



SENATO DELLA REPUBBLICA

4^a Commissione permanente (Politiche dell'Unione Europea)

Disegno di Legge n. 1258

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

Legge di delegazione europea 2024

Audizione del Presidente della CONSOB

Paolo Savona

Roma 19 novembre 2024



Signor Presidente, Onorevoli Senatori,

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

In particolare, nel presente intervento mi soffermerò brevemente sulle disposizioni inserite nel Disegno di legge n. 1258, che riguardano: i contratti di servizi finanziari conclusi a distanza (art. 4); la disciplina sugli *European green bonds* (art. 8); l'istituzione e il funzionamento di un punto di accesso unico europeo (art. 9); la disciplina dei depositari centrali (art.10).

1. DISPOSIZIONI EUROPEE IN MATERIA DI CONTRATTI DI SERVIZI FINANZIARI CONCLUSI A DISTANZA

L'art. 4 del Disegno di Legge contiene i criteri per l'adeguamento della normativa nazionale alla direttiva (UE) 2023/2673, che modifica la direttiva 2011/83/UE per quanto riguarda i contratti di servizi finanziari conclusi a distanza e abroga la direttiva 2002/65/CE.

La riforma in esame nasce dall'esigenza di risolvere le sovrapposizioni normative tra la legislazione di settore e la disciplina sui contratti finanziari a distanza contenuta nella direttiva 2002/65/CE, nonché di adeguare il quadro normativo europeo in materia di contratti di servizi finanziari a distanza al rapido mutamento nelle abitudini di acquisto dei consumatori, sempre più influenzate dalla forte digitalizzazione del mercato.

La direttiva (UE) 2023/2673 convoglia, con alcune modifiche, le disposizioni ritenute ancora attuali della direttiva 2002/65/CE (*Distance marketing of financial services directive* - DMFSD), sui contratti di servizi finanziari ai consumatori conclusi a distanza, nella direttiva 2011/83/UE (*Consumer rights directive* - CRD) sui diritti dei consumatori.

In particolare, si tratta delle disposizioni sui contratti stipulati a distanza relative agli aspetti di tutela del consumatore applicabili, non soltanto al settore dei servizi di investimento in senso stretto, ma anche a quello bancario e assicurativo.

I principali aspetti innovativi riguardano:

- il passaggio da un'armonizzazione c.d. minima ad un'armonizzazione massima delle disposizioni in materia di contratti di servizi finanziari conclusi a distanza;
- l'ambito di applicazione, per cui le norme previste dalla Direttiva in commento trovano applicazione solo nella misura in cui non esista una legislazione dell'UE specifica per prodotto (c.d. principio di specialità);



- l'introduzione di una funzionalità di recesso nelle interfacce *on-line* che consenta ai consumatori di recedere dal contratto in modo agevole;
- l'obbligo per i professionisti di fornire al consumatore spiegazioni adeguate sui contratti di servizi finanziari offerti, per consentire a quest'ultimo di meglio comprendere il servizio offerto dal professionista e di valutare se lo stesso sia adatto alle sue esigenze e alla sua situazione finanziaria;
- il divieto per i professionisti di progettare o gestire le loro interfacce *on-line*, in modo da indurre in errore o manipolare i consumatori destinatari del servizio o altrimenti distorcere o compromettere la loro capacità di prendere decisioni libere e informate (c.d. *dark patterns*).

In relazione agli obblighi informativi, la citata Direttiva consente comunque agli Stati membri di adottare o mantenere disposizioni più rigorose in materia di informazioni precontrattuali.

I criteri di delega contenuti nel Disegno di Legge

In via preliminare, si osserva che i criteri di delega non presentano profili di criticità per gli ambiti di competenza della CONSOB.

I citati criteri attribuiscono alle Autorità di vigilanza dei settori bancario, finanziario, assicurativo, ciascuna per le rispettive competenze e in continuità con l'attuale quadro normativo nazionale in materia di contratti di servizi finanziari conclusi a distanza, i poteri di controllo e sanzionatori volti ad assicurare il rispetto delle disposizioni introdotte in attuazione della direttiva (UE) 2023/2673.

Ulteriori criteri rilevanti per l'Istituto attengono ai poteri attribuiti al Governo di:

- coordinare le disposizioni del Codice del Consumo con le disposizioni vigenti in materia di servizi finanziari contenute nel TUF, e apportare ai citati atti legislativi tutte le abrogazioni, modificazioni e integrazioni necessarie al corretto e integrale recepimento della richiamata direttiva (UE) 2023/2673;
- esercitare, al fine di una maggior tutela per il consumatore, l'opzione che consente di adottare o mantenere disposizioni a livello nazionale più rigorose in materia di informazioni precontrattuali, anche in considerazione della diversa tipologia di servizi finanziari offerti.



2. LE DISPOSIZIONI EUROPEE IN MATERIA DI *EUROPEAN GREEN BONDS*

L'art. 8 del Disegno di Legge disciplina i criteri per l'adeguamento dell'ordinamento nazionale al regolamento (UE) 2023/2631 (EuGB) che riguarda il marchio volontario «obbligazione verde europea» o «EuGB», stabilendo requisiti uniformi a livello europeo per il suo utilizzo da parte degli emittenti nell'offerta al pubblico o nell'ammissione alla negoziazione di obbligazioni all'interno dell'UE.

L'introduzione del marchio EuGB rappresenta un'innovazione significativa nel campo della finanza sostenibile e persegue l'obiettivo di facilitare il finanziamento di progetti sostenibili, garantendo al contempo la massima trasparenza e la protezione degli investitori dal rischio di *greenwashing*.

L'ambito di applicazione del regolamento è ristretto alle emissioni soggette all'obbligo di pubblicazione del prospetto, con la sola eccezione delle obbligazioni emesse dagli emittenti sovrani che potranno utilizzare il marchio pur in assenza di prospetto¹.

Nello specifico, il regolamento prevede che i proventi ottenuti con l'emissione obbligazionaria siano assegnati integralmente, prima della scadenza dell'obbligazione, in conformità ai criteri di ecosostenibilità delle attività economiche previsti dal regolamento (UE) 2020/852 (c.d. regolamento Tassonomia) e ai relativi *technical screening criteria* ("TSC"), ad eccezione di una quota pari al 15% che può essere destinata, a certe condizioni, ad attività economiche che non rispettano i TSC ma che siano comunque conformi al resto delle previsioni del regolamento Tassonomia.

La tutela degli investitori è perseguita attraverso un articolato sistema di obblighi di trasparenza *pre* e *post* emissione a carico degli emittenti, così articolato:

- prima dell'emissione dell'EuGB, l'emittente è tenuto a pubblicare una scheda informativa, corredata dalla relazione favorevole di un soggetto terzo (c.d. verificatore esterno) sul rispetto, in una prospettiva *ex ante*, dei requisiti di allocazione dei proventi previsti dal regolamento;
- successivamente all'emissione e fino all'integrale assegnazione dei proventi, l'emittente deve pubblicare una relazione annuale sull'effettiva allocazione dei proventi degli EuGB (corredata, in caso di integrale allocazione dei proventi, dalla relazione favorevole del verificatore esterno);

¹ Si evidenzia, inoltre, che il regolamento consente l'utilizzo del marchio "EuGB" anche nel contesto di operazioni di cartolarizzazione (purché non sintetiche), imponendo tuttavia il rispetto di requisiti specifici con riguardo alla tipologia di esposizioni oggetto della cartolarizzazione e obblighi informativi supplementari (*cfr.* artt. da 16 a 19 del regolamento).



- dopo l'allocazione integrale dei proventi e almeno una volta durante la vita dell'EuGB, gli emittenti devono pubblicare una relazione sull'impatto ambientale dell'uso dei proventi delle obbligazioni.

Il regolamento attribuisce alle Autorità nazionali competenti la vigilanza sul rispetto da parte dell'emittente degli obblighi informativi appena descritti.

In secondo luogo, il regolamento istituisce un sistema accentrato presso l'ESMA di registrazione dei soggetti (terzi rispetto all'emittente) incaricati di verificare il rispetto dei requisiti di allocazione dei proventi previsti dalla normativa nella documentazione informativa *pre* e *post* emissione pubblicata dall'emittente, disciplinando requisiti stringenti per lo svolgimento di tale attività. Nella prospettiva di garantire la qualità e l'indipendenza dell'attività di verifica esterna, il cui ruolo è cruciale per assicurare la credibilità del marchio in esame, il regolamento attribuisce all'ESMA le funzioni di vigilanza su tale categoria di soggetti e le assegna i relativi poteri, anche sanzionatori.

Infine, il regolamento prevede modelli di informativa volontaria per le obbligazioni commercializzate come "ecosostenibili" o come "obbligazioni legate alla sostenibilità" senza ricorrere al marchio EuGB, nella prospettiva di migliorare la qualità e la comparabilità delle informazioni relative a queste tipologie di prodotti, contribuendo a superare le asimmetrie informative esistenti.

I criteri di delega contenuti nel Disegno di Legge

Considerato che la normativa in esame riveste la natura di regolamento europeo e risulta, pertanto, in larga misura direttamente applicabile negli ordinamenti degli Stati membri, i criteri di delega si concentrano soprattutto nell'attuazione delle disposizioni del regolamento in materia di poteri delle Autorità nazionali competenti a vigilare sul rispetto, da parte degli emittenti di EuGB, degli obblighi informativi previsti dal regolamento (*cfr.* art. 45), nonché delle disposizioni sul sistema di sanzioni amministrative per le ipotesi di violazione degli obblighi informativi appena richiamati (*cfr.* art. 49).

In linea con i criteri stabiliti dal regolamento per l'individuazione dell'Autorità nazionale competente, l'art. 8 del Disegno di Legge attribuisce alla CONSOB i poteri di vigilanza, di indagine e cautelari previsti dal regolamento, nonché il potere di irrogare le sanzioni disciplinate dall'art. 49 del regolamento in esame. Inoltre, nella prospettiva di un'efficace azione di vigilanza, i criteri di delega attribuiscono al legislatore delegato il compito di prevedere forme di coordinamento e collaborazione tra la CONSOB e le Autorità di settore (Banca d'Italia, IVASS e COVIP), ai fini dello svolgimento dei rispettivi compiti istituzionali².

² Infine, tra i criteri di delega è prevista anche l'attribuzione alla CONSOB del potere di adottare, ove opportuno, la disciplina secondaria di attuazione, nell'ambito e per le finalità previste dal regolamento, anche



Alla luce di quanto sopra, emerge con evidenza che il processo di adeguamento dell'ordinamento nazionale al regolamento EuGB comporterà l'attribuzione all'Istituto di nuove, significative, funzioni di vigilanza, al fine di accertare il rispetto degli obblighi di trasparenza previsti dal regolamento da parte degli emittenti che ricorreranno al marchio EuGB o ai modelli di informativa periodica post-emissione per le obbligazioni comunque commercializzate come “ecosostenibili” o “legate alla sostenibilità”. In questa prospettiva, l'efficace implementazione del nuovo quadro normativo richiederà un adeguamento della risposta di vigilanza della CONSOB, che comporterà investimenti nella formazione del personale e nello sviluppo di sistemi informativi dedicati.

Non meno importante sarà l'attività di supporto al mercato in fase di prima applicazione della normativa in esame, attraverso il monitoraggio costante degli impatti della nuova normativa, per identificare eventuali criticità e apportare i necessari correttivi, con l'obiettivo di preservare la fiducia degli investitori e quindi complessivamente promuovere la diffusione dello *standard*.

In conclusione, la disciplina dei criteri di delega rappresenta un passaggio fondamentale nel processo di adeguamento dell'ordinamento nazionale al regolamento in esame e l'impianto complessivo previsto dall'art. 8 del Disegno di Legge risulta meritevole di supporto. Il celere e tempestivo completamento del processo di adeguamento, accompagnato da un'efficace azione di vigilanza e da un adeguato supporto agli operatori, potrà contribuire significativamente allo sviluppo del mercato delle obbligazioni verdi nel nostro Paese, rafforzando il ruolo dell'Italia nella transizione verso un'economia sostenibile.

3. DISPOSIZIONI EUROPEE SULL'ISTITUZIONE E SUL FUNZIONAMENTO DI UN PUNTO DI ACCESSO UNICO EUROPEO (*EUROPEAN SINGLE ACCESS POINT – ESAP*)

L'art. 9 del Disegno di Legge contiene i criteri per l'adeguamento della normativa nazionale ai regolamenti (UE) 2023/2859 e 2023/2869, nonché alla direttiva (UE) 2023/2864, in materia di punto di accesso unico europeo (*European single access point - ESAP*).

Il pacchetto ESAP mira ad agevolare da parte degli investitori l'accesso digitalizzato alle informazioni finanziarie e di sostenibilità delle imprese, in modo da favorire la comparabilità di esse. Ciò potrà costituire un incentivo alla partecipazione degli investitori al mercato finanziario, all'integrazione dei mercati europei e alla conoscibilità delle imprese, con un beneficio soprattutto per le PMI.

al fine di stabilire le modalità procedurali della notifica a favore dell'Istituto dell'avvenuta pubblicazione dei documenti informativi previsti dal regolamento da parte dell'emittente di EuGB (*cfr.* art. 15, par. 4).



L'ESAP, infatti, si configura come un punto di accesso unico europeo, centralizzato presso l'ESMA, per facilitare l'accesso e l'utilizzo delle informazioni – come detto, finanziarie e non finanziarie relative alle imprese e ai loro prodotti finanziari nell'UE – che sono già disponibili e accessibili al pubblico ai sensi delle discipline settoriali specificamente individuate. Allo stato, infatti, tali informazioni sono distribuite su una molteplicità di fonti – tra loro non interconnesse – e sono generalmente accessibili in lingue differenti, *standard* o formati non omogenei, e in molti casi non idonei all'utilizzo digitale.

L'accesso alle informazioni disponibili su ESAP è disponibile e gratuito per tutti gli utenti³ e riguarda sia le informazioni e i documenti “resi pubblici” ai sensi del diritto dell'Unione sia in futuro anche le informazioni rese pubbliche su base volontaria da qualsiasi entità dell'UE. Tra i servizi offerti, si evidenziano la possibilità di fare ricerche, tradurre le informazioni estratte, effettuare il *download* dei dati/informazioni.

Contestualmente alla loro pubblicazione, le informazioni che devono essere rese pubblicamente accessibili su ESAP saranno raccolte da “organismi di raccolta” (*collection bodies*) designati a tal fine. Gli enti di raccolta renderanno quindi le informazioni disponibili nell'ESAP in modo automatizzato.

Alcune prime indicazioni sui *collection body* sono già stabilite dal pacchetto ESAP. La disciplina prevede che i *collection bodies* debbano svolgere diversi compiti, tra cui la raccolta e la conservazione delle informazioni, le validazioni automatizzate e una verifica del carattere manifestamente inappropriato, abusivo o chiaramente al di fuori dell'ambito di applicazione della disciplina delle informazioni che vengono ad essi sottoposte.

Date le complessità associate all'esecuzione di un progetto così ampio e con risvolti operativi a livello informatico su larga scala, il legislatore ha conferito alla Commissione europea la facoltà di adottare un atto delegato per rinviare (per un massimo di 36 mesi) l'inclusione delle informazioni non ancora centralizzate se la relazione di riesame - da redigersi entro 12 mesi dall'inizio della fase 2 (*review report*) - dovesse rivelare difficoltà sostanziali per quanto riguarda l'attuazione, il funzionamento e l'efficacia dell'ESAP.

³ Facilitare l'accesso e la condivisione dei dati è un elemento chiave per la digitalizzazione del settore finanziario e per la transizione sostenibile. Un *set* informativo esteso e di qualità a livello UE favorirà, inoltre, l'assunzione di decisioni di investimento più consapevoli e quindi una migliore allocazione del capitale nell'economia, contribuendo così a realizzare l'integrazione dei mercati dei capitali.



I criteri di delega contenuti nel Disegno di Legge

I principali aspetti su cui insistono i criteri di delega necessari ad assicurare la corretta e integrale applicazione del pacchetto ESAP e delle pertinenti norme tecniche di regolamentazione e di attuazione riguardano:

- la designazione degli organismi di raccolta per lo svolgimento dei compiti ad essi attribuiti dalla normativa europea, tenendo conto delle funzioni attualmente spettanti alle diverse Autorità competenti nei settori interessati e dell'esigenza di assicurare che gli stessi organismi dispongano dei poteri e degli strumenti necessari a garantire il rispetto della disciplina europea;
- la previsione del ricorso alla disciplina secondaria adottata dalle Autorità interessate, ove opportuno e nel rispetto delle rispettive attribuzioni;
- la previsione di forme di coordinamento e collaborazione tra il Ministero dell'Economia e delle Finanze e le Autorità di settore (CONSOB, Banca d'Italia, IVASS e COVIP), ai fini dello svolgimento dei rispettivi compiti istituzionali, ivi inclusa la possibilità di stipulare appositi protocolli di intesa e accordi di collaborazione tesi a facilitare l'esercizio delle funzioni di vigilanza ad esse attribuite.

Il processo di adeguamento dell'ordinamento nazionale al pacchetto ESAP comporterà per la CONSOB un impegno (compreso l'eventuale fabbisogno informatico) che dipenderà significativamente dall'estensione delle funzioni di *collection body* che la stessa assumerà e che saranno puntualmente definite nei decreti legislativi attuativi.

4. MODIFICHE AL REGOLAMENTO SUI DEPOSITARI CENTRALI (CSDR *REFIT*)

L'art. 10 del Disegno di Legge contiene i criteri per l'adeguamento della normativa nazionale al regolamento (UE) 2023/2845, che modifica i regolamenti (UE) n. 909/2014 n.236/2012 (CSDR *Refit*).

Il pacchetto CSDR *Refit* si inserisce nell'ambito delle misure contemplate dal Piano d'azione della Commissione per l'Unione dei mercati dei capitali, con l'obiettivo di semplificare e rendere più efficiente le attività di post-negoziazione dell'UE, intervenendo principalmente sugli ambiti di seguito indicati.

Con riferimento al ciclo di regolamento, viene introdotto l'obbligo per l'ESMA, in stretta cooperazione con i membri del SEBC, di predisporre, entro il 17 gennaio 2025 e successivamente ogni 2 anni, un *report* per il Parlamento e il Consiglio sulla possibile riduzione del ciclo di regolamento nell'UE.



Avuto riguardo alla disciplina sul *settlement*, viene prevista la facoltà per la Commissione europea di introdurre il *buy-in* (consistente in una procedura di acquisto forzoso prevista nel caso in cui il venditore non abbia consegnato gli strumenti finanziari all'acquirente entro un certo periodo di giorni dalla data prevista per il regolamento), quale misura di ultima istanza in presenza di determinate condizioni.

Il regime del passaporto, in caso di prestazione dei servizi da parte di un depositario centrale (CSD) su titoli di altri paesi dell'Unione (c.d. paesi *host*), viene semplificato. Infatti, si elimina il potere di opposizione *ex ante* in capo all'Autorità del paese *host* mantenendosi un potere di intervento *ex post* che consente all'Autorità del paese *host*, una volta che il CSD abbia avviato l'operatività transfrontaliera, di attivarsi a fronte di possibili violazioni del regolamento CSDR.

È prevista l'istituzione obbligatoria di un collegio di Autorità per la supervisione del CSD, nel caso in cui quest'ultimo operi in maniera significativa in almeno due paesi *host*. L'ESMA dovrà predisporre misure di secondo livello per stabilire quando un CSD è di importanza sostanziale in un paese *host*.

Inoltre, si prevede che la verifica della *compliance* dei CSD al Regolamento CSDR venga svolta almeno ogni tre anni, in luogo della precedente frequenza annuale.

Sono altresì introdotte misure volte a garantire che le Autorità dispongano di informazioni adeguate sull'attività dei CSD di paesi terzi che operano nell'UE e viene stabilito che entro il 17 gennaio 2027 tali CSD debbano ottenere il riconoscimento da parte dell'ESMA per operare nell'Unione.

Infine, avuto riguardo all'accesso dei CSD ai servizi accessori di tipo bancario, è ampliato il novero dei soggetti che possono offrire tali servizi ai CSD.

I criteri di delega contenuti nel Disegno di Legge

I principali aspetti su cui insistono i criteri di delega riguardano:

- una ripartizione dei poteri di vigilanza tra CONSOB e Banca d'Italia quali Autorità competenti sui CSD, in continuità con l'attuale impostazione dell'assetto di attribuzioni delineata dal Titolo II-*bis* della Parte III del TUF, dedicato ai depositari centrali, alle attività di regolamento e di gestione accentrata;
- l'individuazione della CONSOB quale Autorità preposta alla costituzione e guida del Collegio delle Autorità di vigilanza, da istituirsi soltanto nel caso in cui il CSD italiano (Monte Titoli S.p.A.) operi in maniera significativa in almeno due paesi *host*;



- la designazione della CONSOB quale Autorità deputata a comunicare all'ESMA la lista delle misure di diritto societario che devono essere rispettate da CSD esteri quando intendono offrire servizi in Italia, in linea di continuità con il ruolo che il nostro Istituto già svolge quale punto di contatto ai sensi dell'art. 79-undecies, comma 5, del TUF per le comunicazioni con le Autorità estere;
- l'attribuzione alla CONSOB, d'intesa con la Banca d'Italia, di disciplinare l'esclusione dei titoli dal sistema di gestione accentrata, qualora l'emittente versi in stato di liquidazione giudiziale, di liquidazione controllata o di liquidazione coatta amministrativa. Tale intervento normativo è funzionale a evitare costi ingiustificati agli investitori, costretti a corrispondere gli oneri di gestione accentrata per tutta la durata della procedura di liquidazione, nonostante i propri strumenti finanziari abbiano perso l'intero valore;
- la revisione della disciplina della crisi dei CSD: *i)* assicurando il tempestivo e ordinato trasferimento, a un altro depositario centrale, delle attività dei clienti in caso di crisi di un CSD italiano; *ii)* coordinando la disciplina della crisi dei CSD con la più recente normativa della crisi delle controparti centrali;
- l'adeguamento del sistema sanzionatorio. Si prospetta, in proposito, un criterio generale finalizzato a garantire l'opportuno coordinamento dell'attuale disciplina sanzionatoria prevista nel TUF con le novità introdotte da CSDR Refit.

5. ULTERIORI ATTI NORMATIVI EUROPEI INSERITI NELL'ALLEGATO A) DEL DISEGNO DI LEGGE

L'Allegato A) del Disegno di Legge annovera tra le fonti normative europee da recepire, senza indicazione di criteri di delega, i seguenti atti:

- direttiva (UE) 2024/927 che modifica la direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA) e la direttiva 2009/65/CE su taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), avuto particolare riguardo agli accordi di delega, alla gestione del rischio di liquidità, alle segnalazioni a fini di vigilanza, alla fornitura dei servizi di custodia e di depositario, nonché alla concessione di prestiti da parte di fondi di investimento alternativi;
- direttiva (UE) 2024/790 che modifica la direttiva 2014/65/UE (MiFID II) relativa ai mercati degli strumenti finanziari, avuto particolare riguardo alla disciplina delle infrastrutture di mercato.

In relazione a tali atti, che incidono in modo considerevole sulla disciplina concernente il risparmio gestito e la trasparenza dei mercati degli strumenti finanziari, si evidenzia



l'opportunità di definire criteri di delega specifici per l'adeguamento alle novità normative europee, ferma restando la possibilità di avvalersi al riguardo di eventuali ulteriori veicoli normativi.

In tale ottica, risulterebbe altresì opportuno prevedere criteri di delega per l'adeguamento della normativa nazionale al regolamento (UE) 2024/791 - che parimenti incide sulla disciplina relativa alle infrastrutture di mercato apportando modifiche al regolamento (UE) n. 600/2014 (MiFIR) – al momento non incluso nel Disegno di Legge in esame.

In conclusione, vorrei ricordare che lo scorso 14 novembre è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea il cd. pacchetto *Listing Act*, che si compone di tre distinti atti normativi (un regolamento e due direttive)⁴ che investono in modo trasversale una serie variegata di ambiti della disciplina europea in materia finanziaria.

Il nuovo pacchetto normativo, che costituisce un cardine fondamentale nel processo di costruzione della *Capital Markets Union*, muove dalla esigenza di sviluppare le potenzialità dei mercati dei capitali in ambito europeo, incentivando l'afflusso di risorse finanziarie alle PMI e favorendo la creazione di un ambiente favorevole per gli investimenti.

Le principali modifiche riguardano:

- i prospetti informativi, attraverso una rimodulazione delle esenzioni dall'obbligo di pubblicazione di tali documenti per le offerte pubbliche e la quotazione di titoli, nonché tramite una serie di semplificazioni delle regole vigenti, anche attraverso una migliore precisazione dei compiti di controllo assegnati all'Autorità competente;
- gli abusi di mercato, attraverso una più chiara specificazione dei presupposti al ricorrere dei quali scattano gli obblighi di *disclosure* delle informazioni privilegiate (specie con riguardo ai processi prolungati) e delle condizioni in presenza delle quali è possibile ritardarne la divulgazione;
- lo sviluppo della ricerca finanziaria, attraverso peraltro l'eliminazione del divieto di aggregazione dei costi di ricerca e di negoziazione (c.d. *unbundling*);

⁴ In particolare:

- i) il regolamento (UE) 2024/2809, del 24 ottobre 2024, che modifica il regolamento (UE) n. 2017/1129 sul prospetto, il regolamento (UE) n. 596/2014 sugli abusi di mercato e il regolamento (UE) n. 600/2014;
- ii) la direttiva che modifica la direttiva 2014/65/UE ("Mifid II") e che abroga la Direttiva 2001/34/CE (c.d. "*Listing directive*");
- iii) una direttiva *ad hoc* che regola la materia delle azioni a voto multiplo per le società che intendono accedere ai sistemi multilaterali di negoziazione.



- la possibilità per le società quotate su MTF di emettere azioni a voto multiplo, introducendo per la prima volta norme comuni sulla materia del voto plurimo – rispetto alla quale sussistono profonde divergenze tra le discipline ad oggi applicabili nei singoli Stati membri – che intervengono anche sulle garanzie per tutelare gli interessi degli altri azionisti da introdursi in ambito nazionale.

Ampia parte delle nuove disposizioni sopra descritte sono di diretta applicazione o possono essere oggetto di recepimento già attraverso le deleghe regolamentari alla CONSOB, previste a legislazione vigente.

In diversi casi, tuttavia, le nuove disposizioni presentano un differimento dei termini iniziali di applicazione o perché è presente un rinvio ad atti delegati della Commissione, o perché è necessario l'intervento del Legislatore nazionale, penso ad esempio alla definizione della soglia di controvalore al di sotto della quale non scatta l'obbligo di pubblicazione di un prospetto informativo (che viene innalzata da 8 a 12 milioni di euro), alle modifiche al regime sanzionatorio amministrativo per gli abusi di mercato, o comunque per il recepimento delle due direttive sopra menzionate sulla quotazione e sui sistemi a voto plurimo.

È auspicabile, dunque, che il processo di adeguamento dell'ordinamento nazionale alle nuove norme europee venga avviato quanto prima, in linea con le scadenze imposte dall'Unione europea, per consentire alle imprese di beneficiare delle potenzialità introdotte dalla nuova disciplina europea e creare un contesto favorevole, a livello nazionale, alla canalizzazione dei risparmi verso il mercato dei capitali, sostenendo la competitività del sistema nazionale nel più ampio contesto di stimolo alla competitività dell'Unione europea.

Ciò, peraltro, si rende opportuno per andare di pari passo con il processo di riforma del Testo unico finanziario attualmente in corso, alla luce della delega contenuta nell'art. 19 della legge 5 marzo 2024 n. 21 (Legge Capitali).