



**CONSOB**  
COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

**CAMERA DEI DEPUTATI**

**XIV Commissione permanente (Politiche dell'Unione  
Europea)**

**Atto del Governo n. 071**

Schema di decreto legislativo recante attuazione della direttiva (UE) 2017/828 che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti

**Audizione del Vice Direttore Generale della CONSOB**

Giuseppe D'Agostino

Roma, 6 marzo 2019

Desidero ringraziare, a nome del Collegio, il Presidente di questa illustre Commissione parlamentare e gli Onorevoli Deputati suoi componenti per l'opportunità data alla Consob di poter formulare considerazioni generali e osservazioni specifiche sullo schema di decreto oggi in discussione.

\*\*\*\*\*

## 1. PREMESSA. LA DIRETTIVA SHRD 2

La Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 maggio 2017 ("Direttiva" o "SHRD 2") modifica la Direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate ("*Shareholder Rights Directive*" o "SHRD 1") per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti.

L'ambito di applicazione della Direttiva è limitato alle società con azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato<sup>1</sup>, mentre sono escluse le società con azioni ammesse alla negoziazione su un sistema multilaterale di negoziazione (MTF), quale ad esempio l'AIM Italia di Borsa Italiana.

La Direttiva si muove nell'ottica di migliorare la *corporate governance* degli emittenti perseguendo anche gli obiettivi di *enviromental, social and governance* (ESG) secondo una prospettiva da tempo indicata dalla Commissione europea come una delle strade da percorrere al fine di dare una risposta alla crisi economico-finanziaria manifestatasi a partire dal 2007.

La Direttiva infatti costituisce attuazione del Piano d'azione sul diritto europeo delle società e sul governo societario del 2012. Essa mira a promuovere la sostenibilità a lungo termine delle società europee, creare condizioni propizie per gli azionisti e migliorare l'esercizio anche transfrontaliero del diritto di voto al fine di contribuire alla crescita, alla creazione di posti di lavoro e alla competitività dell'UE.

L'ottica di lungo periodo perseguita dalla SHRD 2 fornisce inoltre risposta alle esigenze di maggiore stabilità e resilienza dei mercati finanziari, manifestatasi a seguito della crisi, e risulta coerente anche con il più recente Piano d'Azione per la *Capital Markets Union* nella misura in cui, favorendo l'allineamento tra gli interessi

---

<sup>1</sup> Si v. in proposito l'art. 1, lett. a), della SHRD 2, secondo cui "*La presente direttiva stabilisce i requisiti relativi all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti conferiti dalle azioni con diritto di voto in relazione alle assemblee generali di società aventi sede legale in uno Stato membro e le cui azioni sono ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato situato o operante all'interno di uno Stato membro.*"

del *management* e quelli degli investitori, incentiva un efficiente *matching* tra i risparmi e gli investimenti a lungo termine.

Nell'impostazione adottata dalla Commissione europea la partecipazione dei soci si dovrebbe esprimere attraverso la sorveglianza attiva dell'emittente, il dialogo con il consiglio di amministrazione e l'esercizio dei propri diritti, incluso il diritto di voto e la cooperazione con altri azionisti. Ciò al fine di migliorare il governo della società di cui si detengono le azioni, favorire la creazione di valore a lungo termine e rafforzare in tal modo il mercato dei capitali.

Sebbene l'impegno attivo da parte di investitori istituzionali possa avere effetti positivi già nel breve termine, non c'è dubbio che esso produca maggiori risultati in una prospettiva di lungo periodo. Per tale motivo la Commissione europea ha ritenuto che siano in primo luogo gli investitori "istituzionali" di lungo termine, quali fondi pensione e compagnie di assicurazione, ad avere interesse a impegnarsi attivamente nella società, con ricadute positive sulla *corporate governance* e sugli interessi degli *stakeholders*.

In linea generale sussistono una serie di fattori economici e giuridici che possono limitare la propensione degli investitori istituzionali ad attuare strategie di impegno verso le società partecipate (*engagement*) o incidere sulle modalità con le quali siffatte strategie possono concretamente avere luogo. In particolare, sulla condotta degli investitori istituzionali possono incidere fattori connessi: alla struttura proprietaria delle società quotate nei diversi paesi; all'incidenza dei costi sostenuti per l'*engagement* e alla possibilità di trarre effettivo beneficio da tale attività; all'esistenza di potenziali conflitti di interessi in capo agli investitori istituzionali; alle strategie di investimento dai medesimi impiegate; alla sensibilità presente rispetto ai temi della sostenibilità, alla non ancora raggiunta omogeneità dei criteri di stima dei fattori ESG.

Nello sviluppare tale assunto di fondo, la Direttiva si muove lungo 7 principali direzioni:

- **agevolare l'esercizio dei diritti da parte dei soci** mediante la trasmissione delle informazioni lungo tutta la 'catena dell'investimento' (ossia attraverso la catena di intermediari mediante la quale vengono detenute le azioni da parte degli azionisti);
- **prevedere un diritto della società di identificare i propri azionisti** al fine di favorire la comunicazione e il dialogo endosocietario;
- **accrescere la trasparenza degli investitori istituzionali e degli *asset managers*** in relazione alle politiche di impegno verso le società partecipate, anche con riguardo alla sostenibilità delle attività economiche delle imprese;

- prevedere obblighi di **trasparenza in capo ai consulenti in materia di voto (i proxy advisors)** con particolare riguardo alle modalità attraverso cui gli stessi elaborano le loro ricerche, consulenze e raccomandazioni di voto e gestiscono i conflitti di interesse che possono influenzare tale elaborazione;
- prevedere un **coinvolgimento dei soci nella definizione delle politiche di remunerazione** degli amministratori nonché l'espressione di un voto sulla *remuneration policy* che deve illustrare tali politiche, rappresentando come le stesse contribuiscano alla strategia aziendale, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società e descrivendo in modo chiaro le diverse componenti della remunerazione fissa e variabile, compresi tutti i *bonus* e gli altri benefici che possono essere riconosciuti agli amministratori;
- migliorare la **trasparenza e il controllo da parte degli azionisti sulle operazioni con parti correlate** attraverso un'informativa tempestiva e adeguati presidi nel processo di deliberazione di tali operazioni, al fine di limitare il rischio di fenomeni espropriativi in danno degli azionisti di minoranza e in generale di tutti gli *stakeholders*;
- prevedere **misure e sanzioni "efficaci, proporzionate e dissuasive"** per le violazioni degli obblighi imposti dalla Direttiva al fine di garantire l'osservanza degli stessi.

A questo proposito va rilevato che la SHRD 2, accedendo all'impianto della precedente SHRD 1, è una direttiva di armonizzazione minima<sup>2</sup>. Essa dunque non impedisce agli Stati membri di imporre obblighi ulteriori alle società o di adottare ulteriori misure intese ad agevolare l'esercizio, da parte degli azionisti, dei propri diritti, promuovere il loro impegno e tutelare gli interessi degli azionisti di minoranza, nonché conseguire altre finalità quali la sicurezza e la solidità degli enti creditizi e delle istituzioni finanziarie<sup>3</sup>.

Inoltre, la Direttiva prevede alcune opzioni il cui esercizio è rimesso alla discrezione degli Stati membri. Nella tabella seguente si riporta un elenco delle più rilevanti opzioni previste dalla Direttiva e del relativo esercizio effettuato nell'ambito dello schema di decreto.

---

<sup>2</sup> Cfr. art. 3 della Direttiva 2007/36/CE.

<sup>3</sup> Cfr. considerando n. 55.

Opzione	Esercitata (SI o NO)
Limitare l'identificazione degli azionisti titolari di una partecipazione superiore ad una determinata percentuale del capitale sociale con diritto di voto non superiore allo 0,5%	SI
Vietare agli intermediari la richiesta di <b>commissioni</b> per i servizi dagli stessi forniti in materia di identificazione degli azionisti, trasmissione delle informazioni e agevolazione dei diritti di voto	NO
Stabilire che il voto dell'assemblea generale sulla politica di remunerazione sia di <b>natura consultiva</b>	NO
Consentire alle società di derogare alla politica di remunerazione in " <b>circostanze eccezionali</b> "	SI
Consentire alle <b>piccole e medie imprese</b> di sottoporre la sezione della relazione sui compensi corrisposti a una mera discussione assembleare senza votazione	NO

I temi trattati dalla Direttiva sono in parte già ampiamente conosciuti e disciplinati dal nostro ordinamento.

Più in dettaglio sono attualmente contemplate dall'ordinamento nazionale:

- la disciplina delle operazioni con parti correlate, introdotta nel codice civile nel 2004 nell'ambito del processo di riforma del diritto societario e attuata con il Regolamento Consob n. 17221 del 2010;
- la disciplina sulle remunerazioni prevista nel TUF già dal 2010 in occasione del recepimento delle Raccomandazioni della Commissione 2004/913/CE e 2009/385/CE in materia degli amministratori delle società quotate<sup>4</sup>;
- la disciplina della identificazione degli azionisti introdotta nel TUF in occasione del recepimento della SHRD 1.

Con riferimento ad un aspetto che, pur non essendo oggetto della presente Direttiva può assumere rilevanza, sia nell'ambito delle politiche d'impegno degli azionisti, sia nella politica di remunerazione, si rammenta inoltre la disciplina in materia di Dichiarazioni non Finanziarie, di cui al d.lgs. 254/2016.

Con riferimento alle tematiche già disciplinate a livello nazionale, si tratta quindi di modificare la normativa esistente per recepire le novità introdotte, facendo salve le disposizioni che non risultano in contrasto con esse. Altri temi sono invece del tutto nuovi ed in particolare:

<sup>4</sup> Già dal 1999 il Regolamento Emittenti della Consob, inoltre, prevedeva per le società quotate - ai sensi dell'art. 114, comma 5, del TUF - obblighi di trasparenza nelle note al bilancio sui compensi corrisposti ai componenti degli organi di amministrazione e controllo e ai direttori generali, a qualsiasi titolo e in qualsiasi forma, anche da società controllate (art. 78, comma 1, del Regolamento Emittenti). La citata disposizione chiedeva di indicare a livello aggregato i compensi corrisposti ai dirigenti con responsabilità strategiche, a qualsiasi titolo e in qualsiasi forma, anche da società controllate.

- l'*engagement* degli investitori istituzionali;
- la trasparenza dei *proxy advisors* e degli *asset managers*.

## 2. IL PROCESSO DI RECEPIMENTO DELLA SHRD 2

Ai sensi dell'articolo 2, par. 1, della Direttiva, gli Stati membri devono recepire i contenuti entro il 10 giugno 2019, fatta eccezione per le disposizioni riguardanti l'identificazione degli azionisti, la trasmissione delle informazioni e l'agevolazione dell'esercizio dei diritti degli azionisti (articoli 3-*bis*, 3-*ter* e 3-*quater*), per le quali il recepimento deve concludersi entro 24 mesi dalla data di adozione dei relativi atti di esecuzione della Commissione europea.

A seguito dell'emanazione in data 3 settembre 2018 del Regolamento di esecuzione (CE) 2018/1212, il termine ultimo per il recepimento delle citate disposizioni è pertanto il 3 settembre 2020.

Per quanto riguarda la delega legislativa per il recepimento della SHRD 2, tale direttiva risulta inserita, senza specifici criteri di delega, nell'elenco allegato alla legge 25 ottobre 2017, n. 163 (Legge di delegazione europea 2016-2017).

Specifici criteri di delega per il recepimento della Direttiva sono invece previsti dal disegno di legge di delegazione europea 2018, approvato in data 13 novembre 2018 dalla Camera dei Deputati e attualmente all'esame del Senato della Repubblica.

Come si dirà più diffusamente in conclusione dell'intervento, l'adozione da parte del Parlamento di specifici criteri di delega per l'attuazione della SHRD 2 appare di fondamentale importanza per consentire la previsione di un apparato sanzionatorio adeguato e coordinato con le disposizioni del TUF.

## 3. LO SCHEMA DI DECRETO LEGISLATIVO DI ATTUAZIONE DELLA SHRD 2

Venendo all'esame delle disposizioni contenute nel decreto legislativo recante attuazione della Direttiva (di seguito lo "**schema di decreto**") si rileva che, salvo quanto rappresentato nell'ultima parte dell'intervento con riguardo al regime sanzionatorio, lo schema di decreto recepisce in maniera compiuta le disposizioni contenute nella SHRD 2, inserendosi in molti casi, come accennato, nell'alveo della normativa esistente con interventi "chirurgici" di adeguamento e facendo ricorso alla delega regolamentare alle autorità di vigilanza di settore.

### *3.1 Le disposizioni in tema di esercizio dei diritti dei soci, trasmissione di informazioni e identificazione degli azionisti*

Con riferimento alle previsioni della SHRD 2 volte ad agevolare l'esercizio dei diritti da parte dei soci, la trasmissione delle informazioni e l'**identificazione degli**

azionisti, la novità di maggior rilievo riguarda l'introduzione ad opera della Direttiva di un diritto - e non più di una semplice facoltà statutaria, come attualmente previsto nel TUF degli emittenti quotati in un mercato regolamentato a conoscere i propri azionisti al fine di "facilitare l'esercizio dei diritti degli azionisti e l'impegno degli azionisti con la società". Lo schema di decreto ha inoltre mantenuto la possibilità, contenuta nell'art. 83-*duodecies* del TUF, per una minoranza qualificata di azionisti di richiedere alla società di effettuare l'identificazione dei soci<sup>5</sup>; tale facoltà, al pari del diritto per l'emittente, non è più soggetta alla previsione di una clausola statutaria<sup>6</sup>.

In merito alla possibilità prevista dalla SHRD 2 per gli Stati membri di introdurre limitazioni all'identificazione degli azionisti titolari di partecipazioni non superiori allo 0,5% del capitale sociale, lo schema di decreto prevede all'art. 83-*duodecies* del TUF che le società quotate abbiano il diritto di identificare gli azionisti titolari di una partecipazione superiore allo 0,5% del capitale sociale con diritto di voto.

Sotto questo profilo va rilevato che le scelte degli Stati membri possono variare anche in considerazione delle diverse discipline che regolano il possesso e la proprietà dei titoli azionari, non armonizzate dalla SHRD 2, e dalle quali deriva la nozione di "azionista". In particolare, a differenza dell'Italia, dove l'art. 83-*duodecies* del TUF consente di conoscere i titolari effettivi (*beneficial owner*), diversi ordinamenti identificano come "azionista" il *legal owner*, ossia l'intermediario depositario dei titoli<sup>7</sup>.

---

<sup>5</sup> Ai sensi del comma 3 dell'art. 83-*duodecies* del TUF, la società è tenuta ad effettuare la medesima richiesta di identificazione "su istanza di tanti soci che rappresentino almeno la metà della quota minima di partecipazione stabilita dalla Consob ai sensi dell'articolo 147-ter, comma 1 [per la presentazione di liste per il rinnovo dell'organo amministrativo, nda]. I relativi costi sono ripartiti tra la società ed i soci richiedenti secondo i criteri stabiliti dalla Consob con regolamento, avendo riguardo all'esigenza di non incentivare l'uso dello strumento da parte dei soci per finalità non coerenti con l'obiettivo di facilitare il coordinamento tra i soci stessi al fine di esercitare i diritti che richiedono una partecipazione qualificata".

<sup>6</sup> Tale previsione appare in linea con la disciplina introdotta dalla SHRD 2 ed in particolare con il Considerando 6, che ricomprende espressamente la facilitazione della cooperazione tra gli azionisti tra le finalità "diverse" che gli Stati membri possono tenere presenti nel disciplinare le modalità di trattamento e conservazione dei dati relativi all'identità degli azionisti.

<sup>7</sup> Si veda il Considerando 13 della SHRD 2 "La presente direttiva fa salvo il diritto nazionale che regola il possesso e la proprietà di titoli, come pure gli accordi per il mantenimento dell'integrità dei titoli e non reca pregiudizio ai beneficiari effettivi o ad altre persone che non sono azionisti a norma del diritto nazionale applicabile".

In base alle analisi pubblicate dall'ESMA (*Report on shareholder identification and communication systems*, 2017) tali paesi sono: UK, Germania, Spagna, Portogallo, Grecia, Irlanda, Slovenia, Estonia, Bulgaria, Cipro. Tale peculiare nozione di azionista riduce notevolmente l'effetto dell'identificazione dei soci in tali Paesi, che non arriva mai a conoscere, come in Italia, i soggetti in favore dei quali le azioni sono detenute dagli intermediari depositari, i c.d. *beneficial owner* (ossia coloro che ricevono i dividendi e possono esercitare il diritto di voto).

Da un punto di vista generale, l'individuazione di una soglia al di sotto della quale gli azionisti sono esclusi dal processo di identificazione, se, per un verso, limita la capacità della società di avere una mappatura completa del proprio azionariato funzionale anche ad agevolare forme di interazione diretta con l'emittente (ad es. voto elettronico), consente, per altro verso, di concentrare il processo di identificazione su quegli azionisti titolari di una partecipazione di una certa entità che più potrebbero avere interesse ad essere identificati per avviare effettivamente un *engagement* con la società<sup>8</sup>.

Le attuali disposizioni del TUF, non modificate dallo schema di decreto in esame, prevedono che le società diano notizia dell'avvenuta presentazione dell'istanza di identificazione avanzata dalla società o dai soci e mettano a disposizione dei soci le risultanze del processo di identificazione oltre a provvedere all'aggiornamento del libro soci. Va comunque evidenziato che, pur in presenza di una soglia al di sotto della quale non scatta il diritto all'identificazione, non è comunque preclusa la possibilità per ciascun azionista di farsi conoscere dalla società avviando un dialogo diretto con la medesima.

Sempre con riferimento a tale tematica, in linea con l'ambito applicativo della SHRD 2, limitato alle società quotate su un mercato regolamentato, nello schema di decreto sono stati esclusi dalla disciplina dell'*identification* "obbligatoria" gli emittenti con azioni ammesse alla negoziazione sugli MTF, mantenendosi tuttavia per tali società, la facoltà oggi contemplata dal TUF di prevedere nello statuto societario l'applicazione della disciplina in materia di identificazione.

Con riferimento alle previsioni in materia di **trasmissione delle informazioni**, lo schema di decreto introduce all'art. 125-*quater* del TUF un nuovo comma 2-*bis* che prevede l'obbligo per gli emittenti di trasmettere ai depositari centrali, con le modalità indicate nel regolamento adottato dalla Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, le informazioni necessarie per consentire la partecipazione alle assemblee e l'obbligo per gli intermediari (nuova lettera g-*bis* del comma 1 dell'art. 83-*novies*, del TUF) di trasmettere ai titolari delle azioni le informazioni necessarie per l'esercizio dei propri diritti.

L'inserimento del nuovo comma 4-*bis* dell'art. 82, è funzionale a delegare alla Consob il potere di adottare disposizioni attuative della Direttiva anche per quanto riguarda taluni aspetti relativi alla disciplina dell'**agevolazione dell'esercizio dei diritti**.

In materia di **trasparenza dei costi** da sostenere nel processo di identificazione degli azionisti e di trasmissione delle informazioni, lo schema di decreto di recepimento introduce nel TUF una norma (art. 83-*novies*.1) che impone agli intermediari e ai depositari centrali di comunicare al pubblico i corrispettivi per i servizi prestati ai sensi della SHRD 2, introducendo un vincolo nella definizione di tali

---

<sup>8</sup> Per quanto riguarda le scelte in corso presso gli altri Stati membri in merito all'introduzione di una soglia al di sotto della quale non sussiste un diritto della società di identificare i propri azionisti, dalle informazioni allo stato disponibili risulta che una soglia pari allo 0,5% del capitale sociale verrebbe mantenuta dall'Olanda, mentre altri paesi come Francia, Germania, Spagna e Regno Unito sarebbero orientati a non introdurre alcuna soglia. Va tuttavia tenuto in considerazione che, eccezion fatta per la Francia, gli altri ordinamenti citati identificano come "azionista" il *legal owner* (cfr. nota precedente).



corrispettivi al fine di garantire che gli stessi siano non discriminatori e proporzionati ai costi effettivamente sostenuti per la prestazione dei medesimi servizi<sup>9</sup>.

Infine, lo schema di decreto modifica l'art. 127-ter al fine di garantire alle società un lasso temporale più ampio per rispondere alle domande pervenute prima dell'assemblea sugli argomenti all'ordine del giorno. In particolare, la presentazione delle domande da parte degli azionisti prima dell'assemblea dovrà avvenire entro 5 giorni prima dell'assemblea (anziché fino a 3 giorni come previsto dal TUF vigente) oppure entro la data della *record date*, ossia 7 giorni lavorativi prima dell'assemblea, laddove sia previsto che la società fornisca, prima dell'assemblea, una risposta alle domande pervenute. In tale ultimo caso le risposte dovranno essere fornite almeno due giorni prima dell'assemblea anche mediante pubblicazione in una apposita sezione del sito Internet.

### ***3.2 Le disposizioni in tema di trasparenza degli investitori istituzionali, asset managers e proxy advisors***

Le analisi svolte dalla Commissione europea per l'adozione della proposta di revisione della SHRD 1 sottolineano come la mancanza di sufficienti incentivi allo svolgimento di attività di *engagement* da parte degli azionisti possa condurre a una *corporate governance* delle imprese sub-ottimale e all'assunzione di decisioni di investimento di breve periodo (*short termism*) da parte degli azionisti.

La circostanza che gli investitori istituzionali (assicurazioni e fondi pensione) affidino generalmente la gestione dei propri portafogli ad *asset managers* delinea inoltre problemi di agenzia tra "principale" (investitore istituzionale) e "agente" (gestore di attivi).

Vi può essere in sostanza un disallineamento tra gli interessi e le strategie perseguite dal gestore rispetto a quelle dell'investitore. I gestori possono infatti focalizzarsi sui risultati a breve termine rispetto a un *benchmark* o alle *performance* di altri gestori di attivi, trascurando l'obiettivo di investire in base ai fondamentali (strategia, risultati economico-finanziari e *governance*) e a prospettive di più lungo termine.

Inoltre, i soggetti che offrono servizi di consulenza per l'esercizio del diritto di voto (*proxy advisors*) influenzano in modo rilevante il comportamento di investitori istituzionali e gestori di attivi, in particolar modo di quelli che detengono portafogli

---

<sup>9</sup> Non è stato ritenuto opportuno esercitare nello schema di decreto l'opzione rimessa agli Stati membri di vietare agli intermediari la richiesta di commissioni, per i servizi dagli stessi forniti al fine di non imporre a carico della catena degli intermediari i costi sostenuti per l'*identification*. Al momento stato non si dispone di informazioni circa le scelte in corso di definizione su questo specifico aspetto presso gli altri Stati membri.

molto diversificati, per i quali compiere in proprio le attività di studio e analisi in vista dell'esercizio dei diritti di voto sarebbe eccessivamente costoso.

Sulla scorta di tali analisi, la SHRD 2 introduce, come detto, nuove previsioni volte a stimolare l'*engagement* e l'orientamento al lungo periodo di investitori istituzionali e gestori di attivi nell'investimento in società quotate europee, prevedendo altresì specifiche tutele (informative) nel rapporto contrattuale tra questi soggetti, volte ad accrescere la trasparenza sulle prassi operative.

Per quanto riguarda i *proxy advisors*, inoltre, vengono stabilite norme sulla trasparenza e accuratezza delle analisi al fine di limitare il rischio che le metodologie utilizzate dai consulenti in materia di voto per formulare le proprie raccomandazioni non tengano sufficientemente conto delle condizioni normative e di mercato locali e che i rapporti intrattenuti con gli emittenti pregiudichino l'indipendenza e la capacità di fornire una consulenza obiettiva e affidabile.

Lo schema di decreto ricalca fedelmente le disposizioni della SHRD 2 che riguardano gli investitori istituzionali, i gestori di attivi e i *proxy advisors*. La relativa disciplina, pur incidendo non solo sulle società quotate, ma anche sul settore assicurativo, dei fondi pensione e del risparmio gestito, è stata collocata nel TUF, ritenuto il veicolo normativo più idoneo alla luce delle finalità proprie delle norme in recepimento. Tale impostazione, peraltro, risulta coerente con l'architettura normativa di livello europeo, che ha inserito tale disciplina nell'ambito della direttiva sui diritti degli azionisti degli emittenti quotati e non nell'ambito delle singole direttive settoriali in cui si articola la regolamentazione dei diversi soggetti obbligati. Nel TUF sono comunque previsti specifici rinvii alla disciplina settoriale in materia assicurativa e di fondi pensione.

Pertanto, lo schema di decreto prevede l'inserimento di una nuova Sezione (I-ter) del TUF all'interno della Parte IV dedicata agli emittenti. La sezione contiene un articolo iniziale (art. 124-*quater*) in cui sono stati definiti i soggetti destinatari ("*gestore di attivi*<sup>10</sup>" e "*investitore istituzionale*<sup>11</sup>") che ricalca le definizioni della direttiva stessa e l'ambito applicativo delle norme. Lo stesso articolo specifica che la disciplina contenuta nel TUF si applica ai gestori di attivi e agli investitori istituzionali che investono in società quotate in un mercato regolamentato italiano o di un altro Stato membro dell'Unione Europea.

L'art. 124-*quinquies* richiede a investitori istituzionali e gestori di attivi di rendere note le informazioni in merito all'adozione di una **politica di impegno** nei

---

<sup>10</sup> Gestore degli attivi: le SGR, le SICAV e le SICAF che gestiscono direttamente i propri patrimoni, e i soggetti autorizzati in Italia a prestare il servizio di cui all'art. 1, comma 5, lettera d) del TUF (gestione di portafoglio).

<sup>11</sup> Investitore istituzionale: (i) un'impresa di assicurazione o di riassicurazione come definite alle lettere u) e cc) del comma 1 dell'art. 1 del d.lgs. n. 209/2005, incluse le sedi secondarie in Italia di imprese aventi sede di legale in uno Stato terzo, autorizzate ad esercitare attività di assicurazione o di riassicurazione nei rami vita ai sensi dell'art. 2 comma 1 e 2 del medesimo decreto; (ii) i fondi pensione con almeno cento aderenti, che risultino iscritti all'albo tenuto dalla COVIP e che rientrino tra quelli di cui agli art. 4, comma 1, e 12 del d.lgs. n. 252/2005, ovvero tra quelli dell'art. 20 del medesimo decreto aventi soggettività giuridica e operanti secondo il principio della capitalizzazione.

confronti delle società partecipate. Tale politica descrive le modalità con cui i soggetti suindicati: (i) monitorano le società partecipate su questioni rilevanti, compresi la strategia, i risultati finanziari e non finanziari nonché i rischi, la struttura del capitale, l'impatto sociale e ambientale e il governo societario; (ii) dialogano con le società partecipate; (iii) esercitano i diritti di voto e altri diritti connessi alle azioni; (iv) collaborano con altri azionisti; (v) comunicano con i pertinenti portatori di interesse delle società partecipate e (vi) gestiscono gli attuali e potenziali conflitti di interesse in relazione al loro impegno.

Se gli investitori istituzionali e gestori di attivi decidono di non adottare una politica di impegno essi forniscono una comunicazione al pubblico chiara e motivata circa le ragioni di tale scelta (*comply or explain*). È evidente peraltro che da un punto di vista reputazionale la scelta di non adottare una politica sarà oggetto di valutazione da parte del mercato.

L'art. 124-*sexies* attua le disposizioni della Direttiva sugli obblighi di trasparenza degli investitori istituzionali in merito alla **strategia di investimento** stabilendo un obbligo di comunicazione al pubblico di informazioni circa il modo in cui gli elementi principali della loro strategia di investimento azionario sono coerenti con il profilo e la durata delle loro passività, in particolare delle passività a lungo termine, e in che modo contribuiscono al rendimento a medio e lungo termine dei loro attivi.

Nel caso in cui la gestione del portafoglio sia delegata ad un *asset manager*, è richiesta, in un'ottica di *comply or explain*, la trasparenza circa gli elementi dell'accordo con il gestore<sup>12</sup>, nonché un adeguato flusso informativo da realizzarsi nell'ambito della relazione annuale del fondo o, nel caso di gestione di portafoglio, nel rendiconto periodico di gestione, tra l'*asset manager* e l'investitore istituzionale con cui è stato concluso un accordo di gestione (art. 124-*septies*).

L'art. 124-*novies* prevede, poi, l'attribuzione dei necessari poteri regolamentari alle singole autorità di vigilanza (Consob, Banca d'Italia, IVASS e COVIP) sulla base delle proprie competenze, individuando appositi meccanismi di coordinamento, laddove necessario. Le materie oggetto di regolamentazione secondaria riguardano i termini e le modalità di pubblicazione delle informazioni che gli *asset managers* e gli investitori istituzionali sono tenuti a rendere note.

---

<sup>12</sup> In particolare deve essere reso noto:

- se e come tale accordo incentivi il gestore ad allineare la strategia di investimento con profilo e durata delle passività e ad assumere decisioni di investimento che tengano conto delle *performance* finanziarie e non finanziarie delle società nel medio-lungo termine;
- se l'*asset manager* svolga attività di *engagement* nei confronti delle società partecipate per migliorarne le *performance* nel medio-lungo termine;
- in che modo la valutazione dei risultati del gestore degli attivi e la sua remunerazione sono in linea con il profilo e la durata delle passività dell'investitore istituzionale e vengono monitorati i costi di rotazione del portafoglio;
- la durata dell'accordo con il gestore di attivi.

Con particolare riguardo alle disposizioni della SHRD 2 in materia di **trasparenza dei consulenti in materia di voto**, lo schema di decreto introduce nel TUF l'art. 124-*octies*, riportandovi fedelmente i doveri previsti dalla Direttiva in capo ai *proxy advisors*.

La norma prevede in particolare l'obbligo per i *proxy advisors* di pubblicare annualmente una dichiarazione contenente informazioni: (i) sulle caratteristiche delle metodologie e delle fonti informative utilizzate nell'elaborazione di ricerche, consigli e raccomandazioni di voto, (ii) sulle procedure volte a garantire la qualità delle ricerche e la qualificazione del personale, (iii) sulle caratteristiche delle politiche di voto applicate per ciascun mercato, illustrando anche come si tenga conto delle specificità nazionali, (iv) sulle prassi seguite in materia di dialogo con gli emittenti o altri *stakeholders*, (v) sulle politiche di prevenzione e gestione dei conflitti di interessi e (vi) sull'adesione a un codice di comportamento, ovvero sulle ragioni della mancata adesione ad una o più delle sue disposizioni e sulle misure alternative adottate.

Alla regolamentazione secondaria della Consob è affidata la disciplina dei termini e delle modalità di pubblicazione della dichiarazione in esame.

La norma estende i poteri informativi previsti dagli artt. 114, commi 5 e 6, e 115 del TUF<sup>13</sup> ai *proxy advisors* soggetti alla disciplina italiana, che come detto sono esclusivamente quelli aventi sede legale in Italia ovvero aventi una sede, anche secondaria, in Italia qualora non abbiano la sede legale o la sede principale in un altro Stato membro dell'UE (art. 124-*quater*, comma 3)<sup>14</sup>.

Come previsto dalla SHRD 2, l'art. 124-*octies* richiede ai consulenti in materia di voto di individuare e comunicare ai loro clienti, nell'ambito dello svolgimento del servizio richiesto, qualsiasi conflitto di interesse reale o potenziale o relazione commerciale che possa influenzare l'elaborazione delle ricerche, dei consigli o delle raccomandazioni di voto, unitamente alle azioni volte ad eliminare, attenuare o gestire tali conflitti.

### ***3.3 Le disposizioni in materia di politica di remunerazione e relazione sulle remunerazioni***

Come anticipato, la SHRD 2 (art. 9-*bis*) tratta il tema della remunerazione degli amministratori con l'obiettivo di migliorarne la connessione con il rendimento della società e la supervisione da parte degli azionisti, al fine di evitare ingiustificati trasferimenti di ricchezza dalle società ai loro *managers*.

---

<sup>13</sup> Non sono applicabili ai *proxy advisor* i più pervasivi poteri di indagine previsti in materia di *market abuse*.

<sup>14</sup> In particolare, la normativa trova applicazione nella misura in cui tali soggetti, a titolo professionale e commerciale, forniscano ricerche, consigli o raccomandazioni di voto riguardanti società europee con azioni quotate in mercati regolamentati di uno Stato membro dell'Unione europea.

Il coinvolgimento degli azionisti si articola in due principali aspetti: a) l'espressione di un voto sulle politiche di remunerazione che la società intende attuare con riferimento agli esercizi futuri e b) l'espressione di un voto sulle retribuzioni corrisposte con riferimento ai precedenti esercizi.

a) *La politica di remunerazione*

Lo schema di decreto, innestandosi sulle già esistenti disposizioni in materia previste nel TUF<sup>15</sup>, chiarisce innanzitutto il contenuto della politica di remunerazione degli amministratori<sup>16</sup>, indicando (nuovo comma 3-*bis* dell'articolo 123-*ter* del TUF) che essa “*contribuisce alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società e illustra il modo in cui fornisce tale contributo*”. Si prevede, quindi, che gli azionisti abbiano il diritto ad esprimersi sulla politica di remunerazione attraverso un voto vincolante<sup>17</sup>;

Circa la natura del voto espresso dai soci sulla politica di remunerazione, la Direttiva prevede un voto vincolante dell'assemblea, ma lascia tuttavia la possibilità agli Stati membri di stabilire che il voto sia di natura consultiva.

In merito poi alle conseguenze legate alla scelta di un voto vincolante o consultivo la differenza sostanziale tra i due regimi viene individuata nella Direttiva nel fatto che:

---

<sup>15</sup> Il d.lgs. n. 259/2010 ha introdotto nel TUF l'art. 123-*ter*, che prevede l'obbligo per le società quotate di pubblicare almeno 21 giorni prima dell'assemblea di approvazione del bilancio una relazione sulla remunerazione, approvata dal consiglio di amministrazione e articolata in due sezioni:

- la prima sezione illustra la politica della società in materia di remunerazione dei componenti degli organi di amministrazione, dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche con riferimento almeno all'esercizio successivo e le procedure utilizzate per l'adozione e l'attuazione di tale politica;

- la seconda sezione illustra ciascuna delle voci che compongono la remunerazione di ogni componente degli organi di amministrazione e di controllo, dei direttori generali e, in forma aggregata, dei dirigenti con responsabilità strategiche.

<sup>16</sup> L'art. 2, lett. i) include nella definizione di “amministratore”: “i) i membri degli organi di amministrazione, di gestione o di sorveglianza di una società; ii) se non sono membri degli organi di amministrazione, di gestione o di sorveglianza di una società, l'amministratore delegato e, se tale funzione esiste in una società, il vice amministratore delegato; iii) se lo stabilisce uno Stato membro, altre persone che svolgono funzioni simili a quelle svolte ai sensi dei punti i) o ii)”.

<sup>17</sup> La relazione sulle remunerazioni ha un contenuto diverso e più ampio sia rispetto alla delibera prevista dall'art. 2364 (che riguarda il compenso per la carica di amministratore) sia rispetto all'art. 2389, comma terzo, ultimo periodo del codice civile: in base a quest'ultima norma l'assemblea, se previsto dallo statuto, può approvare un livello massimo di compenso cumulativo per tutti gli amministratori, che il *board* provvede poi a ripartire tra i consiglieri in base alla carica ricoperta. La relazione sulle remunerazioni descrive invece più in generale la politica adottata dalla società in merito a ciascuna delle voci che compongono la remunerazione, incluse le c.d. buonuscite dei *managers* e ai piani di *stock-option*.

a) in caso di mancata approvazione della politica in regime di voto consultivo la società può temporaneamente retribuire i propri *managers* in base alla nuova politica ancorché non approvata, ma deve comunque presentare una politica rivista all'assemblea successiva;

b) nel caso di mancata approvazione della politica di remunerazione in un regime di voto vincolante, la società può retribuire solo in base all'ultima politica approvata, o, se non vi è alcuna politica approvata, solo in base alle prassi di mercato e deve in ogni caso sottoporre una politica rivista all'approvazione della successiva assemblea generale.

Posta questa premessa circa le differenze in termini di ricadute legate alla scelta tra voto vincolante e consultivo, lo schema di decreto, innovando rispetto a quanto attualmente previsto nel TUF, introduce l'obbligo di un voto vincolante. Il voto vincolante è invece già previsto dalla normativa di settore con riguardo alle banche e alle assicurazioni.

Dall'analisi comparata delle discipline degli altri ordinamenti si rileva che il voto vincolante dell'assemblea dei soci sulla politica di remunerazione degli esponenti aziendali di società quotate è previsto in Spagna, Francia, Portogallo e Regno Unito, mentre in Olanda, Danimarca, Svezia, Finlandia, sono in vigore forme di voto vincolante con un ambito applicativo che pare più limitato rispetto a quello delineato nello schema di decreto in esame<sup>18</sup>. In molti di questi Stati membri il voto vincolante risultava già in vigore quando è stata approvata la SHRD II. Tenuto conto che il recepimento della Direttiva non è ancora stato completato non possono in ogni caso escludersi modifiche delle disposizioni attualmente previste in materia. In Germania, nel progetto di legge predisposto dal Governo ai fini del recepimento della SHRD II è prevista l'introduzione di un voto consultivo sulla politica remunerativa che deve essere espresso dall'assemblea dei soci almeno ogni quattro anni.

Al di fuori dell'Unione Europea, forme vincolanti di coinvolgimento degli azionisti nell'approvazione delle remunerazioni dei *managers* (c.d. *say-on-pay*) sono state introdotte, con varie differenze tra loro, anche in Svizzera e Australia, mentre negli Stati Uniti è stata adottata una forma intermedia con il *Dodd-Frank Act* (il voto è consultivo ma vincolante nelle società che abbiano ricevuto sostegni finanziari pubblici).

In merito a tale scelta legislativa, si rileva, per un verso, che la disciplina attuale di un voto consultivo ha dato esiti positivi in termini di coinvolgimento degli

---

<sup>18</sup> Va osservato che la disciplina del voto vincolante nei Paesi citati nel testo sembra differire parzialmente da quella che verrebbe introdotta nell'ordinamento italiano dallo schema di decreto in esame. Ad esempio, in Olanda, è soggetta al voto vincolante dei soci solo la politica sulla remunerazione dei componenti del *supervisory board* in occasione della sua adozione e poi solo in occasione di ogni modifica sostanziale proposta dal *board* (regimi analoghi sono stati introdotti in Norvegia e Finlandia); in Danimarca, il voto vincolante è previsto con riguardo all'adozione di remunerazioni che prevedono una componente variabile, *equity* o *non-equity*; in Svezia, il voto vincolante è previsto con riguardo alla politica remunerativa degli *executives* e per l'introduzione di piani di *stock options*.

azionisti, alla luce dei risultati registrati nell'applicazione di tale istituto<sup>19</sup>. Il voto consultivo può consentire, infatti, una maggiore capacità di indirizzo dei soci, senza tuttavia imporre alle società i costi diretti e indiretti connessi alla mancata approvazione di una politica di remunerazione legati all'incertezza nell'attribuzione di compensi e alla conseguente capacità di incentivare e/o trattenere *managers* ritenuti in possesso delle competenze necessarie a gestire al meglio l'impresa<sup>20</sup>. L'esistenza di tali costi potrebbe arrivare a indurre gli investitori a supportare, soprattutto laddove considerino il proprio voto determinante, una politica di remunerazione di non pieno gradimento.

Per altro verso è evidente come un voto vincolante da parte dell'assemblea sia in grado di condizionare in maniera più marcata la gestione delle retribuzioni da parte della società favorendo per tale via, pur con qualche elemento di rigidità, quell'allineamento di interessi che la normativa in esame si prefigge di perseguire.

Sempre in tema di relazione sulle politiche di remunerazione, l'art. 123-ter come modificato dallo schema di decreto prevede una periodicità del voto almeno triennale, consentendo così alle società di elaborare politiche su un orizzonte più ampio (fino a tre anni) e di allineare la periodicità del voto alla durata della politica di remunerazione. Il voto dei soci è altresì richiesto in occasione di modifiche della politica che, come chiarito nella relazione illustrativa allo schema di decreto, non siano meramente formali o chiarimenti redazionali.

---

<sup>19</sup> Le elaborazioni sulle deliberazioni assembleari sulla politica di remunerazione sono pubblicate dalla Consob nel Report sulla *corporate governance* fin dalla prima applicazione del c.d. *say on pay* nel 2012. In particolare, da un'analisi effettuata su un campione costituito dalle prime 100 società italiane quotate per capitalizzazione di mercato, emerge in estrema sintesi: a) un continuo aumento della partecipazione media da parte degli investitori istituzionali alle assemblee rispetto agli anni precedenti (con riferimento alla stagione assembleare 2018, gli investitori istituzionali risultano presenti con in media il 21% del capitale sociale. Guardando al voto espresso sulle politiche di remunerazione nel 2018 (*say-on-pay*), gli investitori istituzionali hanno espresso voto a favore della remunerazione policy con il 57% delle azioni complessivamente detenute mentre hanno votato contro tale politica o si sono astenuti dalla votazione (c.d. dissenso) con, complessivamente, il 41% delle proprie azioni: tali dati mostrano il dissenso più elevato dalla prima introduzione del *say-on-pay* (10,6% dei voti assembleari). Dal 2017 il dissenso sulle politiche di remunerazione è aumentato anche tra le società appartenenti all'indice Ftse Mib, invertendo così il trend di riduzione del dissenso del periodo 2012-16. Fin dalla prima applicazione del *say-on-pay*, il dissenso degli investitori istituzionali sulle politiche di remunerazione è stato inferiore nel settore finanziario, dove il voto ha natura vincolante; i dati della stagione assembleare 2018 confermano tale evidenza (dissenso pari al 9% del capitale presente in assemblea, inferiore rispetto al 10-11% degli altri settori). Fonte Consob, Report on corporate governance of Italian listed companies 2018 (in corso di pubblicazione).

<sup>20</sup> A titolo esemplificativo può essere utile richiamare quanto previsto dai *governance & sustainability principles* del *California Public Employees' Retirement System*, uno dei maggiori fondi pensione americani, i quali sottolineano l'importanza di un dialogo con il *board* sulle politiche di remunerazione ammettendo peraltro l'inopportunità di un voto dei soci sulle singole retribuzioni: "*We believe that shareowners should have an effective mechanism to stimulate healthy debate for the purpose of holding management accountable for performance through compensation programs; however we do not generally believe that it is optimal for shareowners to approve individual contracts at the company level*".

Viene infine contemplata nello schema di decreto la possibilità, prevista dalla Direttiva, di consentire alle società di discostarsi dalla politica di remunerazione in “*circostanze eccezionali*”, ossia situazioni in cui la deroga alla politica è coerente con gli interessi di lungo termine e con la sostenibilità della società. In tali casi, la politica deve definire le condizioni procedurali in base alle quali la deroga può essere applicata e specificare gli elementi a cui è possibile derogare.

*b) Le informazioni sui compensi corrisposti*

In attuazione della Direttiva, all’art. 123-ter del TUF è introdotto un voto consultivo sulla seconda Sezione della relazione sulla remunerazione (ora rubricata “*Relazione sulla politica di remunerazione e sui compensi corrisposti*”), relativa all’illustrazione dei compensi effettivamente corrisposti con riferimento all’esercizio precedente, e viene precisato che “*la società spiega nella relazione successiva come ha tenuto conto del voto dell’assemblea generale*”.

Ai sensi della Direttiva, la descrizione dei compensi corrisposti deve comprendere anche i compensi corrisposti al singolo amministratore anche da altre società del gruppo. Lo schema di decreto ha mantenuto inoltre la disposizione, già contenuta nel TUF, che prevede l’indicazione anche dei compensi attribuiti da società collegate.

Sempre in tema di relazione sui compensi corrisposti la Direttiva prevede che gli Stati membri possano consentire alle piccole e medie imprese, come definite dalla Direttiva 2013/34/UE (Direttiva *Accounting*)<sup>21</sup>, di sottoporre la sezione della relazione sui compensi corrisposti a una mera discussione assembleare senza votazione. In tal caso la società dovrà spiegare nella successiva relazione sulla remunerazione come ha tenuto conto della discussione (e non del voto) nell’assemblea generale.

Lo schema di decreto in esame non contempla l’esercizio di tale opzione<sup>22</sup> allineando il regime previsto per le PMI a quello applicabile alle altre società quotate.

Si tratta di una decisione che, seppure per una questione di limitato impatto, inverte il *trend* legislativo e regolamentare che prevede oneri meno gravosi per le

---

<sup>21</sup> Si tratta di imprese che alla data di chiusura del bilancio non superano almeno due dei tre criteri seguenti: a) totale dello stato patrimoniale: 20 000 000 EUR; b) ricavi netti delle vendite e delle prestazioni: 40 000 000 EUR; c) numero medio dei dipendenti occupati durante l’esercizio: 250.

<sup>22</sup> La pubblica consultazione che ha preceduto l’adozione dello schema di decreto non ha fatto emergere dati univoci circa l’opportunità di prevedere un regime semplificato per le PMI. Alcuni partecipanti alla consultazione si sono espressi a favore dell’esercizio di tale opzione, ritenuto coerente con il *trend* generale di semplificazione delle regole per le PMI. Secondo altri partecipanti è invece preferibile non esercitare l’opzione in ragione sia della delicatezza del tema delle remunerazioni - a prescindere dalle dimensioni della società - sia dell’impossibilità che si svolga una discussione qualificata poiché priva del contributo degli investitori istituzionali, che esprimono il proprio voto per delega anziché partecipare direttamente all’assemblea.



piccole e medie imprese non solo al fine di favorire la proporzionalità tra oneri di *compliance* e complessità delle imprese, ma anche per agevolare l'accesso e la permanenza delle PMI al mercato dei capitali.

Quanto al **contenuto** della relazione sulla politica di remunerazione e sui compensi corrisposti, questo è affidato alla regolamentazione secondaria adottata dalla Consob, sentite Banca d'Italia e Ivass per i soggetti rispettivamente vigilati (art. 123-ter, commi 7 e 8). La Consob dovrà definire il contenuto della suddetta relazione *"nel rispetto"* di quanto previsto dalla normativa europea di settore. Tale previsione potrà costituire un vincolo nella definizione in sede di regolamentazione secondaria del contenuto della sezione relativa alla politica di remunerazione, che attualmente è ispirata alle previsioni delle Raccomandazioni 2004/913/CE e 2009/385/CE.

### ***3.4 Le disposizioni sulle operazioni con parti correlate***

Nell'intento di favorire il controllo degli azionisti sulle operazioni con parti correlate e limitare pertanto il rischio di fenomeni espropriativi realizzati con tali operazioni, la SHRD 2 ha introdotto alcune previsioni volte ad assicurare un'informativa tempestiva e adeguati presidi di tutela nel processo di deliberazione di tali operazioni. L'originaria proposta della Commissione europea dell'aprile 2014 rimetteva interamente l'approvazione di tali operazioni al voto dei soli azionisti diversi dalla parte correlata interessata dall'operazione. L'evoluzione del testo del Consiglio UE, intervenuta in larga parte nel semestre italiano di Presidenza (di cui rappresentava la priorità negoziale), ha sostanzialmente modificato la proposta originaria e previsto, come sostenuto dall'Italia, in alternativa al voto determinante dei soci "non correlati", la possibilità per gli Stati membri di adottare anche presidi di tutela diversi per l'approvazione delle operazioni, ugualmente idonei a prevenire fenomeni espropriativi a vantaggio delle parti correlate.

Tale approccio impone minori costi di adattamento alla nuova normativa europea da parte di quegli Stati membri che già hanno disciplinato le modalità di approvazione di operazioni con parti correlate nelle società quotate e, con riferimento al caso italiano, è compatibile con la disciplina dettata dalla Consob con il Regolamento n. 17221/2010 ("**Regolamento OPC**"), adottato in attuazione dell'art. 2391-bis del codice civile.

Tale regolamento, come noto, prevede il coinvolgimento degli amministratori indipendenti nella verifica dell'interesse al compimento di tali operazioni e della loro convenienza e solo in via residuale, in caso di parere negativo degli amministratori indipendenti, l'approvazione da parte dell'assemblea con il meccanismo del "*whitewash*"<sup>23</sup>.

---

<sup>23</sup> Ai sensi dell'art. 11, comma 3, del Regolamento OPC, "*le procedure, fermo quanto previsto dagli articoli 2368, 2369 e 2373 del codice civile e salve le previsioni statutarie eventualmente richieste dalla*

Le modifiche legislative proposte introducono pertanto nell'art. 2391-*bis* c.c. un ulteriore comma (il terzo) volto a specificare i contenuti di dettaglio che, per dare attuazione alla Direttiva, la regolamentazione secondaria della Consob deve prevedere (e in larga misura già prevede)<sup>24</sup>. Tali criteri di delega sono coerenti con l'approccio seguito dal Regolamento Consob in materia di operazioni con parti correlate e sono in larga misura già attuati dallo stesso Regolamento.

Tra le previsioni più rilevanti della Direttiva vi è l'introduzione di un obbligo di astensione per gli amministratori che siano coinvolti in un'operazione dalla deliberazione sulla stessa. Nello schema di decreto l'individuazione delle ipotesi in cui sussiste il coinvolgimento dell'amministratore nell'operazione e in cui è previsto, quindi, l'obbligo di astensione del medesimo è delegata alla regolamentazione secondaria della Consob. Come specificato nella normativa primaria, l'astensione non fa venir meno gli obblighi di trasparenza e motivazione previsti dall'art. 2391 del c.c. in materia di interessi degli amministratori.

Un'ulteriore novità di rilievo è l'introduzione nel TUF, in ossequio alle disposizioni della Direttiva, di specifiche sanzioni amministrative in caso di violazione della disciplina sulle operazioni con parti correlate. In proposito, si rammenta che la Consob ha in passato segnalato l'incompletezza dell'attuale sistema sanzionatorio, che prevedeva solo la possibilità di sanzionare l'organo di controllo per omessa vigilanza e non la società o i suoi amministratori. In tal modo viene sanata una lacuna dell'ordinamento a tutto vantaggio dell'efficacia di questo importante presidio di *corporate governance*.

### **3.5 Osservazioni conclusive**

Il completamento del processo di recepimento della Direttiva SHRD 2 rappresenta una tappa importante nel percorso di transizione intrapreso a livello europeo e nazionale verso un mercato dei capitali efficiente, integrato e soprattutto orientato ai temi della sostenibilità.

---

*legge, contengono regole volte ad impedire il compimento dell'operazione qualora la maggioranza dei soci non correlati votanti esprima voto contrario all'operazione."*

<sup>24</sup> In particolare, la nuova previsione del codice civile affida alla Consob l'individuazione, almeno:

a) delle soglie di rilevanza applicabili alle operazioni tenendo conto di indici quantitativi (in linea con l'art. 9-*quater* della Direttiva), consentendo altresì alla Consob di tener conto della natura dell'operazione e della tipologia di parte correlata ai fini della definizione dei criteri di rilevanza;

b) regole procedurali e di trasparenza proporzionate rispetto alla rilevanza e alle caratteristiche delle operazioni, alle dimensioni delle società e al tipo di società che fa ricorso al mercato del capitale di rischio (con azioni quotate o diffuse);

c) dei casi in cui gli amministratori o gli azionisti che siano parti correlate dell'operazione siano tenuti ad astenersi dalla votazione sulla stessa ovvero delle misure di salvaguardia a tutela dell'interesse della società in presenza delle quali gli azionisti-parti correlate possono prendere parte alla votazione.

In questo senso l'intervento normativo si affianca ad altre iniziative già adottate, (si pensi ad esempio alle disposizioni in tema di *disclosure* delle informazioni non finanziarie degli Enti di interesse Pubblico) o in corso di adozione (e qui il riferimento è alle recenti proposte della Commissione UE nell'ambito dell'*Action Plan* sulla finanza sostenibile), che, pur presentando un ambito applicativo non sempre coincidente, testimoniano un mutato approccio verso la regolamentazione finanziaria.

Tale approccio è volto a limitare l'operatività di tipo più marcatamente speculativo e a orientare la finanza verso il sostegno all'economia reale e il perseguimento di obiettivi di maggiore benessere per la collettività nel suo complesso.

In tal senso rilevano le numerose e frequenti disposizioni che mirano ad incentivare tanto gli investitori, quanto gli emittenti a perseguire politiche di lungo termine attente anche ai temi ambientali e sociali.

Alla luce di quanto sopra detto e rilevata la generale idoneità dello schema di decreto ad assicurare il corretto recepimento della SHRD 2, si sottopongono di seguito alcune osservazioni sul testo dello schema di decreto.

- 1) L'osservazione principale riguarda l'apparato sanzionatorio previsto dallo schema di decreto al fine di dotare le Autorità di vigilanza di uno strumentario utile a garantire in ambito nazionale l'applicazione dei nuovi istituti previsti dalla Direttiva. Come anticipato, il disegno di legge di delegazione europea 2018 contiene, all'articolo 6, criteri specifici di delega per il recepimento della SHRD 2 e in particolare, con riferimento alle sanzioni amministrative per violazioni della Direttiva, prevede una forbice edittale (compresa tra 2.500 euro e 10 milioni di euro) entro la quale il legislatore delegato sarà chiamato a definire l'importo delle sanzioni.

Si evidenzia che tali limiti edittali appaiono in linea con l'apparato sanzionatorio in vigore nell'ambito della disciplina dei mercati finanziari e in particolare con le norme sanzionatorie, già contemplate dal Testo Unico della Finanza, per le violazioni in materia di emittenti quotati e diritti degli azionisti<sup>25</sup>.

---

<sup>25</sup> In questa materia nel TUF si prevedono generalmente sanzioni amministrative pecuniarie fino a 10 milioni di euro nei confronti delle persone giuridiche e fino a 2 milioni di euro nei confronti delle persone fisiche per la violazione di obblighi di trasparenza (*cf.* art. 192-*bis*, art. 193, commi 1, 2 e 3), mentre per la violazione degli obblighi di trasparenza e di comportamento previsti a tutela dei risparmiatori in capo agli investitori istituzionali e ai soggetti abilitati nonché dei depositari centrali sono previste sanzioni amministrative pecuniarie fino a 5 milioni di euro, ovvero, se superiore, fino al dieci per cento del fatturato (*cf.* artt. 190, 190.1 e 190-*bis*).

Tuttavia, non essendo ad oggi intervenuta l'approvazione del richiamato disegno di legge, lo schema di decreto ha applicato il criterio generale previsto dall'art. 32 della legge n. 234/2012<sup>26</sup>, che contempla la possibilità di comminare sanzioni amministrative pecuniarie solo nella misura compresa tra un minimo di 150 euro e un massimo di 150.000 euro<sup>27</sup>.

Come segnalato dalla Consob al Senato della Repubblica, nel corso dell'audizione del 5 febbraio 2019 sul disegno di legge di delegazione europea 2018, l'applicazione dei predetti limiti edizionali alla materia dei diritti degli azionisti di società quotate risulta del tutto incongruente in un contesto normativo sanzionatorio, peraltro di derivazione prevalentemente europea, che richiede l'applicazione di misure sanzionatorie di entità più elevata, affinché le stesse possano essere considerate "*efficaci, proporzionate e dissuasive*".

Per tali ragioni la principale osservazione che si ritiene di rappresentare in questa sede riguarda la necessità di adeguare l'impianto sanzionatorio previsto nello schema di decreto per le violazioni delle nuove disposizioni introdotte dalla Direttiva a quanto attualmente previsto dal TUF per le sanzioni che vertono su materie analoghe.

Ciò è fondamentale per garantire un'omogeneità nel trattamento sanzionatorio di fattispecie simili. Si pensi, solo per fare un esempio, al fatto che, in base all'attuale testo dello schema di decreto, all'omissione delle comunicazioni in materia di adesione ai codici di comportamento in materia di governo societario sarebbe applicabile una sanzione pecuniaria fino a dieci milioni di euro ovvero, fino al cinque per cento del fatturato, mentre la violazione delle nuove norme sulla politica di remunerazione prevederebbe un massimo edizionale di 150.000 euro. L'adeguamento dell'apparato sanzionatorio risulta inoltre necessario al fine di dotare i nuovi istituti introdotti dalla Direttiva di un efficace apparato di *enforcement*, proprio nell'interesse degli azionisti e del buon funzionamento del mercato nel suo complesso.

- 2) Un'osservazione di maggior dettaglio riguarda invece le sanzioni previste dallo schema di decreto per le violazioni degli obblighi cui sono tenuti gli intermediari che svolgono la funzione di depositari dei titoli azionari. In particolare, per dare attuazione alla Direttiva che prevede sanzioni "*efficaci, proporzionate e*

---

<sup>26</sup> Legge 24 dicembre 2012, n. 234 recante norme generali sulla partecipazione dell'Italia alla formazione e all'attuazione della normativa e delle politiche dell'Unione europea.

<sup>27</sup> Ciò ha pertanto comportato l'allineamento al massimo edizionale di euro 150.000 delle sanzioni di nuova introduzione nel TUF in materia di: (i) relazione sulla remunerazione e sui compensi corrisposti (*cf.* il riformulato art. 192-*bis*, comma 1.1); (ii) operazioni con parti correlate (*cf.* art. 192-*quinquies*); (iii) obblighi degli intermediari delineati nella SHRD 2 (*cf.* il nuovo art. 190.1-*bis*).

*dissuasive*” per le violazioni di tutti gli obblighi previsti dalla medesima Direttiva, sarebbe necessario includere tra le fattispecie oggetto di specifica sanzione anche la violazione delle norme in tema di esercizio dei diritti in nome e per conto del titolare e di rilascio delle certificazioni necessarie per l’esercizio dei diritti del socio [art. 83-*novies*, comma 1, lett. *a*) e *b*), del TUF], essendo tali obblighi previsti dalle disposizioni della Direttiva.

- 3) Un’ultima osservazione riguarda infine l’opportunità, in precedenza richiamata, di valutare l’esercizio dell’opzione prevista per le piccole e medie imprese dalla SHRD 2 in materia di relazione sulle remunerazioni. Tale opzione consiste nella possibilità di sottoporre la sezione della relazione sui compensi corrisposti nell’esercizio precedente a una mera discussione assembleare e non ad un voto consultivo. L’esercizio di tale opzione sarebbe infatti coerente con il *trend* normativo nazionale ed europeo di prevedere, fermi restando i necessari presidi di tutela dei risparmiatori, una disciplina semplificata e proporzionata per le PMI.

