

**Giugno 2017**

**La revisione della Direttiva sui Diritti degli Azionisti: un nuovo approccio dell'UE alla *corporate governance* delle società quotate**

*Avv. Luigi Mula, Studio Legale Padovan*

**1. Premessa**

Come riportato da questa rivista (cfr. contenuti correlati), il 20 maggio scorso è stata pubblicata sulla GU dell'Unione Europea la Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2017, che modifica la Direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate (*Shareholder Rights Directive, SRD*) per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti. Gli Stati membri avranno fino a due anni per recepire le nuove disposizioni nel diritto interno.

Pur essendo qualificata come “modifica” della direttiva sui diritti degli azionisti, la nuova direttiva (SRD II) segna una chiara deviazione dell'approccio del legislatore europeo rispetto all'approccio adottato nella direttiva che si propone di modificare. Il *focus* si è infatti spostato dai diritti di *voice* degli azionisti in seno all'assemblea ad alcuni obblighi degli azionisti nella *governance* societaria, alla trasparenza delle remunerazioni ed alle operazioni con parti correlate.

In questo contributo verranno illustrati sinteticamente i contenuti della SRD II e i possibili impatti della stessa sulla regolamentazione italiana.

**2. La genesi della SRD II**

Dai considerando della SRD II emerge come lo scopo principale della Direttiva sia quello di rimediare ad alcune delle patologie in materia di *governance* emerse negli ultimi anni in seguito all'evoluzione della prassi di investimenti in titoli azionari quotati.

In particolare, il piano d'azione per la *corporate governance* della Commissione europea emanato nel 2012 concludeva che le partecipazioni di minoranza delle società quotate sono generalmente detenute da investitori professionali che tendono a perseguire una strategia d'investimento di breve periodo e puramente speculativa. Secondo il piano di azione, invece, gli azionisti dovrebbero contribuire alla valorizzazione degli emittenti monitorando l'attività della società e partecipando

all'assemblea degli azionisti nel medio-lungo termine. Oltre che dall'ottica di breve periodo, il potenziale impegno degli azionisti e il loro dialogo con la società sono complicati dalle difficoltà di identificazione degli azionisti dovuto a sua volta dalla catena di intermediari che gestiscono le partecipazioni ed ai diversi sistemi di legittimazione al voto presenti negli Stati Membri.

Consapevole della volatilità che caratterizza i mercati azionari, la SRD II si preoccupa inoltre di assicurare che la strategia di investimento degli investitori istituzionali (fondi pensione ed imprese assicurative) sia allineata all'ottica di lungo periodo dei clienti di tali investitori.

È questo dunque il contesto in cui si innestano gli interventi della SRD II volti ad incentivare l'*engagement* e la trasparenza degli investitori professionali che detengono partecipazioni in società quotate.

Ad esigenze diverse rispondono invece le previsioni circa il “*say on pay*” e le operazioni con parti correlate. In questo caso, i considerando della SRD II chiariscono che la remunerazione è uno degli strumenti principali a disposizione delle società per allineare i loro interessi e quelli dei loro amministratori e pertanto è opportuno che gli azionisti abbiano la facoltà di esprimere i loro pareri circa la politica di remunerazione della società. Quanto alle operazioni con parti correlate, i considerando rilevano l'endemico conflitto di interessi generato da tali operazioni e la conseguente opportunità di prevedere procedure che impediscano alla parte correlata di trarre vantaggio dalla sua posizione e che tutelino adeguatamente gli interessi della società e degli azionisti che non sono una parte correlata, compresi gli azionisti di minoranza.

È prematuro giudicare se l'approccio dell'UE in materia di *engagement* e trasparenza sortirà l'effetto sperato, ma è possibile affermare che nelle more del lungo *iter* di approvazione della SRD II (durato più di due anni) si è assistito ad ulteriori sviluppi della prassi di investimento in società quotate che rendono in parte obsoleto il piano di azione della Commissione varato nel 2012. In particolare, come rilevato annualmente dai rapporti sulla *corporate governance* della Consob, si assiste oggi ad un sensibile incremento della partecipazione dei fondi di investimento e degli investitori istituzionali alle assemblee. Inoltre, si fa largo il fenomeno di *hedge funds* che acquisiscono significativi pacchetti azionari di minoranza in società quotate al fine di influenzare la gestione sociale a vantaggio proprio e, di conseguenza, delle altre minoranze. Per restare all'Italia, fanno parte di questo *trend* ad esempio, i casi del fondo Amber in Parmalat ed Elliot in Ansaldo STS. Non mancano inoltre perplessità sulla effettiva possibilità di correlare *engagement* di lungo periodo degli azionisti e benefici sul valore della società<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Sul tema dell'attivismo degli investitori istituzionali cfr. Maugeri (a cura di) *Governo delle società quotate ed attivismo degli investitori istituzionali* in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, 382, 2015; Sandrelli ed Erede, “*Inappropriate short-term activism*” vs. “*appropriate long-term engagement*”: Note

### 3. Una panoramica delle nuove disposizioni

*(a) Identificazione degli azionisti (art. 3 bis), trasferimento di informazioni (art. 3 ter) ed agevolazione dell'esercizio dei diritti dell'azionista (art. 3 quater)*

Su richiesta della società, gli intermediari (anche quelli non comunitari) dovranno comunicare alla società le informazioni generali degli azionisti e trasferire agli azionisti tutte le informazioni necessarie per favorire la loro partecipazione alle assemblee. Se le partecipazioni sono detenute attraverso una catena di intermediari multipli, ciascuno degli intermediari richiede informazioni presso l'intermediario con il quale ha il rapporto in relazione alle azioni in questione. Gli Stati membri possono prevedere che le società gli emittenti siano autorizzate a richiedere l'individuazione dei soli azionisti che detengono una percentuale di azioni o diritti di voto superiore ad una certa percentuale. Tale percentuale non potrà superare lo 0,5%.

Ai sensi dell'art. 1 paragrafo 3-bis della SRD II, l'obbligo degli intermediari e degli azionisti riguarda soltanto quegli emittenti che abbiano sede in uno stato membro dell'UE e che abbiano azioni quotate in un mercato regolamentato dell'UE ed opera indipendentemente dalla sede dell'intermediario e dell'azionista (all'interno o fuori dall'UE).

L'identificazione degli azionisti è funzionale ad assicurare gli adempimenti di cui agli art. 3 ter e 3 quater. In forza di tali previsioni, gli intermediari saranno tenuti a trasferire agli azionisti le informazioni necessarie a consentire all'azionista stesso di esercitare i diritti conferiti dalle azioni ed ad adottare le misure necessarie affinché l'azionista (o lo stesso intermediario su istruzione dell'azionista) possa esercitare i diritti relativi alla sua partecipazione azionaria.

Le previsioni in questione demandano alla Commissione il compito di emanare norme attuative di tali previsioni, in particolare sul tipo di informazioni che dovranno essere fornite dal ed all'azionista e sugli strumenti per favorire l'esercizio del diritto di voto.

*(b) L'impegno e la trasparenza dei gestori, degli investitori istituzionali e dei proxy advisors (artt. 3 octies, novies, decies e undecies)*

Le novità della SRD II in materia di impegno e trasparenza riguardano l'industria degli *asset managers* e degli investitori istituzionali, ai quali sarà applicabile la regolamentazione della SRD II come recepita dal proprio paese di origine.

---

*critiche sul ruolo degli investitori professionali nella corporate governance a margine del dibattito avviato dalla Commissione Europea reperibile al seguente link [http://orizzontideldirittocommerciale.it/media/12344/erede\\_matteo\\_-\\_sandrelli\\_giulio.pdf](http://orizzontideldirittocommerciale.it/media/12344/erede_matteo_-_sandrelli_giulio.pdf); Paccès, *Hedge Fund Activism and the Revision of the Shareholder Rights Directive in ECGI Law working papers* reperibile al seguente link [http://www.ecgi.global/sites/default/files/working\\_papers/documents/3532017.pdf](http://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/3532017.pdf)*

Nella misura in cui investano in titoli azionari quotati, questi investitori saranno tenuti a sviluppare e comunicare al pubblico una politica di *engagement* ed il livello di conformità a tale politica o spiegare le ragioni per non adottare tale politica (“*comply or explain*”). La politica di *engagement* dovrebbe informare il mercato su come un fondo monitora l’attività dell’emittente, dialoga con lo stesso, esercita i diritti connessi alla partecipazione, collabora con altri azionisti, comunica con i soggetti interessati e gestisce i conflitti di interesse relativi alla sua partecipazione azionaria.

Gli investitori istituzionali saranno altresì tenuti a informare il mercato su come la loro strategia di investimento azionario e i loro accordi di gestione con gli *asset managers* siano coerenti con le prospettive a lungo termine dei loro clienti. Gli *asset managers*, invece, dovranno informare il mercato su come la loro strategia di investimento sia conforme alle prospettive a lungo termine degli investitori istituzionali a cui prestano servizi di asset management.

In questo contesto di trasparenza e di impegno, una nuova informazione sarà dovuta anche dai *proxy advisors*, che saranno tenuti a informare il mercato sull’adozione di codici di condotta e sui criteri utilizzati per sviluppare e fornire le loro consulenze in materia di voto.

(c) “Say on pay” (art. 9 ter)

La SRD II prevede che gli azionisti esprimano il loro punto di vista sulla remunerazione due volte.

In primo luogo, voteranno ex ante sulla *politica* sulla remunerazione che stabilisce il quadro in cui la remunerazione può essere aggiudicata agli amministratori. In secondo luogo, voteranno ex post sulla *relazione* sulla remunerazione che descrive la remunerazione concessa nell’esercizio finanziario passato.

Il voto sulla politica di remunerazione sarà in linea di principio vincolante, con la conseguenza che significa che gli emittenti sono in grado di pagare la remunerazione solo sulla base della politica approvata dagli azionisti. Tuttavia, gli Stati membri avranno la possibilità di optare per un voto consultivo. Ciò significa che le società sono autorizzate ad applicare una politica di remunerazione che è stata respinta dagli azionisti, ma è tenuta a presentare una politica rivista alla prossima assemblea generale.

Il voto sulla relazione sulla remunerazione sarà non vincolante. Gli Stati membri avranno inoltre la possibilità di consentire alle società di sostituire questo voto con una discussione all’assemblea generale

(d) Operazioni con parti correlate (art. 9 quater)

Le nuove norme prescrivono alle società di divulgare pubblicamente le operazioni con parti correlate che hanno più probabilità di creare rischi per gli azionisti di minoranza al più tardi al momento della loro conclusione. Le società dovranno altresì presentare tali

operazioni per l'approvazione dell'assemblea generale degli azionisti o del consiglio di amministrazione.

#### 4. Brevi cenni sul possibile impatto della SRD II sulla regolamentazione in vigore

Anche se in linea generale il mercato finanziario italiano non si rivela particolarmente disallineato rispetto alle previsioni dalla SRD II, il recepimento della direttiva determinerà alcune modifiche significative all'attuale regolamentazione in merito all'identificazione ed *all'engagement* degli azionisti ed ai *proxy advisors*.

Nell'opera di recepimento si dovrà tener conto del considerando 55 della SRD II, secondo il quale, ove le attuali previsioni regolamentari italiane si rivelassero più rigorose di quelle dettate dalla SRD II nell'ottica di assicurare le finalità della direttiva stessa, l'adeguamento di tali previsioni alla normativa europea non sarà necessario.

Quanto all'identificazione degli azionisti<sup>2</sup>, anche in assenza delle norme attuative della Commissione (previste del comma 8 dell'art. 3 *bis* della SRD II) è possibile anticipare che verrà rimossa la possibilità per l'azionista di rifiutare di comunicare la propria identità come attualmente previsto dal comma 1 dell'art. 83 *duodecies* del D. Lgs. 58/98 (TUF) e verranno specificate quali possono essere le finalità della raccolta e del trattamento dei dati degli azionisti, compatibilmente con le disposizioni della SRD II (commi 4 e segg. dell'art. 3 *bis*).

Sembra essere compatibile con le previsioni della SRD II, l'attuale facoltà di ottenere l'identificazione degli azionisti solo ove statutariamente previsto, concessa agli emittenti dall'art. 83 *duodecies* suddetto.

Circa le informazioni da fornire agli azionisti in merito all'esercizio dei diritti inerenti la loro partecipazione azionaria, l'attuale formulazione dell'art. 84 del Regolamento Emittenti (delibera Consob 11971) prevede la possibilità per le società di fornire ai propri azionisti informazioni circa l'esercizio dei diritti di voto. Su questo aspetto, la formulazione della SRD II si presenta troppo ampia per poter pronosticare le modifiche necessarie alla nostra regolamentazione. Sarà necessario attendere quindi il regolamento della Commissione previsto dal comma 3 dell'art. 3 *quater* in merito ai tipi di informazione da fornire. Ogni prescrizione aggiuntiva da parte della Commissione sarà verosimilmente recepita nell'attuale articolo 84 del Regolamento Emittenti.

Il contenuto dell'art. 3 *quater* circa la facilitazione del diritto di voto si rivela una novità per il nostro ordinamento. Sarà necessario attendere tuttavia il regolamento attuativo della Commissione per comprendere di quali tipi di agevolazione sarà necessario curare l'adozione. Quanto invece al diritto di voto elettronico (art. 3 *ter* della SRD II) sarà necessario prevedere alcune integrazioni all'art. 143 *ter* del Regolamento Emittenti con

---

<sup>2</sup> Regolano attualmente l'identificazione degli azionisti gli art. 83 *duodecies* del TUF e l'art. 133 del Regolamento Emittenti.

riguardo in particolare alla conferma che il voto sia stato correttamente esercitato e computato.

Circa l'*engagement* degli azionisti, pur non conoscendo una regolamentazione specifica in materia di *engagement*, il sistema finanziario italiano si dimostra già consapevole dell'importanza dell'impegno degli azionisti nell'ambito della *governance*. Infatti, la maggior parte dei contenuti previsti per la *policy di engagement* dalla SRD II rispecchia attività previste dai principi italiani di *stewardship* di Assogestioni<sup>3</sup>. Analogamente alla SRD II, tali principi prevedono anche che l'investitore illustri il livello di applicazione dei principi e giustifichi la mancata adozione degli stessi. Ricordiamo inoltre che i gestori sono tenuti ad adottare una strategia per l'esercizio dei diritti di voto ai sensi dell'art. 37 del Regolamento UE 231/2013 richiamato dall'art. 34 del Regolamento Congiunto di Consob e Banca d'Italia del 29 ottobre 2007<sup>4</sup>.

La SRD II prevede in buona sostanza che le attività enunciate dai suddetti principi siano "codificate" nella *policy di engagement*, contemplando anche l'obbligo di pubblicazione delle suddette informazioni sul sito internet dell'investitore.

Il recepimento dell'art. 3 *octies* potrebbe dunque tradursi in un consolidamento, con le richieste specificazioni, nella nostra regolamentazione ed in un unico documento delle migliori prassi di mercato sull'*engagement* attualmente in uso. Dal punto di vista della tecnica legislativa, si potrebbe conservare il medesimo approccio utilizzato per il recepimento della direttiva AIMFD in tema di strategia di esercizio dei diritti di voto, facendo leva sulla delega contemplata dall'art. 6 comma 2-bis del TUF.

Circa la strategia di investimento degli investitori istituzionali ed accordi con gli *asset managers* (art. 3 *nonies*), l'attuale regolamentazione italiana prevede l'obbligo dei fondi pensione di produrre strategie di investimento coerenti con la struttura temporale delle passività detenute<sup>5</sup>. Pur non essendo previsto un obbligo di pubblicazione delle strategie

---

<sup>3</sup> Tali principi sono reperibili al seguente link <http://www.assogestioni.it/ass/library/32/principiitastewardship16.pdf>.

<sup>4</sup> L'articolo in questione prevede quanto segue: "I FIA adottano una strategia per l'esercizio dei diritti di voto.

La strategia di cui al paragrafo 1 definisce misure e procedure per: a) monitorare le pertinenti operazioni sul capitale (corporate action); b) assicurare che i diritti di voto siano esercitati conformemente agli obiettivi e alla politica di investimento del FIA interessato; c) prevenire o gestire ogni conflitto di interesse risultante dall'esercizio dei diritti di voto. 3. Una sintesi delle strategie e i dettagli delle misure adottate sulla base di dette strategie sono messi a disposizione degli investitori su loro richiesta."

<sup>5</sup> Ai sensi dell'art. 6 del d.lgs. 252/2005 i fondi pensione producono una "politica di investimento, illustrando anche i metodi di misurazione e le tecniche di gestione del rischio di investimento utilizzate e la ripartizione strategica delle attività in relazione alla natura e alla durata delle prestazioni pensionistiche dovute". Ai sensi dell'art. 3 decreto MEF 166 del 2014 i fondi pensione producono "strategie di investimento coerenti con il profilo di rischio e con la struttura temporale delle passività detenute, in modo tale da assicurare la continua disponibilità di attività idonee e sufficienti a coprire le

in questione<sup>6</sup>, solitamente le stesse vengono pubblicate dagli operatori sui loro siti internet.

Alla luce dell'attuale regolamentazione ed in considerazione della residualità che ancora caratterizza gli investimenti azionari di questi soggetti rispetto ad altre *asset classes* (investimenti immobiliare ed obbligazionari), anche le novità in questione potrebbero dunque non incidere significativamente sull'operatività dei fondi pensione italiani<sup>7</sup>.

Non consta invece alcuna previsione in merito alla trasparenza dei rapporti tra *asset manager* ed investitore istituzionale. Pertanto, sarà necessario integrare la regolamentazione con le previsioni contenute nel comma 2 dell'art. 3 *nonies* e nell'art. 3 *decies*.

Anche le previsioni sui *proxy advisors* si rivelano del tutto nuove nel nostro ordinamento e si risolveranno nell'esigenza di integrare la normativa. Tuttavia, da un lato i maggiori *proxy advisors* hanno essenzialmente sede al di fuori dell'Italia e d'altro lato gli stessi sono già dotati di policy in larga parte coerenti con il dettato della SRD II e dichiarano sui loro siti internet i codici di condotta ai quali aderiscono<sup>8</sup>. Pertanto, il recepimento della disciplina della SRD in materia di *proxy advisors* potrebbe non sortire impatti significativi sulla pratica dei *proxy advisors*.

Circa le previsioni sul “*say on pay*”<sup>9</sup>, come noto, la nostra regolamentazione prevede un unico documento denominato “relazione sulla remunerazione” composto fondamentalmente da due sezioni: la policy in materia di remunerazione (art. 123-ter comma 3) ed i livelli di remunerazione (art. 123-ter comma 4). La regolamentazione domestica prevede che l'assemblea esprima un voto non vincolante sulla prima sezione della relazione e non ricollega alcun effetto ad eventuali voti negativi. Si renderà quindi necessario modificare la regolamentazione in questione onde prevedere:

---

*passività, avendo come obiettivo l'equilibrio finanziario nonche' la sicurezza, la redditività e la liquidabilità degli investment.*”

<sup>6</sup> Tanto il d.lgs. 252 del 2005 quanto la Delibera COVIP del 16 marzo 2012 prevedono che la politica di investimento sia resa disponibile a richiesta degli interessati.

<sup>7</sup> Un'analisi circa il livello di investimento in emittenti da parte degli investitori italiani è stata recentemente curata da Mercer. Gli esiti dell'analisi sono reperibili sul Sole 24 Ore del 7 giugno 2017.

<sup>8</sup> Il codice di condotta generalmente adottato dai *proxy advisors* è rappresentato dai “Best Practice Principles for Shareholder Voting Research”. Un'interessante analisi dell'apporto dei *proxy advisors* sulla *corporate governance* in Italia è contenuto nell'intervista rilasciata dal Commissario Consob Carime di Noia al Sole 24 ore il 27 febbraio 2017 reperibile al link <http://www.ilssole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-02-27/tuolo-proxy-norme-governance-e-autodisciplina-163733.shtml?uuiid=AEVJAVe>. Nell'aprile del 2015r la Consob ha prodotto uno studio dell'impatto dei PA sulle decisioni degli investitori istituzionali [www.consob.it/documenti/quaderni/wp81.pdf](http://www.consob.it/documenti/quaderni/wp81.pdf)

<sup>9</sup> La regolamentazione di questo aspetto è contenuta nell'art. 125 ter del TUF, nell'art. 84 quater del Regolamento Emittenti e nel suo allegato 3 sezione 7bis.

- (a) che, in presenza di un voto negativo sulla policy in materia di remunerazione (art. 123-ter comma 3), la società sia tenuta a sottoporre all'assemblea successiva una nuova policy che tenga conto del voto; e
- (b) un voto assembleare non vincolante anche sui livelli di remunerazione ed un obbligo di illustrazione di come la società ha tenuto conto di tale voto. Per le PMI è possibile, in alternativa al voto, prevedere che la relazione sia oggetto esclusivamente di discussione in assemblea.

Quanto ai contenuti delle due sezioni, la Direttiva non prevede sostanziali novità rispetto ai contenuti attualmente previsti dall'Allegato 3 sezione 7-bis del Regolamento Emittenti.

Verosimilmente modifiche meramente marginali si renderanno necessarie per recepire le novità inerenti le operazioni con parti correlate<sup>10</sup>.

---

<sup>10</sup> Queste operazioni sono disciplinate dalla Delibera Consob 17221 del 12 marzo 2010 in termini compatibili con le previsioni della SRD II.