



CONFINDUSTRIA

**Schema di decreto legislativo  
per l'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**

*Osservazioni di Confindustria*

Marzo 2019

## Premessa

A valle della consultazione avviata dal Ministero dell'economie e delle finanze (MEF) lo scorso novembre, nella seduta del 7 febbraio 2019, il Consiglio dei Ministri ha approvato lo schema di decreto legislativo (di seguito, lo Schema) che recepisce la nuova direttiva sui diritti degli azionisti (direttiva UE 2017/828 che modifica la direttiva 2007/36/CE - c.d. *SHRD II*) (di seguito, la Direttiva).

Le modifiche proposte la Testo Unico della Finanza (TUF) e al Codice Civile (c.c.) per dare attuazione alla Direttiva riguardano principalmente due ordini di previsioni: le prime contemplano nuovi obblighi di trasparenza per gli investitori istituzionali e i consulenti di voto; le seconde incidono su profili di diretta rilevanza per la *governance* delle società quotate.

I commenti svolti di seguito si concentreranno su questi ultimi profili. Da subito, però, si segnala che molte scelte effettuate nello Schema non hanno considerato gli esiti della consultazione e, in taluni casi, hanno modificato le misure sottoposte a consultazione, nonostante le stesse avessero riscontrato un ampio consenso.

Su un piano più generale, si osserva che il legislatore nazionale si sta orientando verso un intervento ampio e pervasivo contravvenendo alle aspettative. In sede di consultazione, infatti, alla quale Confindustria ha partecipato con una risposta congiunta con Assonime, abbiamo sostenuto la necessità di sfruttare la trasposizione della Direttiva per: *i*) coniugare l'armonizzazione con la salvaguardia di alcuni importanti risultati già acquisiti nell'ordinamento italiano, che ha anticipato taluni obiettivi perseguiti dal legislatore comunitario; *ii*) eliminare quelle disposizioni più restrittive rispetto al quadro giuridico comunitario, che in quanto tali danno luogo a fenomeni di *goldplating* tuttavia non giustificati da oggettive specificità del mercato italiano; *iii*) valorizzare lo spirito di fondo della Direttiva, che non si muove secondo una rigida logica di obblighi, divieti e sanzioni, ma punta a incentivare l'evoluzione culturale delle varie componenti del mercato, in particolare attraverso lo strumento della trasparenza.

Pertanto, si auspica che, nell'elaborazione della propria analisi, le Commissioni parlamentari competenti tengano in debito conto le osservazioni degli *stakeholder*, pena configurare un nuovo regime normativo di riferimento più arretrato e oneroso rispetto al precedente, con il risultato di arrecare alle società quotate italiane uno svantaggio competitivo rispetto a quelle europee.

Seguendo l'ordine dell'articolato dello Schema, si commentano i seguenti temi:

- operazioni con parti correlate (art. 1 e art. 4, co. 3);
- identificazione degli azionisti (art. 2, co. 4);
- relazione sulla politica di remunerazione e sui compensi corrisposti (art. 3, co. 1 e art. 4, co. 2);
- diritto di porre domande (art. 3, co. 4).

## Operazioni con parti correlate (OPC)

L'articolo 1 dello Schema interviene sulla normativa primaria vigente in materia, di cui all'articolo 2391-*bis* c.c.

Innanzitutto, si evidenzia che questa normativa è attualmente riferita alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, *i.e.* società con azioni quotate in mercati regolamentati

o con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante, mentre in sede comunitaria si fa riferimento alle società con azioni negoziate su un mercato regolamentato situato o operante all'interno di uno Stato membro (art. 1, Direttiva 2007/36/CE).

Pertanto, si richiede di modificare l'articolo 2391-*bis*, co. 1, c.c. per limitare l'ambito soggettivo di applicazione alle sole società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri Stati membri. Diversamente, trattandosi di un perimetro applicativo più ampio rispetto a quello delineato dal legislatore comunitario, si determinerebbe un caso di *goldplating*, che dovrebbe essere debitamente giustificato e che, peraltro, non trova riscontro nelle scelte che stanno operando i principali paesi dell'Unione europea nell'implementazione della Direttiva.

Inoltre, la Direttiva prevede due ambiti di esenzione dagli obblighi informativi e procedurali vigenti per le OPC rilevanti: *i*) un'esenzione per le operazioni concluse nell'ordinaria attività e a normali condizioni di mercato, che opera salvo diversa scelta degli Stati membri; *ii*) una facoltà per gli Stati membri di esentare o consentire alle società di esentare, in tutto o in parte, dai predetti obblighi alcune tipologie di operazioni.

Con il nuovo comma 2-*bis*, let. b), lo Schema esercita l'*opt-in* soltanto in relazione alla seconda categoria delle esenzioni. Pertanto, si propone di allinearne il testo alle previsioni della Direttiva, prevedendo l'esenzione generale per le operazioni ordinarie concluse a condizioni equivalenti a quelle di mercato o standard e richiedendo alla società di istituire una procedura interna per valutare periodicamente la sussistenza di tali condizioni.

Infine, la Direttiva prevede che l'azionista o l'amministratore - che sono parte correlata - non debbano prendere parte alla votazione sull'operazione, salvo che siano adottate adeguate misure di salvaguardia. Con il nuovo comma 2-*bis*, let. c), lo Schema introduce un obbligo di astensione dell'azionista e dell'amministratore parte correlate, salvo consentire al primo di votare in presenza delle predette misure di salvaguardia.

Si richiede di consentire tanto all'azionista quanto all'amministratore parte correlata di prendere parte alla votazione sull'operazione in presenza di adeguate misure di salvaguardia e di valorizzare al riguardo i presidi già esistenti nel nostro ordinamento. Quest'ultimo, infatti, pone l'accento sull'importanza dell'adeguata informazione del consiglio di amministrazione degli interessi di cui l'amministratore è portatore e ne incentiva la partecipazione alla formazione della deliberazione, responsabilizzandone in tal senso la condotta. Ciò vale ancor di più nell'ambito della disciplina delle OPC, caratterizzata da ulteriori e specifici presidi procedurali che attribuiscono un peso significativo alla componente non esecutiva, non correlata e indipendente del consiglio di amministrazione.

Peraltro, in questa logica di responsabilizzazione degli amministratori parte correlata nei confronti del *plenum* consiliare, sarebbe opportuno prevedere altresì che gli stessi abbiano l'obbligo di fornire agli altri amministratori e al collegio sindacale ogni informazione rilevante per una corretta applicazione delle procedure e una deliberazione informata dell'operazione. Un simile rafforzamento degli obblighi informativi, infatti, consentirebbe, non solo di rendere più efficace il quadro normativo applicabile in materia, ma di rendere più proporzionate le misure e le eventuali sanzioni che gli Stati membri possono prevedere ai sensi della Direttiva.

L'articolo 4, comma 3, dello Schema introduce il nuovo articolo 192-*quinquies* del TUF e con esso uno specifico regime sanzionatorio per le violazioni in tema di OPC, in capo sia alle società quotate sia ai soggetti che svolgono funzioni di amministrazione e direzione.

Nella premessa che l'evoluzione del sistema sanzionatorio della disciplina delle OPC necessiterebbe di una previa e adeguata analisi dell'impatto dell'attuale quadro regolamentare e sanzionatorio applicabile alle società quotate, si osserva che il nuovo regime, che rappresenta una delle novità più significative dello Schema, presenta diverse criticità.

In primo luogo, si evidenzia l'eccessiva ampiezza nonché incertezza dell'entità delle sanzioni. Infatti, la bozza di decreto posta in consultazione prevedeva una forbice edittale per la violazione della disciplina OPC compresa tra 5 mila a 10 milioni di euro, basandola sull'articolo 6, comma 1, let. i) del disegno di legge di delegazione europea 2018 (che prevede il rinnovo della delega al Governo nonché specifici principi e i criteri direttivi, tra cui anche il limite minimo di 2.500 euro e massimo di 10 milioni di euro per le sanzioni amministrative pecuniarie per le violazioni della Direttiva).

Nelle more dell'approvazione della legge di delegazione europea, ancora in fase di discussione presso le competenti commissioni del Senato, lo Schema introduce una forbice edittale compresa tra 150 euro e 150 mila euro, giustificandola in base all'articolo 32 della Legge n. 234 del 2012 (Norme generali sulla partecipazione dell'Italia alla formazione e all'attuazione della normativa e delle politiche dell'Unione europea - secondo cui, in caso di irrogazione di sanzioni amministrative, esse devono consistere nel pagamento di una somma non inferiore a 150 euro e non superiore a 150.000 euro).

Se a questo si aggiunge la discrezionalità offerta dalla definizione generica della condotta sanzionabile, ne emerge un quadro sanzionatorio di riferimento incerto e sproporzionato.

In ogni caso si precisa che, qualora dovesse trovare attuazione la nuova delega al Governo, di cui alla legge di delegazione europea 2018, essa stabilisce un limite minimo pari a 2,500 euro e un limite massimo di 10 milioni, che non preclude al legislatore di optare per una forbice più contenuta e, soprattutto, per un massimo edittale più basso rispetto a quello proposto in sede di consultazione dal MEF.

In secondo luogo, si ritiene troppo ampio anche l'ambito di applicazione del potere sanzionatorio.

Infatti, l'articolo 192-*quinquies*, comma 1, anzitutto prevede una sanzione per la violazione della disciplina OPC a carico della società. Al netto dell'eccessiva genericità e ampiezza della violazione sanzionata, si ritiene che tale sanzione sia del tutto inopportuna, in quanto ne esiste già una a carico della società per la violazione degli obblighi di trasparenza e, pertanto, la nuova sanzione proposta va eliminata.

Inoltre, l'articolo 192-*quinquies*, comma 2, prevede una sanzione per la violazione della disciplina OPC a carico dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione e direzione. Tuttavia, una sanzione generica verso tutti gli amministratori per qualsiasi violazione potrebbe avere effetti sistemici e distorsivi, creando un disincentivo all'assunzione di rischi da parte degli amministratori non correlati e indipendenti.

Pertanto, si propone di circoscrivere l'ambito sia soggettivo sia oggettivo di applicazione e cioè di limitarlo ai soli amministratori parte correlata nonché di introdurre a carico degli stessi uno

specifico obbligo di informazione (v. *sopra*), a cui collegare l'esercizio dei poteri sanzionatori della Consob.

### Identificazione degli azionisti

L'articolo 2, comma 4, dello Schema modifica l'articolo 83-*duodecies* del TUF relativo all'identificazione degli azionisti.

In particolare, per garantire l'anonimato entro una certa misura al fine di rendere le società quotate italiane più contendibili, lo Schema introduce al comma 1 la soglia dello 0,5% al di sopra della quale le società possono identificare i propri azionisti.

Tuttavia, una soglia di tal fatta condurrebbe a una sostanziale inutilità dell'identificazione, in quanto, a fronte degli elevati costi derivanti dal processo di identificazione, sarebbe consentito identificare un numero estremamente limitato di azionisti, soprattutto nelle società a elevata capitalizzazione. Peraltro, si tratta di una scelta disallineata rispetto a quella operata dalla maggior parte degli ordinamenti che non hanno optato per la previsione di una soglia.

Pertanto, si propone di non introdurre alcuna soglia o, in subordine, di prevedere una soglia minima, che potrebbe essere pari allo 0,1%, al di sotto della quale consentire di negare l'identificazione. A ben vedere, questa facoltà dovrebbe essere riconosciuta soltanto alle persone fisiche e alle società di persone, compatibilmente con la disciplina sulla *privacy*, ma non anche alle società di capitali, tra cui figurano gli investitori istituzionali con cui le società fanno *engagement* e che nel contesto della Direttiva assumono un ruolo significativo.

Inoltre, con il dichiarato obiettivo di facilitare l'esercizio coordinato dei diritti sociali, lo Schema mantiene i commi 3 e 4 che prevedono, rispettivamente, la facoltà di richiedere l'identificazione da parte dei soci con una quota di partecipazione minima e l'obbligo per le società di pubblicare un comunicato circa l'avvenuta richiesta di identificazione. Coerentemente con la proposta di consentire l'identificazione senza subordinarla ad alcuna soglia, si propone di eliminare la facoltà di attivare l'identificazione su richiesta delle minoranze, tanto più che essa non è prevista dalla Direttiva e costituisce pertanto un caso di *goldplating* non motivato dalle specifiche caratteristiche del mercato italiano.

### Relazione sulla politica di remunerazione e sui compensi corrisposti

L'articolo 3, comma 1, dello Schema interviene sull'articolo 123-*ter* del TUF in tema di remunerazioni.

Innanzitutto, a differenza della bozza di decreto sottoposto a consultazione, lo Schema, nell'introdurre il comma 3-*ter*, prevede un voto vincolante sulla politica di remunerazione, al fine di allineare la disciplina applicabile alle società quotate a quella di banche e assicurazioni.

Tuttavia, tale previsione non tiene conto delle risposte alla consultazione da parte di emittenti e investitori istituzionali e, più in generale, della prova di buon funzionamento e flessibilità data fin qui dal nostro quadro normativo vigente.

Pertanto, si richiede di sfruttare l'opzione consentita dalla Direttiva e proposta dal MEF in sede di consultazione e di mantenere il voto consultivo sulla politica di remunerazione, in linea peraltro con la scelta operata dagli altri Stati membri nel recepire la Direttiva medesima.

Inoltre, nell'introdurre il comma 3-*bis*, lo Schema prevede di sottoporre la politica di remunerazione al voto almeno ogni tre anni e comunque in occasione di una sua modifica. La previsione però si discosta dalla Direttiva, che subordina la sottoposizione al voto delle sole modifiche rilevanti. Infatti, sebbene la relazione specifichi che deve trattarsi di modifiche non meramente formali o redazionali, resta il dubbio con riferimento alle altre modifiche non sostanziali.

Si suggerisce, quindi, di limitare la previsione in commento alle sole modifiche rilevanti, ancora una volta seguendo l'esempio di altri ordinamenti.

Si evidenziano, poi, due casi di *gold plating* che lo Schema lascia fermi e a cui invece si dovrebbe prestare attenzione.

Infatti, a differenza della Direttiva, l'articolo 123-*ter*, comma 3, let. a), prevede che la politica di remunerazione riguardi anche dirigenti con responsabilità strategiche. Inoltre, l'articolo 123-*ter*, comma 4, let. b), prevede obblighi di informazione sui compensi corrisposti anche da società collegate, discostandosi sia dalla Direttiva, che rinvia alla definizione di gruppo della direttiva c.d. contabile (2013/34/CE) che, a sua volta, non ricomprende le società collegate; sia dalla generale disciplina contenuta nel TUF (artt. 114, co.2; 114-*bis*; 115) che si riferisce alle controllate ma non anche alle collegate.

Infine, si osserva che lo Schema non ha esercitato l'opzione riconosciuta dalla Direttiva di esentare le PMI, che sottopongano la relazione come punto separato all'ordine del giorno per la discussione in assemblea, dall'obbligo di voto sulla seconda sezione della relazione. Questa opzione, invece, dovrebbe essere sfruttata in quanto si colloca pienamente nel solco delle recenti politiche nazionali e comunitarie di semplificazione per le PMI, al fine di incentivarne l'apertura ai mercati di capitali.

L'articolo 4, comma 2, dello Schema modifica l'articolo 192-*bis* del TUF, a partire dalla rubrica e introducendo il comma 1.1., per prevedere l'applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie a fronte della generica violazione dell'articolo 123-*ter* e delle relative disposizioni attuative.

Ancora una volta, la condotta sanzionata appare eccessivamente ampia e dai contorni indefiniti, in contrasto con i principi di certezza del diritto.

Pertanto, onde evitare il rischio di creare un ambiente iper-regolato che può condurre all'esito paradossale di frustrare gli obiettivi della trasparenza, si propone di circoscrivere l'applicazione delle sanzioni a: *i*) l'omissione della pubblicazione della relazione sulla remunerazione; *ii*) la violazione delle disposizioni concernenti l'informativa sui compensi corrisposti.

### Diritto di porre domande

L'articolo 4, comma 3, modifica l'articolo 127-ter, comma 1-bis, del TUF che disciplina il diritto di porre domande in assemblea, consentendo alle società di indicare il termine entro cui tali domande devono pervenire alla società medesima (c.d. *cut-off date*).

Mentre il testo di decreto sottoposto a consultazione introduceva un termine unico, coincidente con il settimo giorno di mercato aperto precedente la data dell'assemblea, lo Schema prevede due diverse date di *cut-off*: 7 giorni di mercato aperto prima dell'assemblea con obbligo di risposta almeno 2 giorni prima dell'assemblea stessa o 5 giorni prima dell'assemblea con obbligo di risposta al più tardi in assemblea.

Sebbene lo Schema allunghi i tempi a disposizione della società per fornire la risposta, la formulazione proposta dal MEF appare più in linea con le esigenze organizzative delle società e con la realtà delle concrete dinamiche assembleari. Pertanto, si suggerisce di recuperarla, chiarendo che la società è tenuta a rispondere alle domande al più tardi in assemblea. Si suggerisce, altresì, di spostare dal comma 1-bis al comma 1 la disposizione relativa alla modalità di risposta mediante pubblicazione in un'apposita sezione del sito *internet* della società, per meglio chiarire la portata generale di tale disposizione.

Infine, si osserva che negli ultimi anni si è assistito a un uso strumentale e improprio del diritto di porre domande da parte di soggetti che possiedono un numero esiguo di azioni, al solo scopo di realizzare azioni di disturbo o di cercare una visibilità mediatica, con finalità quindi estranee a quelle proprie dell'assemblea.

Proprio per questo, si propone di integrare la disciplina, consentendo alle società di limitare il diritto di porre domande ai soci che detengono un numero di azioni non inferiore a una determinata soglia, individuata dalla legge o dalla Consob (*i.e.* soglia di 1000 azioni).

La finalità è legare l'esercizio del diritto in questione a un minimo di significatività della partecipazione per valorizzare la dialettica assembleare, a cui l'intervento degli azionisti minimi non sembra apportare un contributo significativo, e al contempo scoraggiare fenomeni di mero disturbo assembleare.