



Konstantinos Sergakis
Professor of Capital Markets Law and Corporate Governance
School of Law
Stair Building
5-9 The Square
University of Glasgow
G12 8QQ
UK
Konstantinos.Sergakis@glasgow.ac.uk

Glasgow, 12 giugno 2020

**Consultazione pubblica concernente lo schema del
“Regolamento in materia di trasparenza della politica di impegno
e degli elementi della strategia di investimento azionario dei fondi pensione”**

Email: consultazione@covip.it

Articoli 4 e 5

Covip dovrebbe astenersi dall'interpretare le informazioni fornite e verificare solamente se i fondi hanno divulgato le informazioni richieste. Nel caso delle disposizioni, basandosi sul 'comply or explain' (articolo 4), Covip 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.

Se tuttavia Covip considera opportuno interpretare le informazioni fornite dai fondi, 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.

Covip dovrebbe

- a) fornire ulteriori informazioni su come eserciterà i suoi poteri di sorveglianza e disciplina per aiutare i fondi a capire *ex ante* le aspettative create dal Regolamento; questo passo aiuterà i fondi 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 i fondi a conformarsi a criteri ben definiti e chiari.¹

Articolo 6

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.

In più, l’assenza fino ad oggi di strumenti di autodisciplina per le prassi dei fondi pensione in Italia favorisce un passaggio graduale alle disposizioni del Regolamento (i fondi non dimostrano un alto livello di familiarità con i nuovi obblighi, avendo anche l’onere di adempiere alle disposizioni che emanano dalla Direttiva IORP II).

Considero di fatto opportuno posporre al 2022 gli obblighi previsti nel Regolamento per permettere ai fondi di predisporli entro dicembre 2020 e di integrarli nei loro bilanci nel 2021.

Chiarimento del sistema sanzionatorio della Covip

L’articolo 193-*bis*.1. del TUF detta disposizioni in materia di sanzioni amministrative applicabili, tra l’altro, in caso di violazione degli articoli 124-*quinquies* e 124-*sexies* del TUF e attribuisce alla COVIP il potere sanzionatorio per le violazioni poste in essere dai soggetti dalla stessa vigilati; in questo contesto normativo, e con i considerabili poteri sanzionatori della Covip in materia (sanzioni da 2.500 a 150.000 euro) occorre più che mai chiedersi quali sarebbero i metodi più efficaci di *enforcement* degli obblighi di *hard law* e delle norme di *soft law* di *stewardship* affinché esse possano essere rispettate dagli attori del mercato in un modo flessibile, che rispecchia la reale prassi e la polimorfia della *stewardship*.

Un sistema ottimale di *enforcement* dovrebbe non solo rispecchiare gli obiettivi della SRD II e del Decreto Legislativo 49/2019, ma anche offrire soluzioni adatte per gli investitori istituzionali.

¹ 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.

Il panorama europeo dimostra che, per adesso, la strada del *public enforcement* (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 Membri², 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.

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 onere³. 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 dalla Covip) 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 Covip e i fondi.

Per l'imposizione di sanzioni pecuniarie, come ho sostenuto dal 2018, **l'assenza – e non la qualità delle informazioni divulgate dai fondi – dovrebbe essere (almeno per una prima fase di adattamento dei fondi al Regolamento) l'unico criterio per sanzionare una violazione del regolamento Covip.**⁴

² 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>.

³ Per un'analisi approfondita dei rischi in questo ambito e per le proposte a Covip 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.

⁴ 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

Ringraziandovi dell'opportunità di partecipare alla consultazione pubblica, rimango a disposizione;

Konstantinos Sergakis
Professor of Capital Markets Law and Corporate Governance
University of Glasgow
School of Law
5-9 The Square
Glasgow G128QQ, UK

<https://www.gla.ac.uk/schools/law/staff/konstantinossergakis/>