo giorno di mercato aperto precedente la data dell'assemblea** in prima convocazione. Dunque ha il diritto di partecipare all'assemblea solo chi sia socio nel suddetto momento, con l'effetto di rendere indifferenti eventuali movimentazioni effettuate posteriormente a questo termine. Si consente a una rappresentanza qualificata di soci di chiedere **l'integrazione dell'ordine del giorno**; le relative richieste devono essere accompagnate da una relazione predisposta dai soci sulle materie di cui si propone la trattazione, da pubblicare prima dell'assemblea. È inoltre previsto uno specifico meccanismo di **identificazione degli azionisti**; viene consentito l'uso dei **mezzi elettronici** per la partecipazione alle assemblee e l'esercizio del voto.

Offerta pubblica di acquisto

Occorre anzitutto rammentare l'opera di revisione della disciplina in materia di **offerta pubblica di acquisto (OPA)**, nell'ottica di predisporre adeguati strumenti di difesa in favore delle società oggetto di OPA "ostile" e di recepire le indicazioni fornite in sede europea (**direttiva 2004/25/CE**).

In particolare, l'obbligo per le società oggetto di offerta pubblica di acquisto di tenere comportamenti neutrali (non difensivi) nel perdurare dell'offerta (cd. **passivity rule**) è stato reso derogabile, in tutto o in parte, da apposite norme statutarie (**articolo 1, comma 3 del decreto legislativo 25 settembre 2009, n. 146**, che ha integrato e corretto il **D.Lgs. 19 settembre 2007, n. 229**), allo scopo di consentire alle società una più efficace difesa del controllo azionario. Con il "decreto anticrisi" (**articolo 13 del decreto-legge n. 185 del 2008**) è stata attribuita alle società italiane la facoltà di introdurre nello statuto la regola di "neutralizzazione" delle limitazioni al trasferimento dei titoli che potrebbero ostacolare un'offerta pubblica di acquisto (cd. **breakthrough rule**). Inoltre il decreto "incentivi" (**D.L. 10 febbraio 2009, n. 5**; articolo 7, commi da 3-*quater* a 3-*sexies*) ha aumentato la misura della quota di partecipazione che l'azionista di controllo può incrementare senza obbligo di promuovere una OPA totalitaria. La Consob, al fine di recepire i suddetti interventi normativi, ha operato le relative modifiche al regolamento emittenti (delibera 17731 del 2011). Si veda, per ulteriori informazioni, la **scheda di approfondimento in materia**.

La revisione legale dei conti

La disciplina della **revisione legale dei conti** è oggi contenuta nel **D. Lgs. n. 39 del 2010**, con il quale è stata recepita nell'ordinamento interno la **direttiva 2006/43/CE** relativa alle revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati ed è stata unificata in un *corpus* normativo omogeneo la disciplina dell'attività di revisione. Il suddetto provvedimento contiene infatti disposizioni concernenti, tra l'altro, l'abilitazione e la formazione continua dei soggetti abilitati all'attività di revisione (articolo 2), il Registro dei revisori legali e delle società di revisione (le cui informazioni sono conservate in forma elettronica e sono accessibili gratuitamente via Internet, ai sensi dell'articolo 7), lo svolgimento dell'attività di revisione legale, la responsabilità dei revisori. In particolare, l'**articolo 14 del D. Lgs. n. 39 del 2010** dispone che la persona fisica o la società incaricata di effettuare la revisione legale dei conti **esprimono** con apposita **relazione un giudizio sul bilancio** di esercizio e sul bilancio consolidato, ove redatto, e **verificano** nel corso dell'esercizio la **regolare tenuta della contabilità** sociale e la **corretta rilevazione dei fatti di gestione** nelle scritture contabili.

In tale ambito si ricorda altresì il **D.Lgs. 31 marzo 2011, n. 56** (di attuazione della **direttiva 2009/49/CE**) volto a **ridurre gli oneri amministrativi** per le **società di piccole e medie dimensioni**, in particolare nei settori della **contabilità** e della **revisione contabile**.

Costituzione delle società per azioni

Il **D.lgs. 4 giugno 2008, n. 142** (di attuazione della **direttiva 2006/68/CE**) modificato dal **d.lgs. 29 novembre 2010, n. 224** ha introdotto norme in materia di **costituzione delle società per azioni** e **salvaguardia del capitale sociale**, con riferimento alla disciplina dei **conferimenti di beni in natura o crediti senza relazione di stima**, dei fatti eccezionali che incidono sulla valutazione, nonché delle operazioni sulle azioni proprie. Obiettivo del legislatore è quello di assicurare che venga effettuata una valutazione oggettiva e veritiera di tali conferimenti, in modo da evitare il rischio che ad essi possa venire riconosciuto un valore nominale superiore a quello reale, con danno per la società, per i soci e per le eventuali ragioni dei terzi.

Disciplina delle società di rilevante interesse nazionale

In ordine all'assetto societario delle imprese "strategiche", si rammenta che l'**articolo 7 del decreto-legge n. 34 del 2011** ha autorizzato la Cassa Depositi e Prestiti ad assumere partecipazioni in **società di rilevante interesse nazionale**, in termini di strategicità del settore di operatività, di livelli occupazionali, di entità di fatturato ovvero di ricadute per il sistema economico-produttivo del Paese, che risultino in una stabile situazione di equilibrio finanziario, patrimoniale ed economico e siano caratterizzate da adeguate prospettive di redditività.

L'individuazione dei requisiti per la qualifica di "società di interesse nazionale" è stata effettuata dal decreto del Ministro dell'economia e delle finanze dell'8 maggio 2011. In particolare, sono state definite "di rilevante interesse nazionale" le società di capitali operanti nei settori della difesa, della sicurezza, delle infrastrutture, dei trasporti, delle comunicazioni, dell'energia, delle assicurazioni e dell'intermediazione finanziaria, della ricerca e dell'innovazione ad alto contenuto tecnologico e dei pubblici servizi.

Al di fuori dei settori indicati, sono di rilevante interesse nazionale le società che possiedono un fatturato annuo netto non inferiore a 300 milioni di euro e un numero medio di dipendenti nel corso dell'ultimo esercizio non inferiore a 250 (qualora rientri nel 20% di tali valori, l'attività della società deve risultare rilevante in termini di indotto e di benefici del sistema economico-produttivo del Paese, anche in termini di presenza sul territorio di stabilimenti produttivi).

Con il comunicato stampa del 22 giugno 2011, il cda di Cassa depositi e prestiti ha approvato la costituzione della società per azioni per l'assunzione di partecipazioni strategiche ("**Fondo Strategico Italiano**"); il successivo 27 luglio ha annunciato l'approvazione del relativo statuto. Il 30 novembre 2011 Cassa Depositi e Prestiti ha deliberato la sottoscrizione di 4 miliardi di euro di aumenti di capitale del Fondo Strategico Italiano (FSI). Grazie all'ingresso di altri soci - enti pubblici, fondazioni di origine bancaria, banche, assicurazioni, casse previdenziali e altri investitori istituzionali, anche esteri - la dimensione di FSI si attesterà a circa 7 miliardi di euro.

Infine si ricorda che il **D. L. 21 del 2012**, nel riformare la disciplina dei poteri speciali dell'esecutivo in settori di particolare rilevanza strategica (difesa, sicurezza nazionale, trasporti, energia e comunicazioni), ha altresì inciso sulla normativa delle società privatizzate, anche quotate, operanti nei predetti comparti. Si rinvia al tema sulla **salvaguardia degli asset strategici** per approfondimenti.

Parità di accesso agli organi societari

La **legge 12 luglio 2011, n. 120** reca disposizioni in materia di **parità di accesso agli organi di amministrazione** e di controllo delle società quotate in mercati regolamentati. La legge, preso atto della situazione di cronico squilibrio nella rappresentanza dei generi nelle posizioni di vertice delle imprese quotate in mercati regolamentati, persegue l'obiettivo di riequilibrare a favore delle donne l'accesso alle cariche direttive di tali società. Si rinvia al relativo **tema web** per approfondimenti.

Rinvio della convocazione dell'assemblea per alcune società quotate

Anche in deroga a quanto previsto dalle disposizioni ordinarie in materia di società quotate, nel corso della XVI Legislatura si sono succeduti specifici interventi normativi volti a tutelare le **società quotate nazionali** considerate di particolare interesse strategico, ai fini del rilancio dell'economia nazionale, della competitività del Paese e del rafforzamento del settore industriale nazionale.

In particolare, in deroga alle disposizioni del già citato **D.L. n. 27 del 2010**, il **decreto-legge 25 marzo 2011, n. 26** ha inteso posticipare i termini per la convocazione dell'assemblea annuale, successiva alla chiusura dell'esercizio 2010, di alcune tipologie di società quotate: tale posticipo ha interessato, in particolare, le società cui si applica l'articolo 154-ter del TUF, ovvero gli **emittenti quotati** che hanno **l'Italia come Stato membro d'origine**, investiti dall'obbligo di pubblicare alcune relazioni finanziarie a cadenza periodica (relazione finanziaria annuale, semestrale, resoconto intermedio di gestione).

L'indagine conoscitiva sulla crisi finanziaria internazionale e i suoi effetti sull'economia italiana

Nel corso del 2008 la 6^a Commissione Finanze e tesoro del **Senato** ha svolto **un'indagine conoscitiva sulla crisi finanziaria internazionale e sui suoi effetti sull'economia italiana**, con un programma di audizioni che ha coinvolto l'ISVAP, l'ANIA, la Consob, Borsa Italiana S.p.A., l'ABI, la COVIP, la Banca d'Italia ed il Ministro dell'economia e delle finanze. Nel documento conclusivo **Doc. XVII, n. 1** approvato il 22 dicembre 2008 la Commissione ha espresso forte preoccupazione per gli effetti della crisi finanziaria in termini di perdita di credibilità e affidamento del sistema bancario e finanziario, rilevando l'analogia tra alcune evidenze emerse nel corso degli scandali finanziari degli anni passati e la passività degli operatori rispetto a meccanismi di finanziamento e copertura dei rischi, posti a carico dei risparmiatori in ultima istanza. Il sistema finanziario e bancario italiano, che presenta rispetto ad altri paesi aspetti di maggiore solidità e maggiore capacità di ripresa, a parere della Commissione, deve svolgere un ruolo di sostegno e di accompagnamento delle scelte di investimento per il superamento della difficile congiuntura, in particolare nei confronti delle piccole e medie imprese. La Commissione ha fatto esplicito richiamo alla responsabilità degli amministratori e dei manager al rispetto di principi etici e deontologici all'altezza del loro ruolo; in relazione al ruolo e all'attività di controllo e sanzione delle autorità di vigilanza, è stata sollecitata la creazione di un organismo di vigilanza e controllo a livello europeo; infine è stata sottolineata l'urgenza di una disciplina comunitaria che regolamenti l'attività delle agenzie di *rating*.

L'indagine conoscitiva sui mercati degli strumenti finanziari

Il 19 luglio 2011 la VI Commissione Finanze della Camera ha concluso **l'indagine conoscitiva sui mercati degli strumenti finanziari**, volta sostanzialmente ad approfondire le ragioni dello sviluppo, storicamente limitato, in Italia, di tali mercati, e le ricadute che tale

condizione ha avuto sugli assetti complessivi del sistema imprenditoriale nazionale, sui suoi rapporti con il settore finanziario e creditizio, nonché sui modelli di sviluppo del capitalismo italiano, approvando il relativo documento conclusivo.

In particolare, la Commissione ha rilevato che le potenzialità e le arretratezze dei mercati degli strumenti finanziari in Italia attengono principalmente alla debolezza dei mercati dei capitali ed alla scarsità dei canali a disposizione delle imprese per alimentare finanziariamente la propria capitalizzazione e le proprie prospettive di crescita. In tal senso, tra gli interventi correttivi da realizzare, sono emerse esigenze che necessitano di essere affrontate mediante misure di carattere normativo, mentre altre sembrano doversi demandare all'attività di vigilanza svolta sul settore dalle autorità competenti. La Commissione ha quindi fornito alcune specifiche linee guida su cui dovrebbero muoversi i predetti interventi. Per ulteriori informazioni si rinvia alla [scheda di approfondimento](#) relativa alla predetta indagine conoscitiva.

Cambiali finanziarie

Tra le proposte operative formulate dalla Commissione VI Finanze all'esito dell'indagine sui mercati degli strumenti finanziari vi è quella di valorizzare e potenziare nuovi strumenti, aggiuntivi e non sostitutivi del capitale privato, di sostegno pubblico o misto pubblico - privato alla capitalizzazione delle imprese, soprattutto di piccole e medie dimensioni.

A tal fine si è proposto di rilanciare lo strumento delle cosiddette "carte commerciali" (*commercial papers*), anche attraverso la revisione della [legge n. 43 del 1994](#), definendo le condizioni per rilanciare un mercato specifico sul quale negoziare tali titoli di debito, che sia in grado di assicurare la rigorosa tutela degli investitori, di consentire la conoscenza e trasparenza degli emittenti e di ridurre i costi di emissione.

In attuazione delle predette linee-guida, l'[articolo 32 del D.L. 83 del 2012](#) (successivamente modificato ed integrato) ha consentito alle società non emittenti strumenti finanziari quotati su mercati regolamentati o su sistemi multilaterali di negoziazione, diverse dalle banche e dalle micro-imprese, di emettere **cambiali finanziarie** e **obbligazioni** a specifiche condizioni di legge.

La disciplina delle "vendite allo scoperto"

Il Regolamento europeo in materia di *short selling* (Regolamento UE n. 236/2012) ha introdotto obblighi di segnalazione delle posizioni nette corte sopra una certa soglia e alcune limitazioni alle cd. "vendite allo scoperto" di strumenti finanziari. Esso è entrato in vigore il 1° novembre 2012.

La "vendita allo scoperto" è un'operazione finanziaria che consiste nella vendita, effettuata nei confronti di uno o più soggetti terzi, di titoli non direttamente posseduti dal venditore. Essi, durante l'operazione di *short selling*, vengono istantaneamente prestati dal loro fornitore al venditore allo scoperto e quindi subito venduti da quest'ultimo. Tale operazione si configura quindi come un prestito non di denaro bensì di titoli e solitamente contempla l'obbligo di corrispondere un interesse al soggetto prestatore. L'ammontare dell'interesse da pagare cresce in relazione all'aumento della durata del prestito di titoli, poiché chi effettua la vendita deve, entro un certo lasso temporale, acquistare sul mercato (quindi a prezzo di mercato) i titoli, rifondendoli così al prestatore: operazione tecnicamente definita ricopertura dello scoperto. Per l'acquirente lo *short selling* attuato dal venditore è praticamente invisibile e perciò ininfluenza, dunque per il compratore non vi è differenza tra i titoli acquistati da una

vendita allo scoperto o non allo scoperto.

Per i titoli di Stato e i *credit default swap* sul debito sovrano (ovvero contratti derivati che tutelano i sottoscrittori dal rischio derivante dai titoli di debito sovrano) il citato Regolamento introduce – tra l'altro - specifici obblighi di segnalazione e trasparenza, nonché il **divieto di effettuare vendite allo scoperto in assenza della disponibilità dei titoli** e di assumere posizioni *uncovered* su *credit default swap* su emittenti sovrani. Sono esenti dalle predette regole le attività svolte dai *market maker* e dagli operatori principali autorizzati in titoli di Stato, previa notifica alle autorità competenti.

In base a quanto previsto dal nuovo articolo 4-ter del TUF (introdotto dal **D.L. 179 del 2012**), la Banca d'Italia e la Consob sono le autorità competenti per ricevere le notifiche, attuare le misure ed esercitare le funzioni e i poteri ordinari previsti dal regolamento; il Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) è l'autorità competente per i poteri di intervento in circostanze eccezionali, da esercitare su proposta della Banca d'Italia, sentita la Consob. In particolare, alla Banca d'Italia dovranno essere effettuate le notifiche delle posizioni corte nette sul debito sovrano e le notifiche da parte dei *market maker* italiani e degli operatori principali autorizzati in titoli di Stato che intendono avvalersi delle esenzioni.

La Banca d'Italia ha emanato un **comunicato** relativo alle modalità operative delle nuove regole, illustrandone altresì il **contenuto**.

Consulenza finanziaria

A seguito del recepimento della direttiva MiFID (**direttiva 2004/39/CE** relativa ai mercati degli strumenti finanziari), l'autorizzazione ad esercitare attività di **consulenza finanziaria** è stata estesa, oltre alle banche e alle imprese di investimento, anche ai **privati** in possesso di specifici requisiti, a patto di non detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti. E' stato poi stabilito (**articolo 19, comma 14 del D.Lgs. n. 164 del 2007**) un limite temporale, in origine fissato al 30 giugno 2008 e da ultimo prorogato al 30 giugno 2013 (articolo 1, comma 388, tabella 2, n. 10 della **legge di stabilità 2013, legge n. 228 del 2012**), per l'esercizio di tale attività da parte dei privati che al 30 ottobre 2007 prestavano già consulenza in materia di investimenti senza detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti. Conseguentemente, nonostante l'esercizio professionale di servizi e attività di investimento sia riservato dalla legge a banche e imprese di investimento, i soggetti che al 31 ottobre 2007 prestavano consulenza in materia di investimenti possono continuare a svolgere tale servizio, senza detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti, fino al 30 giugno 2013.

Inoltre, si ricorda che l'**articolo 2 della legge 18 giugno 2009, n. 69** ha disciplinato le **società di consulenza finanziaria**, consentendo l'esercizio dell'attività a persone giuridiche costituite in forma di società per azioni e società a responsabilità limitata, a determinate condizioni e in possesso dei requisiti stabiliti dalla legge.

Diritto delle società

Si ricordano infine gli **interventi connessi alla attività di impresa**: in primo luogo, le misure in tema di lotta alla contraffazione ed in generale di **tutela dei diritti di proprietà industriale**; quelle sulle **fusioni e scissioni societarie**; la disciplina delle **s.r.l. semplificate e a capitale ridotto**, le modifiche in materia di **società cooperative e di mutuo soccorso**. Nel settore processuale, va segnalata l'istituzione del cd. **Tribunale delle imprese** e la soppressione del rito societario. Altri interventi hanno riguardato modifiche alla **disciplina**

del concordato preventivo.

Approfondimenti

- I Regolamenti attuativi del DLgs n. 39/2010 in materia di revisione legale dei conti
- Indagine conoscitiva sui mercati degli strumenti finanziari
- La tutela degli investitori
- Le modifiche al regolamento emittenti in tema di offerta pubblica di acquisto: adeguamento alle norme comunitarie ed alle disposizioni legislative di recepimento
- Opa e misure difensive nei Paesi europei

Dossier pubblicati

- A.C. 4219 Offerte pubbliche d'acquisto e misure difensive in Francia, Germania, Regno Unito e Spagna (aggiornamento) (29/03/2011)
- Parità di accesso agli organi di amministrazione e di controllo delle società quotate - A.C. 2426-2956-B - Elementi per l'istruttoria legislativa (23/03/2011)
- Attuazione della direttiva 2006/43/CE del 17 maggio 2006, relativa alle revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati, che modifica le direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE e abroga la direttiva 84/253/CEE. Schema di D.Lgs. n. 143 (art. 1, c. 3, L. 88/2009). Elementi per l'istruttoria normativa (16/11/2009)
- Norme in materia di poteri speciali sugli assetti societari nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, nonché per le attività di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni D.L. 21/2012 ' A.C. 5052 (21/03/2012)
- Norme in materia di poteri speciali sugli assetti societari nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, nonché per le attività di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni D.L. 21/2012 ' A.C. 5052 - Elementi per l'istruttoria legislativa (21/03/2012)
- A.C. 5052 La disciplina della golden share in Francia e Germania (28/03/2012)
- A.C. 5052 La disciplina della golden share in Belgio, Regno Unito e Spagna (28/03/2012)

Documenti e risorse web

- CONSOB, Delibera n. 17731/2011 (Modifiche al regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 concernente la disciplina degli emittenti, adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e s.m.)
- Fondo Strategico Italiano - Conferenza stampa presso la Cassa depositi e prestiti
- CONSOB - Consultazione sulle modifiche derivanti dall'attuazione della direttiva Prospetti
- Commissione Nazionale per le Società e la Borsa - Delibera n. 18079 - Recepimento direttiva prospetti
- Audizione del presidente CONSOB sul mercato finanziario e sull'attività dell'Autorità presso la VI Commissione Finanze della Camera dei Deputati - 25 ottobre 2012

Approfondimento: I Regolamenti attuativi del DLgs n. 39/2010 in materia di revisione legale dei conti

Il **D.Lgs. n. 39 del 2010**, nel recepire la **direttiva 2006/43/CE** relativa alle revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati, ha disposto la revisione della disciplina previgente. L'attività del revisore è definita **revisione legale dei conti** e non più controllo contabile. Viene, poi, introdotto un **Registro unico**, al quale sono iscritti tutti i soggetti abilitati allo svolgimento della revisione, con abolizione dell'Albo speciale delle società di revisione previsto dal **D.Lgs. n. 58 del 1998** (TUF).

Per quanto concerne lo svolgimento dell'attività, le nuove disposizioni tendono ad un generale **rafforzamento dei valori professionali e di comportamento** richiesti ai soggetti che esercitano la revisione legale dei conti, attraverso la previsione di specifici principi etici, di indipendenza e di professionalità. La revisione legale dovrà, inoltre, svolgersi nel rispetto dei **principi di revisione** che saranno adottati dalla Comunità Europea in base alla **direttiva 2006/43/CE**. In attesa della loro emanazione, la revisione legale sarà svolta in conformità ai principi di revisione elaborati da associazioni e ordini professionali e dalla Consob.

Il registro comprende una sezione (c.d. degli **inattivi**) in cui sono collocati gli iscritti che non svolgono incarichi di revisione legale per almeno tre anni, nonché coloro che, privi di incarichi, ne facciano espressa richiesta, non essendo ancora trascorsi i tre anni. I revisori legali, iscritti nella sezione del registro c.d. degli inattivi, che intendano accettare un nuovo incarico devono seguire apposito percorso di formazione professionale, secondo le modalità previste dalla disciplina di attuazione.

Il **D.Lgs. n. 39/2010** ha affidato al Ministero dell'economia e delle finanze le competenze in materia di revisione legale dei conti. Conseguentemente il Ministro dell'economia e delle finanze ha emanato i seguenti decreti attuativi:

- **Decreto 20 giugno 2012, n. 144:** “**Regolamento** concernente le **modalità di iscrizione e cancellazione dal Registro dei revisori legali**, in applicazione dell'**articolo 6 del decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 39**, recante attuazione della **direttiva 2006/43/CE** relativa alle revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati” (di concerto con il Ministro della giustizia, in G.U. n. 201 del 29 agosto 2012);
- **Decreto 20 giugno 2012, n. 145:** **Regolamento** in applicazione degli articoli 2, commi 2, 3, 4 e 7 e 7, comma 7, del **decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 39**, recante attuazione della **direttiva 2006/43/CE** in materia di revisione legale dei conti annuali e dei conti consolidati”; tale Regolamento disciplina il **Registro** e in particolare: i requisiti di iscrizione per le persone fisiche e per le società di revisione, l'iscrizione dei revisori di altri Stati membri dell'UE o di Paesi terzi, il contenuto informativo del registro e la sua prima formazione (in G.U. n. 201 del 29 agosto 2012);
- **Decreto 25 giugno 2012, n. 146:** “**Regolamento** riguardante il **tirocinio** per l'esercizio dell'attività di revisione legale, in applicazione dell'**articolo 3 del decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 39**, recante attuazione della **direttiva 2006/43/CE** relativa alle revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati” (di concerto con il Ministro della giustizia, in G.U. n. 201 del 29/8/2012);
- **Decreto 1 ottobre 2012:** Determinazione dell'entità e delle modalità di versamento degli **oneri in misura fissa** previsti dal **decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 39** in materia di revisione legale dei conti e dei relativi regolamenti attuativi (in G.U. n. 251 del 26/10/2012);
- **Decreto 24 settembre 2012** - Determinazione dell'entità e delle modalità di

versamento del **contributo annuale** degli iscritti al Registro dei revisori legali (in G.U. n. 253 del 29 ottobre 2012);

- **Decreto 24 settembre 2012** - Istituzione presso il Ministero dell'economia e delle finanze della **Commissione centrale per i revisori contabili** (in G.U. n. 253 del 29 ottobre 2012);
- **Decreto 28 dicembre 2012, n. 261: Regolamento** concernente i casi e le modalità di **revoca, dimissioni e risoluzione** consensuale dell'incarico di revisione legale, in attuazione dell'**articolo 13, comma 4, del D.Lgs. n. 39 del 2010** (in G.U. n. 43 del 20 febbraio 2013);
- **Decreto 8 gennaio 2013, n. 16: Regolamento** concernente la gestione della "Sezione dei revisori **inattivi**", in attuazione dell'**articolo 8, comma 2, del D.Lgs. n. 39 del 2010** (di concerto con il Ministro della giustizia, in G.U. n. 43 del 20 febbraio 2013).

Si segnala, inoltre, che la **Banca d'Italia** ha assunto il **Provvedimento 30 gennaio 2013**, con il quale sono individuati gli **indicatori di anomalia** per le società di revisione e revisori legali con incarichi di revisione su enti di interesse pubblico.

Approfondimento: Indagine conoscitiva sui mercati degli strumenti finanziari

Il 19 luglio 2011 la VI Commissione Finanze ha approvato il documento conclusivo dell'indagine conoscitiva sui mercati degli strumenti finanziari, volta ad approfondire le ragioni dello sviluppo, storicamente limitato, in Italia, di tali mercati, e le ricadute che tale condizione ha avuto sugli assetti complessivi del sistema imprenditoriale nazionale, sui suoi rapporti con il settore finanziario e creditizio, nonché sui modelli di sviluppo del capitalismo italiano.

Gli obiettivi dell'indagine

L'indagine conoscitiva **sui mercati degli strumenti finanziari** è stata deliberata dalla VI Commissione Finanze il 29 luglio 2010 con l'obiettivo di analizzare le evoluzioni storiche, l'attuale condizione e le prospettive di questo settore, per quanto riguarda gli aspetti quantitativi ed i profili macroeconomici, verificando in tale contesto anche l'efficacia e l'adeguatezza del quadro normativo nazionale, comunitario ed internazionale, nonché degli assetti regolamentari e di vigilanza sussistenti in materia.

In particolare, l'indagine ha analizzato nel dettaglio la struttura dei mercati degli strumenti finanziari, regolamentati e non regolamentati, sotto il profilo dei relativi costi di accesso e di permanenza e con specifico riferimento alle problematiche relative alle piccole e medie imprese, nonché della regolamentazione e degli assetti proprietari. Particolare attenzione è stata dedicata alle problematiche relative alla tutela dei piccoli risparmiatori, nonché al ruolo svolto dalle società di gestione del mercato, segnatamente per quanto attiene all'attività di ammissione alla negoziazione ed alle loro competenze regolatorie. L'indagine ha consentito alla Commissione di evidenziare le potenzialità e le arretratezze dei mercati degli strumenti finanziari in Italia, che attengono principalmente alla debolezza dei mercati dei capitali ed alla scarsità dei canali a disposizione delle imprese per alimentare finanziariamente la propria capitalizzazione e le proprie prospettive di crescita.

Nel corso dell'indagine sono stati ascoltati il Presidente della CONSOB, il Vice Direttore generale della Banca d'Italia, il Presidente dell'Associazione bancaria italiana (ABI), il Presidente di ASSONIME, l'Amministratore delegato di Borsa Italiana Spa, esponenti del settore finanziario e creditizio, nonché esperti e studiosi della materia.

Il **19 luglio 2011** la VI Commissione Finanze ha concluso l'indagine conoscitiva ed ha approvato il **documento conclusivo**.

Le proposte della Commissione

La Commissione Finanze ha innanzitutto rilevato l'esigenza di promuovere taluni **interventi correttivi**, che dovranno essere realizzati sia attraverso misure di carattere normativo, sia mediante l'attività di vigilanza svolta sul settore dalle autorità competenti. Tali interventi dovrebbero in particolare orientarsi, ad avviso della Commissione, secondo alcune **linee guida**, che essa intende proporre al dibattito politico ed alla discussione pubblica, tra le quali si ricordano:

- estendere e diversificare i canali e gli strumenti attraverso cui le risorse finanziarie affluiscono al sistema delle imprese, affiancando al finanziamento bancario altri meccanismi che prevedano un più ampio **ricorso al mercato dei capitali**;

- favorire la liquidità, ampiezza e trasparenza dei mercati dei capitali, al fine di consentire a questi ultimi di esprimere appieno le loro potenzialità di creazione di valore e di sostegno alla crescita del sistema imprenditoriale, garantendo, al contempo, la **tutela dei risparmiatori**;
- innovare la cultura dell'imprenditoria e della finanza italiana, nel senso di superare quelle resistenze che si oppongono in maniera ingiustificata ad una maggiore apertura del capitale delle imprese;
- **semplificare le regole e gli adempimenti amministrativi e regolamentari** in sede di ammissione alla quotazione, evitare duplicazioni e sovrapposizioni normative, sia a livello europeo sia a livello nazionale, nonché assicurare maggiore stabilità nel tempo delle regole vigenti in materia, assicurando un equilibrato **bilanciamento** tra le predette esigenze di semplificazione delle regole e di riduzione dei costi con quelle di **tutela degli azionisti di minoranza**;
- **rivedere** ed uniformare a livello europeo la **disciplina delle offerte pubbliche di acquisto** (OPA), al fine di: porre tutti gli operatori economici nelle medesime condizioni giuridiche; bilanciare l'esigenza di contendibilità delle imprese con quella di non indurre il ricorso a forme di controllo articolate ed opache; assicurare la trasparenza delle condizioni e degli obiettivi di tali acquisizioni; salvaguardare il patrimonio sociale e tutelare gli azionisti di minoranza;
- ripensare la **disciplina sui prospetti e sulla trasparenza dei prodotti finanziari**, che non dovrebbe essere più basata prioritariamente sui contenuti informativi del prospetto, sottolineando invece maggiormente la responsabilità, per gli intermediari che collocano presso il pubblico i prodotti, di fornire alla clientela *retail* un'efficace informativa sul singolo strumento finanziario;
- aprire una riflessione relativamente alla **revisione della disciplina sulla quotazione**, in particolare per quanto riguarda la ripartizione di compiti fra CONSOB e Borsa Italiana rispetto alle funzioni di *listing*, assicurando in tale contesto un adeguato temperamento tra l'esigenza di sviluppo del mercato e quella di **tutela degli investitori e della clientela retail**;
- **riorganizzare il sistema dei mercati degli strumenti di equity su più livelli**, nei quali le regole ed il grado di trasparenza siano commisurati adeguatamente alle dimensioni, alle caratteristiche ed agli obiettivi delle società quotate, e superando il concetto di mercato dedicato alle piccole e medie imprese, che non si è rivelato produttivo nel contesto italiano, tenendo conto a questo riguardo degli approfondimenti che la CONSOB sta svolgendo in merito con gli operatori del mercato;
- eliminare dall'ordinamento tributario quegli elementi che possono indurre distorsioni nelle scelte di finanziamento delle imprese, introducendo, nel rispetto degli equilibri di finanza pubblica, **meccanismi fiscali agevolativi** che favoriscano gli investimenti nel capitale delle imprese, soprattutto di piccole e medie dimensioni;
- valorizzare nuovi strumenti, aggiuntivi e non sostitutivi del capitale privato, di **sostegno pubblico o misto pubblico - privato alla capitalizzazione delle imprese**, soprattutto di piccole e medie dimensioni, garantendo a tal fine criteri che disciplinino chiaramente condizioni e tempi della partecipazione al capitale; piena trasparenza nella selezione delle iniziative imprenditoriali che si intende sostenere; massima conoscibilità di tali strumenti da parte dei soggetti privati interessati; temporaneità della partecipazione al capitale; meccanismi di fuoriuscita dal capitale che non risultino traumatici per l'impresa partecipata;
- **ampliare il panorama del mercato del debito**, ad esempio rilanciando lo strumento delle cosiddette «carte commerciali» (*commercial papers*), anche attraverso la revisione della **legge n. 43 del 1994**, definendo le condizioni per rilanciare un mercato specifico sul quale negoziare tali titoli di debito, che sia in grado di assicurare la rigorosa tutela degli investitori, di consentire la conoscenza e trasparenza degli emittenti e di ridurre i costi di emissione.

Al di là delle questioni specifiche, la Commissione ha rimarcato l'esigenza che la **politica si riappropri della capacità di governare i processi di evoluzione** che stanno interessando

il settore finanziario, in particolare migliorando la capacità di definire un quadro normativo armonizzato e stabile. Il dato più preoccupante che emerge dalle vicende di questi anni, anche alla luce delle turbolenze che stanno caratterizzando gli ultimi mesi, sta infatti nella condizione di subalternità in cui i decisori politici versano rispetto alle istanze dei mercati finanziari, che sembrano ormai in grado di dettare l'intonazione delle variabili macroeconomiche e di fissare gli obiettivi, i contenuti e la tempistica della politica economica perseguita dagli Stati.

Approfondimento: La tutela degli investitori

Con il **decreto legislativo 17 luglio 2009, n. 101** si è inteso attuare due deleghe legislative: la prima (**articolo 12 della legge 28 dicembre 2005, n. 262**, “legge sul risparmio”) conferita al fine di integrare e correggere le norme (contenute nel **decreto legislativo 28 marzo 2007, n. 51**) concernenti il prospetto per l’offerta o l’ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari; la seconda (**articolo 1, comma 5 della legge 18 aprile 2005, n. 62**) che integra e corregge le norme (**D.Lgs. 17 settembre 2007, n. 164**) di attuazione della Direttiva sui mercati di strumenti finanziari (MiFID), n. 2004/39/CE.

Il **D. Lgs. n. 101/2009** prevede inoltre l’**estensione** delle **tutele**, attualmente offerte dal TUF e dalle Autorità di vigilanza per quanto attiene alla negoziazione di strumenti finanziari su mercati regolamentati, anche **alla negoziazione di strumenti finanziari sui sistemi multilaterali di scambio**, con particolare riguardo alla protezione dagli “abusi di mercato”. L’intervento è motivato dalla necessità di garantire adeguati livelli di tutela (al pari di quanto già avviene negli ordinamenti di altri Stati) per gli investitori che si rivolgono ai sistemi multilaterali di scambio, consentendo anche una riduzione del costo della raccolta di capitale per le piccole e medie imprese i cui titoli siano scambiati su tali mercati.

Agenzie di rating del credito

In attuazione della delega contenuta nella legge comunitaria 2009 (**articolo 50 della legge n. 96/2010**) è stato adottato il **D.Lgs. 5 ottobre 2010, n. 176**, recante l’attuazione del **regolamento (CE) n. 1060/2009** relativo alle **agenzie di rating del credito**. Le disposizioni attribuiscono alla Consob la competenza a svolgere i compiti indicati dalle norme europee; in particolare, l’Autorità esercita i poteri di vigilanza sulle agenzie di rating (ispezioni, richieste di documentazione etc.) e adotta le opportune misure sanzionatorie, anche di natura interdittiva. Si ricorda inoltre che nell’ottobre 2010 la VI Commissione Finanze, in esito all’esame svolto ai sensi dell’articolo 127 del Regolamento della Camera, ha approvato un documento finale sulla proposta di modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito che operano nell’UE.

Il recepimento della Direttiva UCITS - IV

La Consob ha posto in pubblica consultazione, sul proprio sito internet, un documento che illustra numerose proposte di modifica a diverse fonti secondarie (Regolamento Intermediari, Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio della Banca d’Italia, disciplina della Banca d’Italia relativa all’autorizzazione delle funzioni di banca depositaria, Regolamento congiunto Banca d’Italia – Consob in materia di organizzazione e controlli degli intermediari che prestano servizi di investimento e di gestione collettiva). Tali modifiche sono volte a recepire, a livello di normazione secondaria, la direttiva 2009/65/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 13 luglio 2009 (UCITS IV) concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), che introduce una serie di misure per promuovere una maggiore integrazione del mercato europeo del risparmio gestito, attraverso regole che agevolano l’operatività transfrontaliera delle società di gestione.

Approfondimento: Le modifiche al regolamento emittenti in tema di offerta pubblica di acquisto: adeguamento alle norme comunitarie ed alle disposizioni legislative di recepimento

Con la **delibera n. 17731 del 5 aprile 2011** la Consob ha operato la **revisione del Titolo II, Parte II, del Regolamento Emittenti** (approvato dalla Consob con delibera n. 11971 e successive modificazioni) al fine di dare attuazione alle **modifiche legislative progressivamente intervenute nella normativa in materia di offerte pubbliche di acquisto o di scambio**.

La direttiva 2004/25/CE: passivity e breakthrough rules, regola di reciprocità

Come precisato dall'Autorità *nell'executive summary* che ha accompagnato la pubblicazione della delibera, la revisione del Regolamento Emittenti ha da un lato recepito le disposizioni comunitarie contenute nella **Direttiva 2004/25/CE** (con esercizio delle deleghe regolamentari attribuite alla Consob dalla nuova disciplina contenuta nel TUF), prendendo altresì in considerazione questioni emerse nell'esperienza applicativa della vigente disciplina, nonché dell'analisi comparata degli ordinamenti dei principali Paesi.

La direttiva OPA disciplina la "**regola della passività**" (cd. "*passivity rule*") dell'organo di amministrazione della società-bersaglio, che statuisce un obbligo di astensione dal compimento di misure difensive in pendenza di offerta, salvo che ricorra una preventiva autorizzazione dell'assemblea (articolo 9 della Direttiva) ricevuta dopo la presentazione dell'offerta stessa. Il successivo articolo 12, commi 1 e 2, della Direttiva dispone però che gli Stati membri possono depotenziare l'efficacia della regola richiamata, consentendo di non renderla imperativa ma di permettere alle società nazionali di introdurla in via statutaria.

L'articolo 11 della Direttiva si occupa anche della "**regola di neutralizzazione automatica**" (cd. "*breakthrough rule*"), ai sensi della quale non si applicano all'offerente tutte le restrizioni che potrebbero impedire l'acquisto o l'esercizio del controllo, riconoscendo un equo indennizzo per le eventuali perdite subite a seguito dell'applicazione di detta clausola.

In particolare, l'articolo 11 della Direttiva prevede che:

1) tutte le restrizioni al trasferimento di titoli previste nello statuto della società emittente o in accordi contrattuali tra la società emittente e i possessori di titoli della stessa o in accordi contrattuali tra i possessori di titoli della società emittente conclusi dopo l'adozione della direttiva, non si applichino nei confronti dell'offerente durante il periodo entro il quale l'offerta deve essere accettata;

2) tutte le restrizioni al diritto di voto previste nello statuto della società emittente o in accordi contrattuali tra la società emittente e i possessori di titoli della stessa o in accordi contrattuali tra i possessori di titoli della società emittente conclusi dopo l'adozione della direttiva non hanno effetto nell'assemblea generale che decide eventuali misure di difesa conformemente all'articolo 9;

3) i titoli a voto plurimo conferiscono soltanto un voto nell'assemblea generale che decide eventuali misure di difesa conformemente all'articolo 9;

4) qualora, a seguito di un'offerta, l'offerente detenga il 75 per cento o più del capitale con diritto di voto, le eventuali restrizioni al trasferimento di titoli e ai diritti di voto e qualsiasi

diritto straordinario degli azionisti riguardante la nomina o la revoca di membri del consiglio di amministrazione previsto nello statuto della società emittente non vengono applicati; i titoli a voto plurimo conferiscono soltanto un voto nella prima assemblea generale che segue la chiusura dell'offerta, convocata dall'offerente per modificare lo statuto societario o revocare o nominare i membri dell'organo di amministrazione.

Tali regole, in considerazione delle diversità che intercorrono tra gli ordinamenti degli Stati membri, sono assoggettate a un regime opzionale (ai sensi del *considerando* n. 21 e del richiamato articolo 12 della Direttiva). Si consente infatti agli Stati membri di non esigere l'applicazione delle regole di passività e di neutralizzazione; in tal caso le società devono poter applicare (facoltà comunque reversibile) le predette regole in via statutaria, sempre che la relativa decisione sia adottata dall'assemblea degli azionisti e notificata a tutte le autorità di vigilanza degli Stati membri in cui i titoli oggetto di offerta risultino quotati.

Nel disporre quanto sopra, la Direttiva ha altresì previsto che gli Stati membri, in conformità alle condizioni stabilite dagli ordinamenti nazionali, possano introdurre – sia nel caso in cui le regole di passività e/o di neutralizzazione siano state recepite in via legislativa, sia nel caso in cui la relativa applicazione sia rimessa allo statuto – la cd. “**clausola di reciprocità**”. In base a quest'ultima, gli Stati membri possono consentire alle società nazionali di disapplicare le richiamate regole di passività e di neutralizzazione in caso di offerta promossa da un soggetto (o da società da esso controllata) che non sia tenuto, in base alla normativa del proprio Paese ovvero per una specifica scelta statutaria, al rispetto delle stesse.

La disciplina italiana di recepimento e l'attuale quadro normativo

La **Direttiva 2004/25/CE** sulle offerte pubbliche di acquisto è stata recepita con il **decreto legislativo 19 novembre 2007, n. 229**, che ha apportato modifiche ed integrazioni al Testo Unico sull'Intermediazione finanziaria – TUF (**d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58**).

La normativa in materia di OPA è stata oggetto di successivi interventi legislativi: il **decreto-legge 185/2008**[1] ha tra l'altro modificato la normativa in materia di *passivity rule* e neutralizzazione; il **decreto-legge n.5/2009**[2], al fine di rafforzare “gli strumenti di difesa da manovre speculative”, ha apportato modifiche al TUF, in materia di OPA da consolidamento e trasparenza proprietaria, e al codice civile per quanto attiene alla disciplina dell'acquisto di azioni proprie; il **decreto legislativo n. 146/2009** che ha integrato e corretto il predetto decreto legislativo di recepimento n. 229/2007.

In relazione alla ***passivity rule***, in un primo momento il legislatore (**D.Lgs. n. 229/2007**) aveva recepito l'obbligo di astensione degli amministratori dal compimento di atti ostili all'opa in assenza di preventiva autorizzazione assembleare. Per effetto delle modifiche legislative apportate dall'**articolo 13 del decreto-legge n. 185 del 2008**, la disciplina della *passivity rule* era divenuta opzionale, potendo essere prevista dallo statuto delle società quotate. A seguito degli interventi apportati con l'**articolo 1, comma 3, del Decreto legislativo n. 146/2009**, è stata **ripristinata l'imperatività della regola di passività**; viene però prevista la **derogabilità in via statutaria**, in tutto o in parte, di tali disposizioni (come previsto dal novellato comma 1-ter dell'articolo 104 TUF). Tali modifiche statutarie devono essere comunicate al pubblico, alla Consob e alle autorità di vigilanza in materia di offerte pubbliche di acquisto degli Stati membri in cui i loro titoli sono ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o in cui è stata chiesta tale ammissione.

Una specifica disciplina della **breakthrough rule** non esisteva prima del recepimento della **direttiva 2004/25/CE**. Il legislatore ha dunque aggiunto al TUF l'articolo 104-*bis*, che ha disciplinato e in un primo momento reso imperativa la regola di neutralizzazione.

Il citato **articolo 13 del D.L. 185/2008**, pur mantenendo invariato il contenuto della norma, ha attribuito alle società italiane quotate la **facoltà di introdurre nello statuto la regola di neutralizzazione** delle limitazioni al trasferimento dei titoli, la quale ha dunque **cessato di essere imperativa**. Essa è dunque applicabile solo nei confronti di quelle società che, in virtù della propria autonomia statutaria, ne abbiano prevista l'adozione.

La regola di neutralizzazione non trova applicazione con riferimento ai poteri speciali dello Stato, ai limiti al possesso azionario e al diritto di voto previsti per le società privatizzate dall'art. 2 e dall'**art. 3 del d.l. 332/1994**, convertito nella **legge n. 474/1994**. Il **D.Lgs. 146/2009** ha confermato l'applicazione facoltativa in via statutaria per la regola della neutralizzazione.

Infine, per quanto concerne la **regola di reciprocità**, al momento di recepire la direttiva OPA è stato inserito nel TUF l'articolo 104-*ter*, che consentiva la disapplicazione della *passivity rule* e della clausola di neutralizzazione ove l'offerente, o un soggetto da esso controllato, non fosse soggetto a disposizioni equivalenti; tale scelta conseguiva all'aver imposto per legge alle società quotate le predette due regole. Si intendeva così dar modo alle società italiane di difendersi dagli offerenti esteri per i quali fosse vigente una diversa disciplina in materia di contendibilità societaria.

Nel tempo, il **D. L. 185/2009** e il **D.Lgs. 146/2009** hanno modificato le predette norme per coordinarne il contenuto con le nuove *passivity* e *breakthrough rule*. In particolare, ai sensi dell'articolo 104-*ter*, comma 1, è prevista una diversa applicazione della regola di reciprocità: per quanto riguarda la neutralizzazione, la reciprocità si applica ove la neutralizzazione medesima discenda da una previsione statutaria, mentre per la *passivity rule* l'applicazione è automatica, ove ricorrano le condizioni.

Il **decreto-legge n.5/2009** ha modificato la disciplina della cd. OPA da consolidamento, prevedendo che l'obbligo di offerta consegua ad acquisti superiori al 5 per cento da parte di coloro che già detengano la partecipazione rilevante ai fini dell'obbligo di OPA senza disporre della maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria. Inoltre, è stato modificato l'art. 2357 del codice civile sulla disciplina delle azioni proprie; l'intervento normativo ha elevato al 20 per cento, dall'originaria misura del 10 per cento, la soglia prevista per l'acquisto di azioni proprie da parte di società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

Il contenuto della delibera 17731

Tra gli obiettivi perseguiti con le modifiche operate al regolamento emittenti, la Consob menziona:

- il rafforzamento della tutela degli azionisti di minoranza nel corso di operazioni che determinano un'evoluzione dell'assetto di controllo della società;
- l'efficienza e la trasparenza del mercato del controllo societario;
- parità di trattamento per investitori italiani ed esteri ed armonizzazione con la disciplina degli altri Paesi, per disciplinare il riconoscimento dei documenti di offerta approvati da Autorità di vigilanza di Stati comunitari ed extracomunitari e allineare la disciplina

nazionale alle prassi prevalenti in sede internazionale, ad esempio in tema di offerte su titoli di debito;

- la riduzione dei costi di *compliance* per gli offerenti, con le modifiche operate al regime degli adempimenti e delle informazioni richieste.

L'approvazione della disciplina è avvenuta a seguito di due fasi di consultazione con il mercato: la prima avviata in data 6 ottobre 2010 e la seconda - più rapida - aperta il 18 febbraio 2011.

La revisione del Regolamento emittenti ha interessato prevalentemente la Parte II del titolo II.

Accanto ad una maggiore specificità delle definizioni e maggior precisione dell'ambito applicativo (secondo la tecnica normativa delle direttive comunitarie e secondo le indicazioni sostanziali della [direttiva 2004/25/CE](#)), è stata semplificata la normativa in materia di offerte su titoli di debito, al fine di adeguarla al quadro internazionale.

A tale scopo è inserito nel Regolamento emittenti l'articolo 35-*ter*, che reca la disciplina degli **adempimenti** per l'ipotesi di **offerte pubbliche di scambio finalizzate all'acquisizione di titoli di debito**. Con il [D.Lgs. 146 del 2009](#) (articolo 1, comma 2, che ha inserito il comma 4-*bis* nell'articolo 102 del TUF) il legislatore ha stabilito infatti che, per le offerte pubbliche di scambio che abbiano ad oggetto obbligazioni e altri titoli di debito, l'offerente possa richiedere alla Consob che l'offerta sia soggetta alla disciplina delle offerte al pubblico di vendita e di sottoscrizione. La Consob accoglie la richiesta entro quindici giorni dalla presentazione ove ciò non contrasti con le finalità di tutela degli investitori, di efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali. Tale intervento ha lo scopo di allineare la disciplina italiana alle prassi in materia di gestione delle passività (*liability management*, gestione dei depositi in enti creditizi) prevalenti a livello internazionale, consentendo alla Consob di rendere applicabile la disciplina delle offerte al pubblico di vendita o sottoscrizione anche alle offerte pubbliche di scambio aventi ad oggetto titoli di debito.

L'Autorità quindi ha dato attuazione alle deleghe regolamentari in materia di **esenzioni dalla disciplina sulle offerte pubbliche di acquisto e scambio**, introducendo l'articolo 35-*bis* nel Regolamento emittenti, in relazione ad offerte aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi dai titoli (articolo 101-*bis*, comma 3-*bis* del TUF).

Il regolamento dirime inoltre i dubbi in ordine all'applicazione della disciplina dell'OPA anche alle cd. **consent solicitation**, operazioni di ristrutturazione del debito soggette alle approvazioni dei titolari dei relativi strumenti. L'Autorità ha puntualizzato che, alla luce dell'analisi comparata e delle particolari modalità di svolgimento di tali operazioni (che prevedono l'approvazione di una delibera da parte dei destinatari della proposta vincolante anche nei confronti di eventuali assenti o dissidenti), è stato riconsiderato il precedente orientamento, ritenendosi che tali operazioni siano estranee alla categoria delle offerte pubbliche di acquisto e scambio.

Le nuove norme regolamentari, oltre ad adeguare il contenuto della comunicazione relativa all'offerta a quanto previsto dalla direttiva (novellato articolo 37), precisano che la predetta comunicazione può essere effettuata dietro prestazione di adeguate garanzie, ovvero dopo che l'offerente si è posto in condizione di far fronte pienamente ad ogni impegno di pagamento del corrispettivo in contanti, ovvero dopo aver adottato tutte le misure ragionevoli per assicurare il soddisfacimento degli impegni relativi a corrispettivi di altra natura (articolo 37-*bis*).

Il Regolamento (articolo 38-*bis*) reca inoltre le condizioni per il riconoscimento, in Italia, del documento di offerta approvato da autorità di vigilanza di altri Stati Membri UE, nonché di altri Stati extracomunitari (articolo 38-*ter*).

Sotto un diverso profilo, l'Autorità sottolinea le misure adottate per correggere gli effetti della **pressure to tender**, ovvero la condizione che interessa i piccoli azionisti destinatari di un'offerta pubblica di acquisto i quali, pur non reputando congruo il prezzo di offerta, sono indotti ad aderirvi dal timore che, in caso di successo, il valore di mercato delle azioni post-OPA si deprima per effetto del nuovo assetto di controllo e/o della minore liquidità. La Consob rileva in merito come tale fenomeno assuma caratteristiche più critiche ai fini della tutela degli investitori nelle offerte promosse da *insider*, ovvero soggetti che detengono una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento (anche mediante adesione a un patto parasociale), soggetti che occupano posizioni di vertice nell'amministrazione societaria e le persone che agiscono in concerto con le menzionate categorie. In tali ipotesi, l'offerente è in possesso di informazioni privilegiate che può utilizzare nel decidere se e a quali condizioni promuovere l'OPA.

Il nuovo articolo 40-*bis* del Regolamento prevede, per il caso di successo di un'offerta promossa da *insider* (comma 1), una riapertura dei termini dell'offerta stessa, al fine di consentire agli investitori che non vi abbiano inizialmente aderito di apportare i propri titoli nel corso del cd. secondo round. Agli offerenti è lasciata la facoltà di prevedere, in alternativa alla riapertura dei termini, che l'offerta sia oggetto di un referendum tra gli oblati e che sia condizionata all'approvazione della maggioranza di coloro che vi aderiscono,

Inoltre, al fine di ridurre le asimmetrie informative a danno degli investitori e in considerazione del rischio che, nelle offerte promosse da *insider*, i legami dell'organo amministrativo della società target con l'offerente ne condizionino l'obiettività, è stato previsto che gli amministratori indipendenti (articolo 39-*bis*) redigano un parere contenente le proprie valutazioni sull'offerta. Ove sia integralmente recepito dall'organo amministrativo della società target, il parere degli amministratori indipendenti è contenuto nel comunicato dell'emittente, altrimenti è pubblicato quale allegato a quest'ultimo.

Le previsioni in materia di riapertura dei termini e parere degli amministratori indipendenti si applicano alle offerte (promosse da *insider*) aventi ad oggetto "titoli" e quote di fondi chiusi.

Le modifiche al Regolamento hanno inoltre interessato le disposizioni in materia di **trasparenza e correttezza** (articoli 41 e 42 del Regolamento)

In particolare, il regime di trasparenza in corso d'OPA applicabile ai "soggetti interessati" viene esteso anche alle operazioni concernenti strumenti finanziari derivati connessi ai prodotti oggetto di offerta. Inoltre, per le operazioni di vendita da parte dell'offerente dei prodotti finanziari oggetto dell'offerta, è introdotta una *disclosure* preventiva volta ad ampliare l'informativa del mercato su comportamenti dell'offerente che muovono in direzione opposta rispetto agli obiettivi dell'offerta: a tal fine, i soggetti interessati comunicano entro la giornata alla Consob e al mercato le operazioni, da essi compiute, di acquisto e vendita dei prodotti finanziari oggetto di offerta, nonché quelle aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati connessi ai prodotti oggetto di OPA. (articolo 41, comma 2, lettera c)).

Tra le norme di correttezza, è prevista la regola di adeguamento del prezzo d'offerta al più alto prezzo pagato dall'offerente (*best price rule*) che trova applicazione non solo nel periodo intercorrente tra la comunicazione dell'offerta e la chiusura della stessa, ma anche nei sei mesi successivi alla data ultima di pagamento (articolo 42, commi 2 e 3).

In tema di offerte concorrenti (articolo 44 del Regolamento), è stato eliminato l'obbligo di

promozione di un'offerta concorrente a un corrispettivo superiore a quello dell'offerta originaria. La Consob ha motivato tale scelta con il fine di rimettere quanto più possibile al mercato la valutazione circa la convenienza dell'offerta attraverso la comparazione complessiva degli elementi fondamentali della competizione, ritenendo che tale limitazione potesse ostacolare la presentazione di offerte più convenienti per gli azionisti sotto profili diversi dal prezzo.

Inoltre (articolo 44, comma 2) al fine di ridurre le asimmetrie informative tra offerenti, è stato introdotto un obbligo per l'emittente che fornisca informazioni a uno degli offerenti di comunicare tempestivamente le medesime informazioni agli altri offerenti che abbiano presentato circostanziate richieste di accesso.

L'articolo 44-*bis* disciplina la rilevanza delle azioni proprie nel calcolo della partecipazione ai fini dell'OPA obbligatoria, con l'obiettivo di evitare che la presenza di tali azioni consenta elusioni sostanziali della relativa disciplina.

In particolare, (comma 1), ove le azioni proprie siano già detenute dell'emittente – per dare rilievo all'effettivo potere di voto che un soggetto viene ad acquisire - esse sono escluse dal capitale sociale su cui si calcola la partecipazione rilevante per l'obbligo di OPA.

Il comma 2 dell'articolo 44-*bis* fa salvo, ai fini del calcolo della partecipazione rilevante per l'OPA obbligatoria, l'ipotesi di acquisto da parte dell'emittente di azioni proprie, che risultano dunque neutre nei confronti di tutti gli azionisti (di controllo e non, attuali e potenziali) a condizione che la delibera di autorizzazione all'acquisto di azioni proprie sia stata approvata dalla maggioranza degli *independent shareholders*, ovvero della maggioranza dei soci dell'emittente, presenti in assemblea, diversi dal socio o dai soci che detengono la maggioranza (anche relativa, purché superiore al 10 per cento).

L'Autorità ha così "inteso contemperare le due contrapposte esigenze di evitarne un utilizzo potenzialmente elusivo della disciplina dell'OPA obbligatoria, da una parte, e di consentire alle società di ricorrere al buy-back ove ciò corrisponda all'interesse di tutti gli azionisti, dall'altra".

Una delle novità principali della riforma è l'introdotta **rilevanza degli strumenti finanziari** derivati ai fini del **superamento della soglia dell'OPA obbligatoria** (nonché della determinazione del prezzo dell'offerta), attesa la loro rilevanza sul mercato finanziario e in virtù della delega contenuta all'articolo 105, comma 3-*bis* del TUF (così modificato dal **D.Lgs. 146/2009**). E' stata infatti demandata alla Consob la determinazione modalità con cui gli strumenti finanziari derivati rilevano per l'obbligo di OPA.

La Consob precisa che tale novità rappresenta la risposta a un'evoluzione del mercato che ha visto, in alcuni casi di particolare rilevanza, l'utilizzo di strumenti finanziari derivati con finalità sostanzialmente elusive della disciplina sull'obbligo di OPA.

Nel darvi attuazione la Consob (articolo 44-*ter*) ha incluso nel calcolo della partecipazione dell'OPA obbligatoria le azioni sottostanti tutti gli strumenti finanziari derivati o contratti che conferiscono al titolare una posizione lunga, a prescindere dalla circostanza che sia previsto un regolamento in contanti o tramite consegna fisica, ancorché essi siano detenuti indirettamente per mezzo di fiduciari o per interposta persona.

Viene introdotta una diversa identificazione delle condotte che configurano un'azione di **concerto tra azionisti** (in attuazione di quanto previsto dall'articolo 101-*bis*, comma 4-*ter*, del TUF). L'articolo 44-*quater*, al comma 1, elenca i casi in cui si presume – presunzione semplice che ammette la prova contraria - che determinati soggetti agiscano di concerto. In

particolare, si tratta di soggetti legati all'offerente da vincoli familiari o da determinati rapporti professionali (*advisor*). Il successivo comma 2 individua i casi di cooperazione tra azionisti che esulano da tale fattispecie: ad esempio, la presentazione di liste di minoranza o la cooperazione tra azionisti per l'esercizio di diritti a questi spettanti.

La Consob ha precisato che in tal modo si è inteso evitare che incertezze interpretative possano ostacolare la partecipazione attiva delle minoranze alla *governance* delle imprese.

Nella formulazione novellata, il Regolamento disciplina con precisione le ipotesi di **variazione di prezzo dell'OPA** ed il relativo procedimento.

Viene disciplinata la rettifica del prezzo in diminuzione, da parte della Consob, in caso di evento "eccezionale e imprevedibile" che abbia comportato un temporaneo e significativo rialzo dei prezzi di mercato, nonché nell'ipotesi di manipolazione che abbia comportato un temporaneo rialzo e come conseguenza di particolari operazioni di compravendita (articoli da 47-*bis* a 47-*quinquies*). Le disposizioni regolamentano altresì la facoltà di aumento del prezzo nel caso di pattuizioni per l'acquisto di titoli, per collusione e manipolazione.

La novella ha aumentato le ipotesi di **esenzione dall'obbligo di OPA** (articolo 49). Nell'*executive summary*, la Consob ha motivato le scelte normative con la decisione di aumentare il coinvolgimento degli azionisti di minoranza, nel presupposto teorico che sulla rinuncia all'*exit*, in alcune delle fattispecie delineate dal Legislatore e disciplinate dalla Consob, debbano esprimersi coloro che ne sono potenzialmente danneggiati.

Se l'obbligo di OPA è determinato da operazioni di fusione o scissione, l'esenzione è applicata a condizione che vi sia l'approvazione da parte della maggioranza degli *independent shareholders* (comma 1, lettera g) dell'articolo 49). Per l'ipotesi di operazioni dirette al salvataggio di società in crisi, al di fuori di determinati casi di crisi accertata, l'esenzione è subordinata al voto favorevole dalla maggioranza degli *independent shareholders* (comma 1, lettera b), n. 3). Limitatamente al caso di fusione/scissione, è stato consentito alle società di prevedere in via statutaria un quorum di efficacia del voto contrario delle minoranze, in misura non superiore al 7,5 per cento (comma 2 dell'articolo 49).

E' stata modificata altresì la disciplina dei **criteri per la determinazione del prezzo dell'OPA nel caso di "sell-out"** (obbligo di acquisto: ai sensi dell'articolo 108 del TUF l'offerente, al raggiungimento del 95% del capitale sociale a seguito di un'offerta totalitaria, è obbligato ad acquistare i restanti titoli da chi ne faccia richiesta) e di **"squeeze-out"** (diritto di acquisto: per l'articolo 111 del TUF l'offerente, al raggiungimento a seguito di un'offerta totalitaria del 95% del capitale sociale rappresentato da titoli in una società italiana quotata, ha diritto di acquistare i titoli residui entro tre mesi dalla scadenza del termine per l'accettazione dell'offerta, se ha dichiarato nel documento d'offerta l'intenzione di avvalersi di tale diritto).

L'Autorità in proposito sottolinea che l'esperienza applicativa della previgente disciplina ha reso consigliabile di limitare il grado di discrezionalità della Consob nelle valutazioni da compiere, al fine di ridurre l'incertezza del mercato in corso di OPA e non introdurre nel comportamento degli investitori elementi distorsivi derivanti da aspettative circa un diverso corrispettivo determinato dalla Consob.

Le modifiche apportate (articoli 50 e da 50-*bis* a 50-*quinquies* del Regolamento) estendono, le ipotesi in cui il prezzo dell'obbligo o del diritto di acquisto a seguito di un'offerta totalitaria è fissato in misura pari al prezzo dell'offerta precedente.

Per quanto infine riguarda l'**entrata in vigore della nuova disciplina**, essa si applica dal **2**

maggio 2011, fatta **eccezione** per alcune norme che avranno efficacia dal **giorno successivo** alla **pubblicazione** della delibera in Gazzetta Ufficiale: in particolare, quelle per **le offerte sui titoli di debito**, i casi di **inapplicabilità della disciplina** dell'OPA, le **esenzioni dall'OPA obbligatoria**.

Inoltre sono state introdotte **specifiche disposizioni transitorie** per il **computo degli strumenti finanziari derivati** ai fini delle offerte obbligatorie. Tra l'altro è richiesto ai soggetti che si trovino alla data di entrata in vigore, computando gli strumenti finanziari derivati, al di sopra di soglie rilevanti ai fini dell'insorgere dell'obbligo di OPA, di comunicare alla Consob ed al mercato (entro cinque giorni di negoziazione dalla suddetta data) il dettaglio delle componenti della partecipazione detenuta.

Approfondimento: Opa e misure difensive nei Paesi europei

L'ampio dibattito relativo al **recepimento della direttiva 2004/25/CE**, nota come direttiva sulle OPA, ruota intorno al meccanismo con il quale gli Stati membri possono recepire due tra le più rilevanti disposizioni recate dalla direttiva: la c.d. **passivity rule** (art.9) e la regola della "neutralizzazione" (**breakthrough rule** art.11). La prima (passivity rule) prevede che gli amministratori di una società oggetto di un'offerta pubblica d'acquisto possano adottare misure difensive successive rispetto all'offerta, solo se autorizzati dagli azionisti; la seconda (breakthrough rule) legittima la neutralizzazione di quelle previsioni contenute negli statuti o nei patti parasociali della società "bersaglio" che, imponendo limiti alla circolazione delle azioni o al diritto di voto multiplo, potrebbero rendere più difficoltoso il successo dell'offerta, se non vanificarla del tutto.

L'articolo 12 della direttiva introduce tuttavia un **regime opzionale** che riconosce ai legislatori nazionali il diritto di esigere o meno l'applicazione della *passivity rule* e/o della regola della "neutralizzazione" da parte delle imprese con sede nel loro territorio. I Paesi membri che si avvalgono della facoltà di non recepire, per via legislativa, una o entrambe le "regole" nell'ordinamento nazionale (c.d. **opting out**) devono in ogni caso lasciare alle società interessate la facoltà (reversibile) di applicarle per via statutaria, salvo consentire l'esonero dall'applicazione quando le società stesse risultino essere oggetto di offerte lanciate da società non sottoposte a norme equivalenti (principio di reciprocità).

La **Francia** aveva già disciplinato fin dal 1966 gli acquisti di azioni volti ad ottenere il controllo di società quotate in borsa con modalità in gran parte conformi alla **direttiva 2004/25/CE**. La direttiva sulle OPA è stata recepita con la **legge n. 2006-387 (Loi n. 2006-387. du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition)**, conciliando la dimensione internazionale delle imprese francesi, la capacità di attrarre capitali sulla piazza finanziaria di Parigi e la capacità per le imprese di disporre di tecniche difensive eque di fronte alle eventuali offerte giudicate non amichevoli.

Il legislatore francese ha scelto soluzioni che prevedono l'applicazione obbligatoria della *passivity rule* (art. 9 della direttiva) a condizione di reciprocità, mentre non ha ritenuto di rendere obbligatoria la regola della neutralizzazione (art. 11).

La legge del 2006 ha in realtà confermato il principio della neutralità del board già vigente nell'ordinamento francese, che subordina all'approvazione dell'assemblea generale degli azionisti il potere dell'organo amministrativo di adottare misure difensive contro il successo dell'OPA, ad eccezione della ricerca di offerte alternative (Code du Commerce art. L233-32). Tuttavia la stessa legge prevede un meccanismo di reciprocità in base al quale tali limitazioni sono applicate solo nei casi in cui la società titolare dell'offerta sia originaria di un Paese straniero, che applichi disposizioni equivalenti (Code du Commerce art. L233-33). In mancanza di tale reciprocità è sufficiente un'approvazione dell'assemblea generale precedente all'offerta, per mettere in atto operazioni difensive da parte degli amministratori della società "bersaglio" dell'OPA.

Per quanto riguarda invece la "regola della neutralizzazione" (breakthrough rule) l'ordinamento francese la recepisce ma solo in parte, prevedendo che il successo di un'offerta pubblica d'acquisto determini l'inefficacia delle sole limitazioni statutarie alla circolazione delle azioni o delle soglie quantitative all'esercizio di diritti di voto (Code du Commerce art. L233-34), mentre ha adottato la soluzione dell'*opting out* per le altre operazioni difensive preventive. Le singole società avranno la facoltà di applicare o meno, sulla base di una loro scelta discrezionale, la breakthrough rule alle altre clausole statutarie riguardanti il diritto di voto e agli accordi parasociali che possono paralizzare i poteri del nuovo socio di controllo (Code du Commerce art. L233-35 e ss). Nel caso una società decida di applicare o interrompere l'applicazione delle disposizioni concernenti tali tecniche

di difesa preventive è tenuta a informarne l'autorità di mercato (Autorité des Marchés Financiers – AMF) per le relative operazioni di pubblicità.

Le imprese potranno disporre, sotto il controllo dei loro azionisti e dell'autorità di mercato, di misure difensive comparabili a quelle di cui dispone l'autore di un'offerta di acquisto, in applicazione del principio di reciprocità. Una società francese potrà così eventualmente attuare operazioni difensive se fatta oggetto di un'OPA da parte di un'impresa i cui dirigenti possono adottare a loro volta misure difensive al di fuori dell'approvazione della loro assemblea generale e non sarà penalizzata in contesti nazionali, che non abbiano attuato un sistema di passivity.

La legge consente d'altra parte ad una società francese di non vedersi opporre da un'impresa europea misure difensive se prende l'iniziativa di una sua OPA nei confronti di un'altra impresa, che applica un regime identico a quello previsto per le imprese francesi. Pochi mesi prima del varo definitivo della legge, il Governo francese aveva approvato un decreto (**Décret n. 2005-1739 du 30 décembre 2005**) che ha previsto, distinguendo tra imprese di Stati membri dell'Unione europea e imprese di paesi extracomunitari, l'obbligo di chiedere un'apposita autorizzazione al Ministro dell'Economia per l'acquisizione di aziende, o parti di esse, operanti in una serie di settori ritenuti delicati per l'interesse nazionale.

Per quel che riguarda le imprese di paesi UE, il decreto individua i seguenti sette settori: 1) case da gioco; 2) sicurezza privata; 3) lotta alle frodi sanitarie e all'impiego delle armi chimiche; 4) intercettazioni; 5) tecnologia dell'informazione; 6) sicurezza dei sistemi d'informazione; 7) esportazioni di prodotti e tecnologie a duplice uso (elencati nell'Allegato IV del Regolamento CE 1334/2000).

Per ciò che concerne, invece, le imprese di paesi extracomunitari, sono undici i settori elencati nel decreto: 1) case da gioco; 2) sicurezza privata; 3) lotta alle frodi sanitarie; 4) intercettazioni; 5) tecnologia dell'informazione; 6) sicurezza dei sistemi d'informazione; 7) esportazioni di prodotti e tecnologie a duplice uso (elencati nell'Allegato IV del Regolamento CE 1334/2000); 8) crittografia; 9) difesa nazionale; 10) produzione e commercio di armi e di sostanze esplosive; 11) fornitura di beni al Ministero della difesa.

In **Germania** la direttiva comunitaria è stata attuata con la legge dell'8 luglio 2006 (**Übernahmerrichtlinie-Umsetzungsgesetz - ÜbernRUMsG**), in vigore dal 14 luglio 2006, che ha modificato in particolare la legge sull'acquisto di azioni e di società del 20 dicembre 2001 (**Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz – WpÜG**).

Le modifiche introdotte consentono alle società oggetto di un'offerta pubblica di acquisto di optare per le regole comunitarie sulle restrizioni alle misure difensive e sulle restrizioni alle misure di neutralizzazione, recepite nell'ordinamento tedesco dalla citata legge del 2006. Tali vincoli non sono obbligatori nell'ordinamento tedesco, in quanto la Germania si è avvalsa della facoltà di opting-out per entrambe le disposizioni. Tuttavia il legislatore, conformandosi a quanto disposto dalla direttiva stessa, ha riconosciuto alle società la facoltà di optare su base volontaria per queste due norme, previa modifica dello statuto votata dall'assemblea degli azionisti con maggioranza del 75% del capitale sociale.

In caso di opting-in il consiglio di amministrazione della società deve informare l'autorità di vigilanza tedesca e, se del caso, le autorità di vigilanza degli Stati appartenenti allo Spazio Economico Europeo nei quali i titoli della società sono ammessi alla negoziazione su un mercato regolato. Le azioni consentite al consiglio di amministrazione sono: quelle approvate dall'assemblea degli azionisti dopo il lancio dell'OPA; iniziative che ricadono nell'ambito dell'attività ordinaria (Geschäftsbetrieb) e la ricerca di altre offerte. Una parte della dottrina ha tuttavia osservato, che l'attuazione posta in essere dalla Germania in caso di opting-in, sembrerebbe particolarmente estensiva, in quanto la definizione di attività ordinaria (Geschäftsbetrieb) è più ampia rispetto all'espressione "corso normale delle attività della società" (Geschäftsverlauf), utilizzata dalla direttiva.

Per quanto riguarda in particolare le restrizioni alle misure difensive, se una società decide di non effettuare un opting-in, continuano ad applicarsi le regole della WpÜG, meno

restrittive di quelle previste dall'art. 9 della direttiva medesima.

Tali regole previgenti, che si applicano in caso di opting-out, possono essere così riassunte. Dopo la pubblicazione della decisione di lanciare un'offerta pubblica di acquisto e fino al momento in cui viene reso pubblico l'esito dell'offerta, il consiglio di amministrazione e il consiglio di sorveglianza della società non possono decidere alcuna azione, che possa pregiudicare il successo dell'offerta, con le seguenti eccezioni:

- azioni che avrebbe deciso un amministratore prudente e coscienzioso di una società non soggetta ad offerta pubblica;
- ricerca di un'offerta alternativa;
- azioni approvate dal consiglio di sorveglianza della società;
- azioni soggette all'approvazione degli azionisti, che il consiglio di amministrazione della società abbia deciso su autorizzazione dell'assemblea degli azionisti, approvate inoltre dal consiglio di sorveglianza, volte ad ostacolare l'offerta. La predetta autorizzazione dell'assemblea è valida per un periodo massimo di 18 mesi.

Nel **Regno Unito** la **direttiva 2004/25/CE** è stata recepita nell'ambito di un'ampia riforma del diritto societario operata dal **Companies Act 2006** dell'8 novembre 2006. Vanno innanzitutto evidenziate alcune peculiarità dell'ordinamento inglese in materia di offerte pubbliche d'acquisto. Nel Regno Unito la disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto è contenuta nel **City Code on Takeovers and Mergers**, costituito da regole particolarmente analitiche alle quali gli operatori finanziari si conformano su base volontaria. Il Takeover Panel è l'organo di autoregolamentazione, che vigila sulla corretta applicazione del City Code e che attraverso la sua composizione rappresenta gli interessi di tutti i soggetti coinvolti: gli offerenti e la società "bersaglio".

A seguito del recepimento della direttiva comunitaria il Takeover Panel ha provveduto a modificare la disciplina recata dalla Rule 21 del City Code, che poneva limiti alle azioni difensive degli amministratori (frustrating action). Attraverso tale norma, infatti, il meccanismo della passivity rule trovava già applicazione nel Regno Unito, tuttavia sussistevano alcune differenze tra la versione originaria della Rule 21, che prevedeva un elenco preciso di misure considerate difensive e il contenuto dell'art.9 della direttiva. La portata della norma è stata, quindi, ampliata rendendo il concetto di misura difensiva coerente con quello della norma comunitaria. Inoltre, è stata soppressa la facoltà del Takeover Panel di accordare alla società "bersaglio" una deroga alla regola dell'approvazione preventiva dell'assemblea dei soci, nell'ipotesi in cui la società stessa fosse parte di un rapporto obbligatorio e fosse chiamata ad eseguirlo. Per quanto concerne la regola di neutralizzazione o breakthrough rule, va premesso che il diritto societario inglese, basato sul principio della c.d. "freedom of contract", non ha imposto alcuna restrizione alle modalità con cui articolare la struttura finanziaria delle società, in termini di emissione di categorie speciali di azioni, di limiti alla loro circolazione o di vincoli ai titoli azionari relativi all'esercizio del diritto di voto. Pertanto il legislatore inglese, pur dichiarandosi a favore di strutture societarie fondate sul principio "one share one vote", non ha ritenuto opportuno introdurre nell'ordinamento interno la regola della neutralizzazione, avvalendosi della facoltà di opting-out.

La legge di recepimento lascia alle singole società la facoltà di opting-in per il regime previsto dalla disciplina comunitaria, precisando che essa potrà essere esercitata o al momento della costituzione della società o per effetto di una deliberazione successiva. Per quanto concerne, in particolare, l'acquisizione di società britanniche da parte di investitori stranieri, il Takeover Panel non ha adottato posizioni preclusive, ma ha annunciato interventi diretti a rendere più stringenti le procedure previste per le Opa. Tali misure, ispirate dall'intento di scoraggiare le manovre speculative che frequentemente si verificano in alcune fasi nelle operazioni di acquisizione, sono state definite ad esito di una consultazione promossa in materia dal Panel (**Review of certain aspects of the regulation of takeover bids**, pubblicata il 21 marzo 2011) e sono destinate a tradursi in modifiche del City Code rivolte, in particolar modo, ad introdurre ulteriori obblighi di comunicazione per l'offerente (in

relazione anche agli interessi dei lavoratori della società soggetta all'Opa), nonché ad abbreviare il periodo intercorrente tra la manifestazione di interesse e la formalizzazione dell'offerta.

In **Spagna** la **direttiva 2004/25/CE** è stata recepita da una legge dell'aprile 2007 (**Ley 6/2007**, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores), entrata in vigore quattro mesi più tardi. Nel luglio del 2007 il Governo ha poi emanato le relative norme regolamentari (**Real Decreto 1066/2007**, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores).

Il legislatore spagnolo ha optato per l'applicazione obbligatoria della passivity rule a condizione di reciprocità, ma non ha reso obbligatoria la regola della neutralizzazione. L'articolo 8 della legge introduce l'articolo 60bis alla Ley 24/1998 del Mercado de Valores. Tale articolo dispone che gli organi di amministrazione della società sulla quale è stata lanciata l'OPA o delle società del gruppo di appartenenza, dovranno ottenere preventivamente l'autorizzazione dell'assemblea degli azionisti prima di intraprendere qualunque azione che possa ostacolare l'OPA, ad eccezione della ricerca di altre offerte, ed, in particolare prima di avviare qualunque emissione di titoli, finalizzata ad impedire che l'offerente ottenga il controllo della società. L'individuazione del periodo di vigenza della passivity rule sarà decisa per via regolamentare. Conformemente a quanto disposto dalla direttiva le decisioni prese prima del periodo di vigenza della passivity rule, che non si iscrivono nel corso normale delle attività della società e che non sono state ancora attuate, devono essere approvate dall'assemblea degli azionisti.

L'obbligo di astensione non scatterà nel caso in cui la società sia oggetto di un'offerta pubblica d'acquisto formulata da un soggetto che non ha la sede legale in Spagna e che non è sottoposto ad una norma equivalente (clausola di reciprocità).

Va tuttavia segnalato che il dovere di astensione degli amministratori a partire dal momento della sospensione della negoziazione dei titoli della società "bersaglio" fino alla pubblicazione dell'esito dell'OPA trovava già applicazione nell'ordinamento spagnolo (art. 14 RD 1197/1991), in quanto si ritenevano in ogni caso prevalenti gli interessi degli azionisti su quelli degli amministratori.

Come già accennato la legge di recepimento lascia alle società la facoltà di applicare alcune misure di neutralizzazione, come l'inefficacia delle restrizioni alla trasmissione di titoli prevista nei patti parasociali, l'inefficacia delle restrizioni al diritto di voto previste negli statuti, l'inefficacia delle precedenti restrizioni quando dopo un'offerta pubblica d'acquisto l'offerente abbia ottenuto una percentuale maggiore o uguale al 75 per cento del capitale che conferisca diritti di voto.

La decisione di opting-in da parte della società alla regola di neutralizzazione deve essere adottata dall'assemblea degli azionisti e deve essere comunicata alla Comisión Nacional del Mercado de Valores (organismo omologo alla Consob) e alle autorità di vigilanza dei Paesi membri dell'UE in cui le azioni della società sono ammesse alla negoziazione.