

Documento di consultazione n. 2/2020

SCHEMA DI REGOLAMENTO IVASS RECANTE DISPOSIZIONI IN MATERIA DI TRASPARENZA DELLA POLITICA DI IMPEGNO E DEGLI ELEMENTI DI STRATEGIA DI INVESTIMENTO AZIONARIO DELLE IMPRESE DI ASSICURAZIONE O DI RIASSICURAZIONE, IN ATTUAZIONE DELL'ARTICOLO 124 NOVIES, COMMA 3, DEL TESTO UNICO DELLE DISPOSIZIONI IN MATERIA DI INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA.

Legenda

Nella riga "Commentatore" i singoli soggetti dovranno inserire la loro denominazione (anche in forma abbreviata).

Nella riga "Osservazioni generali" i singoli soggetti potranno inserire commenti di carattere generale.

Nelle colonne "Articolo" e "Comma" andranno inseriti, rispettivamente, l'articolo e il comma cui si riferisce l'osservazione e la proposta di modifica.

Nella colonna "Osservazioni e proposte" andranno inserite le osservazioni specifiche e le proposte di modifica.

Commentatore	Konstantinos Sergakis Professore Ordinario di Capital Markets Law and Corporate Governance, Università di Glasgow
Osservazioni generali	<p style="text-align: center;">Chiarimento del sistema sanzionatorio del IVASS</p> <p>L'articolo 193-<i>bis</i>.1. del TUF detta disposizioni in materia di sanzioni amministrative applicabili, tra l'altro, in caso di violazione degli articoli 124-<i>quinquies</i> e 124-<i>sexies</i> del TUF e attribuisce al IVASS il potere sanzionatorio per le violazioni poste in essere dai soggetti dalla stessa vigilati; in questo contesto normativo, e con i considerabili poteri sanzionatori del IVASS in materia (sanzioni da 2.500 a 150.000 euro) occorre più che mai chiedersi quali sarebbero i metodi più efficaci di <i>enforcement</i> degli obblighi di <i>hard law</i> e delle norme di <i>soft law</i> di <i>stewardship</i> affinché esse possano essere rispettate dagli attori del mercato in un modo flessibile, che rispecchia la reale prassi e la polimorfia della <i>stewardship</i>.</p> <p>Un sistema ottimale di <i>enforcement</i> dovrebbe non solo rispecchiare gli obiettivi della SRD II e del Decreto Legislativo 49/2019, ma anche offrire soluzioni adatte per gli investitori istituzionali.</p> <p>Il panorama europeo dimostra che, per adesso, la strada del <i>public enforcement</i> (che si focalizza sull'imposizione delle sanzioni amministrative), rimane marginale. Nei testi della trasposizione dell'articolo 14b della SRD II, che dà la possibilità agli Stati Membri di stabilire le misure o sanzioni in caso di violazione degli obblighi previsti, la maggioranza degli Stati Membri¹, come Lussemburgo e Spagna, non prevedono alcune sanzioni. Anche il Regno Unito segue questa strada riconoscendo espressamente che gli attori del mercato hanno bisogno di adattarsi gradualmente ai nuovi obblighi. Altri Paesi come la Svezia e Belgio hanno scelto una via piuttosto neutra, dando alle loro autorità il ruolo di garantire l'applicazione di questi obblighi senza specificare gli strumenti a loro disposizione. I Paesi Bassi prevedono sanzioni amministrative di 20mila euro, mentre l'Italia ha trasposto queste misure con un eccessivo rigore, conferendo alla Consob/Covip e IVASS poteri di sanzioni che vanno 2.500 a 150mila euro.</p>

¹ Per un'analisi approfondita dei testi di trasposizione di 9 Stati Membri, vedasi Dionysia Katelouzou e Konstantinos Sergakis, 'Shareholder Stewardship Enforcement' (2020) TLI Think! Paper 07/2020; ; European Corporate Governance Institute (ECGI) Law Working Paper No. 514/2020, disponibile su <https://ssrn.com/abstract=3564266>.

I rischi di seguire il *public enforcement* diventano evidenti: creare l'illusione di una garanzia del rispetto degli obblighi della SRD II/Decreto Legislativo 49/2019 e demotivare gli attori del mercato, trasformando la *stewardship* in un onere². Le sfide mondiali, la complessità delle prassi di *stewardship* e i diversi profili e *modus operandi* degli attori del mercato dovranno essere rispecchiati nella creazione di un nuovo modello olistico di *enforcement*.

Un punto di partenza sarebbe attivare altri strumenti di *enforcement* di maggior efficienza che possano rivelarsi molto più efficaci nel far rispettare gli obblighi di trasparenza tramite conseguenze reputazionali e la pressione del mercato. Per esempio, le misure informali (usate dal IVASS) come gli annunci pubblici o le notifiche private relative a una deviazione o violazione sarebbero una prima via che tutti i Paesi potrebbero esplorare. I meccanismi dell'*informal enforcement* possono essere completati fornendo le *guideline* e un dialogo costante tra IVASS e gli investitori istituzionali assicurativi.

Per l'imposizione di sanzioni pecuniarie, come ho sostenuto dal 2018, **l'assenza – e non la qualità delle informazioni divulgate dagli investitori istituzionali assicurativi – dovrebbe essere (almeno per una prima fase di adattamento degli investitori istituzionali assicurativi al Regolamento) l'unico criterio per sanzionare una violazione del regolamento IVASS.**³

² Per un'analisi approfondita dei rischi in questo ambito e per le proposte a IVASS per l'esercizio dei suoi poteri sanzionatori, vedasi Konstantinos Sergakis, 'The Perils of Public Enforcement of Shareholders' Duties', 12 Settembre 2018, disponibile su <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2018/09/perils-public-enforcement-shareholders-duties> ; Konstantinos Sergakis, (2019) *Legal versus social enforcement of shareholder duties*. In: Birkmose, H. S. and Sergakis, K. (eds.) *Enforcing Shareholders' Duties*. Series: Elgar financial law. Edward Elgar, pp. 128-148. ISBN 9781788114868.

³ Ibid. Vedasi anche la mia risposta alla consultazione pubblica di MEF della SRD II, disponibile su http://www.dt.mef.gov.it/modules/documenti_it/regolamentazione_bancaria_finanziaria/regolamentazione_bancaria_finanziaria/consultazione_828/Italian_Consultation_SRD.pdf ; vedasi anche la risposta alla stessa consultazione di Assonime/Confindustria, che usa gli stessi argomenti facendo riferimento alle mie tesi, disponibile su http://www.dt.mef.gov.it/modules/documenti_it/regolamentazione_bancaria_finanziaria/regolamentazione_bancaria_finanziaria/consultazione_828/Assonime_Confindustria.pdf

Articolo	Comma	Osservazioni e proposte
4 e 5		<p>IVASS dovrebbe astenersi dall'interpretare le informazioni fornite e verificare solamente se gli investitori istituzionali assicurativi hanno divulgato le informazioni richieste. Nel caso delle disposizioni, basandosi sul 'comply or explain' (articolo 4), IVASS dovrebbe verificare se una chiara scelta è stata fatta (dichiarazione di compliance o spiegazione) senza entrare in ulteriori dettagli. Questo dovrebbe essere chiarito nel Regolamento.</p> <p>Se tuttavia IVASS considera opportuno interpretare le informazioni fornite dagli investitori istituzionali assicurativi, secondo il modello 'comply or explain' (previsto dall'articolo 4) o secondo una divulgazione meno flessibile (previsto dall'articolo 5), sarebbe opportuno fornire ulteriori chiarimenti nel Regolamento.</p> <p>IVASS dovrebbe</p> <ul style="list-style-type: none"> a) fornire ulteriori informazioni su come eserciterà i suoi poteri di sorveglianza e disciplina per aiutare gli investitori istituzionali assicurativi a capire <i>ex ante</i> le aspettative create dal Regolamento; questo passo aiuterà gli investitori istituzionali assicurativi nella preparazione delle loro divulgazioni annuali fornendo una lista di criteri interpretativi o altri schemi che possano offrire tali chiarimenti; b) specificare cosa costituisce una buona spiegazione (secondo il 'comply or explain') conforme al Regolamento per aiutare gli investitori istituzionali assicurativi a conformarsi a criteri ben definiti e chiari.⁴

⁴ Adottando i criteri di una spiegazione di qualità come definita al livello europeo (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014H0208>), britannico (<https://www.frc.org.uk/getattachment/a39aa822-ae3c-4ddf-b869-db8f2ffe1b61/what-constitutes-an-explanation-under-comply-or-explain.pdf>) e belga (https://www.corporategovernancecommittee.be/sites/default/files/generated/files/page/2020_belgian_code_on_corporate_governance.pdf). Per un'analisi approfondita del 'comply and explain' e delle spiegazioni, vedasi Konstantinos Sergakis, 'Deconstruction and Reconstruction of the "Comply or Explain" principle in EU capital markets' (2015) 5(3) *Accounting, Economics and Law: A Convivium* 233, disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2516741.

6		<p>Nell'ambito attuale di una pandemia globale, gli attori del mercato sono più che necessari al sostegno economico delle società. Chiedendo il rispetto delle norme specifiche, senza lasciar loro lo spazio di evolvere le loro prassi e di assorbire questi nuovi obblighi, si rischia nel lungo termine di trasformare i mercati in vere e proprie trappole di conformità e obblighi onerosi.</p> <p>In più, l'assenza fino ad oggi di strumenti di autodisciplina per le prassi degli investitori istituzionali assicurativi in Italia favorisce un passaggio graduale alle disposizioni del Regolamento (gli investitori istituzionali assicurativi non dimostrano per il momento un alto livello di familiarità con i nuovi obblighi).</p> <p>Considero di fatto opportuno posporre al 2022 gli obblighi previsti nel Regolamento per permettere agli investitori istituzionali assicurativi di predisporli entro dicembre 2020 e di integrarli nel 2021.</p>
---	--	--