

Gennaio 2019

Il recepimento della SHRD2 sull'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti. Un preliminare orientamento sullo stato dell'arte.

Prof. Paolo Valensise, Ordinario di Diritto Commerciale nell'Università Roma Tre; Chiomenti

In quella che potremmo definire come l'ormai permanente evoluzione normativa in materia di società quotate, appare di significativo interesse la nuova tappa costituita dal recepimento della Direttiva (UE) n. 2017/828 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 maggio 2017 (la "**Direttiva n. 2017/828**"), che modifica la Direttiva n. 2007/36/CE (la "**Direttiva n. 2007/36**") per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti.

Il processo legislativo è ancora *in itinere*. I relativi passaggi sono, in estrema sintesi, così riassumibili: (i) la previsione del recepimento della Direttiva n. 2017/828 è contenuta nell'art. 1, comma 1 e nel relativo Allegato A della Legge 25 ottobre 2017, n. 163 ("**Legge di delegazione europea 2016/2017**") che, a sua volta, richiama i principi e criteri direttivi generali per l'attuazione delle direttive, di cui agli artt. 31 e 32 della Legge 24 dicembre 2012, n. 234, senza tuttavia dettare i principi di contenuto specifico; (ii) nel disegno di legge di delegazione europea 2018 (il "**Ddl 2018**"), approvato dalla Camera dei Deputati il 13 novembre 2018 ed ora assegnato al Senato, si introducono una serie di norme di principio *ad hoc*; (iii) più o meno contemporaneamente, in data 19 novembre 2018, il Ministero dell'Economia ha avviato un procedimento di consultazione sullo schema di decreto legislativo per l'attuazione della Direttiva n. 2017/828 pubblicando un testo di articolato sul proprio sito (lo "**Schema MEF**") ed assegnando un termine al 18 dicembre 2018 per l'invio di osservazioni; (iv) il termine di recepimento della Direttiva n. 2017/828 è fissato al 10 giugno 2019 (salva la possibilità di deroga per alcune disposizioni, come quelle sull'identificazione degli azionisti ed alcune altre).

La Direttiva n. 2017/828 costituisce una delle tappe di attuazione del Piano di azione sul diritto europeo delle società e governo societario, di cui alla Comunicazione della Commissione del 12 dicembre 2012 (il "**Piano di azione**"), che ha stabilito una serie di direttrici di intervento in particolare per incoraggiare l'impegno a lungo termine degli azionisti ed aumentare la trasparenza tra società ed investitori. Tale Piano, frutto di una consultazione pubblica condotta nel corso del 2012, si configura a sua volta quale coerente seguito delle osservazioni e proposte formulate nel Libro verde della

Commissione Europea del 5 aprile 2011, avente ad oggetto il quadro dell'Unione Europea in materia di governo societario (il "**Libro verde**").

Nel contesto che va delineandosi le novità sono diverse ed interessano profili vari e tra loro eterogenei. Così come spiega la Relazione accompagnatoria al Ddl 2018 nell'illustrare i principi e criteri direttivi speciali declinati nell'art. 6, la Direttiva n. 2017/828 è volta a favorire un più consapevole e stabile coinvolgimento degli azionisti nel governo societario ed a semplificare l'esercizio dei relativi diritti, e persegue tali obiettivi introducendo nuovi presidi normativi per assicurare che le società abbiano il diritto di identificare i propri azionisti e che gli intermediari agevolino l'esercizio dei diritti da parte dell'azionista, ivi compreso il diritto di partecipare e votare nelle assemblee. Ciò posto, viene poi richiesto ad investitori istituzionali e gestori di attività di fare *disclosure* sulla propria politica di impegno nelle società partecipate e sulla politica di investimento. Vengono poi dettati presidi informativi e procedurali relativi alla politica di remunerazione degli amministratori e alle operazioni con parti correlate. Il recepimento della Direttiva n. 2017/828 nel nostro ordinamento viene poi accompagnato da interventi sull'apparato sanzionatorio del TUF, sui fondi pensione *ex* D.lgs. 5 dicembre 2005, n. 252 nonché in riferimento a diversi aspetti inerenti le imprese di assicurazione.

Le principali novità possono essere richiamate seguendo, per comodità, l'ordine delle disposizioni contenute nello Schema MEF.

Per quel che concerne la disciplina delle operazioni con parti correlate, l'art. 1, par. 4) della Direttiva n. 2017/828 introduce, alla luce dei *considerando* (42)-(44), un nuovo art. 9 *quater* nel corpo della Direttiva n. 2007/36, dettando diversi principi in tema sia di trasparenza sia di procedure di approvazione di tali operazioni. A sua volta, la lettera g) del comma 1 dell'art. 6 del Ddl 2018 prevede il recepimento delle disposizioni comunitarie preservando in particolare, ove compatibili, i presidi di tutela già previsti dalla disciplina nazionale recata dall'art. 2391/*bis* c.c., ferme rimanendo le disposizioni speciali per gli intermediari bancari, finanziari ed assicurativi. L'art. 1 dello Schema MEF interviene sulla norma codicistica, integrandone il dettato con un nuovo comma 2/*bis* che definisce i compiti regolamentari affidati alla Consob dal comma 1 cogliendo gli spunti rivenienti dalla Direttiva n. 2017/828, e cioè in modo più puntuale ed articolato rispetto alla formulazione originaria della disposizione. Tali indicazioni riguardano diversi aspetti come la definizione di parte correlata; l'individuazione delle operazioni con parti correlate mediante soglie di rilevanza determinate secondo indici quantitativi ed anche, se ritenuto, attraverso criteri qualitativi; le regole procedurali e di trasparenza proporzionate alla rilevanza e caratteristiche delle operazioni ed alle dimensioni della società ovvero alla sua tipologia; la regolazione dei casi di astensione dal voto sulle operazioni da parte degli amministratori e degli azionisti correlati, ovvero di misure di salvaguardia a tutela dell'interesse sociale, che consentano il voto a tali azionisti. Per quanto possibile osservare in relazione ad una disciplina ancora così *in fieri*, sotto questo profilo il nostro ordinamento si presenta all'appuntamento dell'adeguamento comunitario con una normazione che già assicura un elevato presidio sui camminamenti istruttorio-

decisionali che riguardano questo tipo di operazioni. Una volta che il quadro normativo sarà stato definito, la Consob potrà valutare le aree di intervento e di adeguamento della normativa secondaria di cui all'attuale Delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, e ciò anche e soprattutto avvalendosi delle risultanze delle esperienze applicative di questi ultimi anni, nonché tenendo conto della – nuova - prospettiva dell'introduzione delle sanzioni per gli amministratori (v. *infra*).

Una seconda area di intervento è quella relativa all'identificazione degli azionisti. Più precisamente, l'art. 1, par. 3) della Direttiva n. 2017/828 introduce, tenendo conto dei *considerando* (4) e seguenti, un intero nuovo Capo I *bis* nella Direttiva n. 2007/36, dedicato all'identificazione degli azionisti, alla trasmissione delle informazioni ed all'agevolazione dell'esercizio dei diritti di voto degli azionisti, costituito dagli artt. *3/bis* – *3/septies*. Tale identificazione viene qualificata dalla Direttiva n. 2017/828 quale condizione preliminare per la comunicazione diretta tra gli azionisti e la società e, dunque, essenziale per facilitare l'esercizio dei diritti degli azionisti e favorirne l'impegno nella società. Per recepire tali disposizioni l'art. 2 dello Schema MEF prevede l'adeguamento degli artt. 82 e 83/*duodecies* del TUF e l'introduzione di un nuovo art. 83/*novies.1* nel TUF. In particolare si stabilisce il diritto degli emittenti, a prescindere da eventuali previsioni statutarie, di chiedere ad intermediari e depositari centrali l'identificazione dei propri azionisti che detengano azioni in misura superiore allo 0,5% del capitale sociale. Ciò in linea con la previsione espressa di cui alla lettera *c*) del comma 1 dell'art. 6 del Ddl 2018, in riferimento alla quale la Relazione accompagnatoria evidenzia la finalità di garantire l'efficienza del mercato del controllo societario. In tal modo il nostro legislatore si avvale dell'opzione che il nuovo art. *3/bis*, comma 1 della Direttiva n. 2007/36 consente agli Stati membri. La nuova formulazione dell'art. 83/*duodecies* del TUF vede la contestuale eliminazione della possibilità di diniego della comunicazione da parte di tali azionisti, originariamente prevista dalla nostra normativa. Tale richiesta deve essere avanzata dall'emittente anche su istanza degli azionisti di minoranza ed è inoltre prevista la diffusione di un comunicato sull'avvenuta presentazione della richiesta: questi ultimi aspetti costituiscono peraltro elementi aggiuntivi in quanto non previsti dalla norma comunitaria. L'identificazione è a sua volta funzionale all'assolvimento degli obblighi informativi e di collaborazione posti a carico degli intermediari dai nuovi artt. *3/ter* e *3/quarter* introdotti dalla Direttiva n. 2017/828 nel corpo della Direttiva n. 2007/36 affinché, tra l'altro, gli azionisti siano a loro volta nelle condizioni di esercitare le proprie prerogative (cfr., in proposito, il revisionato art. 82 del TUF e, per quel che concerne i costi dei servizi al riguardo resi da intermediari e depositari centrali, il nuovo art. 83/*novies.1*, TUF).

Altro delicato segmento interessato dall'intervento della Direttiva n. 2017/828 è quello della disciplina delle remunerazioni degli amministratori. La nuova normativa introduce infatti nel corpo della Direttiva n. 2007/36 gli artt. *9/bis* e *9/ter*, rispettivamente dedicati (*a*) al diritto di voto sulla politica di remunerazione e (*b*) alle informazioni da fornire ed al diritto di voto sulla relazione sulla remunerazione, costruendo un regime più articolato rispetto al previgente assetto. L'art. 3, comma 1, dello Schema MEF recepisce le novità,

in linea con quanto disposto dalla lettera *e*) del comma 1 dell'art. 6 del Ddl 2018, modificando ed integrando il testo dell'art. 123/*ter* del TUF. In estrema sintesi, il nostro legislatore conserva l'attuale impianto della relazione sulla remunerazione, suddiviso nella prima sezione dedicata alla politica di remunerazione e nella seconda che illustra i compensi corrisposti nell'esercizio precedente. Avvalendosi dell'opzione consentita dal nuovo art. 9/*bis* della Direttiva n. 2007/36 lo Schema MEF mantiene innanzi tutto il principio del voto non vincolante sulla predetta politica e, al contempo, ne detta una più articolata disciplina, con sottoposizione al vaglio assembleare almeno ogni tre anni e comunque in occasione di ogni modifica: questo mentre l'art. 9/*bis* della Direttiva n. 2007/36 faceva in proposito riferimento ad ogni modifica *rilevante*. Viene altresì regolata l'ipotesi del voto assembleare contrario. Per quel che concerne invece la seconda sezione, avente ad oggetto i compensi corrisposti, lo Schema MEF introduce il principio del voto consultivo e, avvalendosi anche in questo caso dell'opzione concessa dalla norma comunitaria, prospetta un regime speciale per le PMI con la previsione della - semplice - discussione assembleare su tale materia.

Anche per quel che riguarda la trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto, si registrano interessanti novità a livello normativo. La Direttiva n. 2017/828 introduce nel testo della Direttiva n. 2007/36 un intero Capo I *ter*, costituito dagli artt. 3/*octies* – 3/*duodecies*, che detta regole in merito a diversi aspetti. Si tratta di un intervento regolatorio di ampio respiro, il cui approccio viene declinato, sui differenti versanti ed implicazioni, nei considerando (14)-(27) della Direttiva n. 2017/828. La nuova disciplina riguarda in particolare (a) l'obbligo di comunicazione al pubblico, per investitori istituzionali e gestori di attivi, della propria politica di impegno; (b) l'obbligo di comunicazione al pubblico, per gli investitori istituzionali, relativamente ai principali elementi della propria strategia di investimento azionario nonché in merito ad eventuali accordi conclusi con gestori di attivi; (c) regole di trasparenza per i gestori di attivi e (d) misure di trasparenza anche per i consulenti in materia di voto. L'art. 3, comma 2 dello Schema MEF, in linea con la previsione di cui alla lettera *d*) del comma 1 dell'art. 6 del Ddl 2018, prospetta un adeguamento del TUF introducendo nel Capo II del Titolo III della Parte IV, una nuova, articolata Sezione I-*ter* costituita dagli artt. 124/*ter* – 124/*novies*. Ci troviamo quindi di fronte ad un'opera di emersione e puntualizzazione, a livello normativo, di meccanismi e strumenti già noti nell'esperienza concreta: si pensi ai Principi Italiani di *Stewardship* di Assogestioni, ovvero, per i consulenti di voto, ai *Best Practice Principles for Shareholder Voting Research*. Si tratta di un passaggio normativo, da completare poi con ulteriori interventi regolamentari (cfr. art. 124/*novies* dello Schema MEF), suscettibile di contribuire da un lato ad un significativo, impegnativo innalzamento del livello di *disclosure* in favore del mercato, dall'altro ad un efficientamento dei rapporti tra tutti i soggetti interessati dalle nuove disposizioni e, ragionevolmente, dall'altro ancora, alla creazione di condizioni per un atteggiamento di – possibile - maggior impegno dei soggetti interessati quali azionisti delle società quotate. In questa prospettiva, a titolo meramente esemplificativo, oltre alla disciplina dei rapporti tra *asset manager* ed investitori istituzionali, si pensi alla norma dedicata ai consulenti in materia di voto di cui al nuovo art. 124/*octies* del TUF, introdotto

dallo Schema MEF che si applica, come statuito dal precedente art. 124/*quater*, comma 3, tanto ai consulenti aventi la sede in Italia, quanto a quelli aventi una sede, anche secondaria, in Italia, qualora non abbiano la sede legale o la sede principale in un altro Stato membro dell'Unione europea. Vi si prevede in particolare sia (a) la pubblicazione di una dichiarazione annuale dal contenuto piuttosto articolato, sia (b) la tempestiva comunicazione ai propri clienti di conflitti di interesse reali o potenziali ovvero di relazioni commerciali che possono influire sulle loro raccomandazioni e le azioni intraprese per eliminarli, attenuarli o gestirli, sia (c) l'assoggettamento dei medesimi ai poteri della Consob *ex artt.* 114, comma 5 e 6 nonché 115 del TUF.

Lo Schema MEF, oltre ad apportare una serie di ritocchi a norme del TUF riguardanti l'assemblea quali gli artt. 125/*bis*, 125/*quater* e 127/*ter* (quest'ultimo, per vero, riguardante la presentazione di domande prima dell'assemblea, materia non interessata dalla Direttiva n. 2017/828), interviene anche sul versante sanzionatorio connesso ai nuovi precetti recati dalla Direttiva n. 2017/828. Questo alla luce di quanto stabilito dall'art. 14/*ter* della Direttiva n. 2007/36, introdotto dall'art. 1, par. 5) della Direttiva n. 2017/828. Più precisamente, ai sensi della lettera i) del comma 1 dell'art. 6 del Ddl 2018, l'art. 4 dello Schema MEF reca una serie di modifiche alla Parte V del TUF. Senza alcuna pretesa di esaustività, lo Schema MEF da un lato (a) interviene, revisionandole, su diverse disposizioni come, tra le altre, l'art. 192/*bis* TUF rubricato *ex novo* come “*sanzioni amministrative in tema di informazioni sul governo societario e di politica di remunerazione e compensi corrisposti*”, ovvero l'art. 193 TUF e, dall'altro, (b) ne introduce di nuove. Si tratta, in particolare, dell'art. 192/*quinquies* TUF, dedicato alle sanzioni amministrative in tema di operazioni con parti correlate che, come anticipato, stabilisce sanzioni anche per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione e di direzione della società quotata, e dell'art. 193/*bis*.1 del TUF, che introduce sanzioni amministrative per la violazione delle nuove disposizioni in tema di trasparenza, a carico degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto.

Da ultimo, vanno ricordate sia (a) le modifiche apportate dall'art. 5 dello Schema MEF al D.Lgs. 5 dicembre 2005, n. 252, recante la disciplina delle forme pensionistiche complementari, attraverso l'introduzione di un nuovo art. 6/*bis*, int. “*Trasparenza degli investitori istituzionali*” con conseguente applicazione a determinati fondi pensione delle nuove disposizioni di cui agli artt. 124/*quater* – 124/*novies* del TUF, sia (b) le modifiche apportate dall'art. 6 dello Schema MEF al D.Lgs. 7 settembre 2005, n. 209 recante il Codice delle Assicurazioni, in linea con quanto stabilito dalla lettera f) del comma 1 dell'art. 6 del Ddl 2018. Queste ultime riguardano tanto il richiamo, anche per le imprese di assicurazione, delle disposizioni riguardanti la trasparenza degli investitori istituzionali di cui ai ricordati nuovi artt. 124/*quater* e seguenti del TUF quanto diversi interventi sulla disciplina del sistema di governo societario per i profili attinenti alla remunerazione, ai requisiti ed ai criteri di idoneità degli esponenti aziendali, dei soggetti che svolgono funzioni fondamentali e dei partecipanti al capitale, al fine di assicurarne la conformità alla Direttiva n. 2009/138/CE del 25 novembre 2009 ed alle connesse disposizioni, raccomandazioni e linee guida emanate dalle competenti autorità di vigilanza europee. Si

tratta, anche in questo caso, di aspetti di non poco momento, per la compiuta definizione dei quali sarà comunque necessario anche un intervento regolamentare del Ministro dello Sviluppo Economico, che si esprimerà al riguardo sentito l'IVASS (cfr. i revisionati artt. 76 e 77 del Codice delle Assicurazioni).

In conclusione, ci troviamo di fronte a nuovi ed impegnativi interventi che, in attuazione dei precetti comunitari, integrano, arricchendolo ulteriormente, il TUF. Le novità implicano altresì un rinnovato sforzo normativo da parte delle Autorità di vigilanza interessate, Consob *in primis*, chiamate a svolgere un delicato compito di equilibrato e puntuale completamento delle norme primarie, funzionale a chiarirne la portata e ad assicurarne efficacia ed incisività.