

**Osservazioni di Assonime e Confindustria alla consultazione del Ministero dell'economia e delle finanze, Dipartimento del tesoro, sullo 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**

Assonime e Confindustria ringraziano per l'opportunità offerta di poter contribuire, attraverso la consultazione in corso, al recepimento della Direttiva (UE) 2017/828 e apprezzano l'intento del Ministero dell'Economia e delle Finanze (in seguito anche solo "MEF") di salvaguardare alcuni aspetti rilevanti dell'attuale disciplina italiana nella realizzazione degli obiettivi di armonizzazione su scala europea della Direttiva.

In particolare, si condivide la scelta di mantenere il carattere non vincolante del voto degli azionisti sulle politiche di remunerazione e di collocare l'adeguamento della disciplina delle operazioni con parti correlate nell'attuale impianto del Codice Civile, basato sulle regole adottate dalle singole società, secondo i principi generali indicati dalla Consob. Entrambe queste scelte, in linea con i principi della Direttiva, consentono di preservare gli effetti positivi, in termini di efficacia e flessibilità, delle evoluzioni del quadro sviluppatosi nell'ordinamento italiano, sia a livello di normativa primaria e secondaria, sia nelle *best practice* sviluppate a livello autodisciplinare, che hanno sostanzialmente anticipato molti degli obiettivi posti dalla Direttiva attualmente in corso di trasposizione.

Questo approccio, volto a coniugare lo spirito di armonizzazione della Direttiva con la tutela dei risultati già acquisiti nel contesto italiano, non sembra invece essere stato adottato nelle proposte sulla disciplina dell'identificazione degli azionisti, che, a fronte di una chiara indicazione della Direttiva a favore di un rafforzamento dell'istituto, configurato come un vero e proprio "diritto" delle società, porterebbero ad un sostanziale arretramento della disciplina italiana.

Ferma restando l'opportunità della scelta di valorizzare il quadro nazionale esistente si rileva, poi, come in talune aree siano state mantenute disposizioni che vanno al di là della disciplina armonizzata (cd. *goldplating*) senza che vengano esplicitate le motivazioni che giustificano i maggiori oneri per gli operatori sulla base di presunte specificità del mercato italiano. Ci riferiamo in particolare ad alcuni aspetti della trasparenza sulle remunerazioni, alla possibilità di richiedere che la società attivi l'identificazione su richiesta di soci che detengano una certa percentuale del capitale, ad alcuni ambiti di applicazione della disciplina delle operazioni con parti correlate. Ad avviso di Assonime e Confindustria su questi temi non sussistono quelle "circostanze eccezionali, valutate nell'analisi d'impatto della regolamentazione, in relazione alle quali si rende necessario il superamento del livello minimo di regolazione comunitaria"<sup>1</sup>.

L'importanza di valorizzare il quadro esistente e di evitare fenomeni di *goldplating* attiene all'intera fase di trasposizione della Direttiva e comprende, dunque, anche le fasi di

---

<sup>1</sup>Art. 32 della Legge 24.12.2012, n. 234, Norme generali sulla partecipazione dell'Italia alla formazione e all'attuazione della normativa e delle politiche dell'Unione europea, che sul punto rinvia all'art. 14, commi 24-*bis* – 24-*quater*, della Legge 28 novembre 2005, n. 246.

adeguamento della normativa di rango secondario. L'attuale proposta di modifica del MEF non esaurisce, opportunamente, tutti gli aspetti disciplinati dalla Direttiva europea, lasciando alla Consob il compito di circostanziare e dettagliare alcune importanti scelte normative. Ciò appare particolarmente significativo ai fini della disciplina delle operazioni con parti correlate e delle remunerazioni degli amministratori. A tal riguardo, la presente risposta di Assonime e Confindustria, seppur limitata alle modifiche del quadro legislativo, estende sin d'ora l'auspicio affinché la Consob dia attuazione alla delega legislativa considerando opportunamente i citati criteri di trasposizione.

Il punto più rilevante e delicato delle proposte sottoposte da MEF è però quello del **regime sanzionatorio**.

La proposta di un innovativo quadro sanzionatorio si inserisce nell'ambito di una Direttiva che tocca alcuni aspetti fondamentali del rapporto tra società e mercato, secondo un approccio ambizioso che mira a costruire un comune orientamento dei vari soggetti coinvolti verso logiche di dialogo nel lungo periodo. Le varie disposizioni, più che definire obblighi e divieti, si pongono, infatti, l'obiettivo di orientare il mercato verso la costruzione di *social norms* attraverso lo strumento principale della trasparenza che dovrebbe incentivare forme di condizionamento reciproco tra società quotate, investitori e fornitori di servizi.

Un siffatto approccio richiede la piena collaborazione di tutte le diverse componenti ed è quindi opportuno che il quadro normativo incentivi l'affermarsi di *best practice*, privilegiando il dialogo e il confronto sulle diverse scelte adottate.

Particolare cautela sembra in questa ottica doversi esercitare nel disegno del sistema di *enforcement* che dovrebbe sostenere e non scoraggiare un'evoluzione graduale dei comportamenti, sotto lo stimolo e il controllo degli altri soggetti che concorrono a tale evoluzione. In quest'ottica, la previsione di sanzioni amministrative non dovrebbe avere quindi un ruolo disciplinante esclusivo o preminente, quanto piuttosto svolgere essenzialmente un ruolo di "ultima istanza" di fronte a violazioni costitutive del sistema, in particolare nei casi in cui i soggetti si sottraggano del tutto alla trasparenza richiesta<sup>2</sup>.

Questa considerazione vale soprattutto nei casi in cui la trasparenza riguardi non già meri fatti ma "politiche" (come richiesto dalla Direttiva per quelle di *engagement* degli investitori istituzionali e di remunerazione degli emittenti); o l'adesione ad un codice di autodisciplina (come richiesto dalla Direttiva ai consulenti di voto e da una Direttiva precedente agli emittenti con riguardo alla loro *governance*), il cui adempimento in termini di *disclosure* non è fine a sé stesso ma presuppone l'adozione di scelte e valutazioni strategiche nella conduzione dell'impresa. In entrambi i casi, infatti, l'oggetto degli obblighi di trasparenza comprende elementi essenzialmente qualitativi – programmatici nel caso delle politiche, comportamentali e organizzativi nel caso dell'adesione a codici – che mal si prestano a valutazioni meramente amministrative.

---

<sup>2</sup> Sergakis, K. (2017) The relevance of time in framing the sanctions framework for defective disclosure. *European Business Law Review*, 28(3), pp. 331-366.

La Direttiva, pur nella notazione generica e consueta di richiedere un sistema sanzionatorio proporzionato ed efficace, induce piuttosto a valorizzare non tanto la sua funzione repressiva quanto quella di incentivazione dell'evoluzione culturale richiesta alle varie componenti del mercato e, quindi, ad utilizzare i criteri di proporzionalità ed efficacia per non gravare gli operatori di costi di *compliance* eccessivi e per creare un contesto favorevole alla ricerca di comportamenti innovativi.

Nell'ottica di facilitare il raggiungimento degli obiettivi che si pone la normativa europea e di affrontare adeguatamente questioni così innovative e complesse, riteniamo utile suggerire un approccio prudente nel disegno del sistema sanzionatorio, che tenga adeguatamente conto delle scelte che stanno emergendo negli altri paesi europei, anche al fine di favorire un comune approccio di fronte a fenomeni e tendenze a naturale vocazione sovranazionale ed evitare di scoraggiare i soggetti che operano sul mercato italiano o peggio di incentivare una loro dislocazione verso sistemi meno repressivi.

*“La sanzione infatti noi crediamo che possa non essere contenuta e minacciata in nessuna norma specifica: può invece essere immanente e latente negli stessi ingranaggi, nell'apparato organico dell'ordinamento giuridico considerato nel suo complesso, può essere forza operante anche in modo indiretto, garanzia pratica che non da luogo a nessun diritto subbietivo e, quindi, a nessuna norma da cui tale diritto derivi, freno connaturato e necessario del potere sociale.”*

Santi Romano, *L'ordinamento giuridico*, Sansoni, 1945

Rimandando all'allegato dove viene fornita una proposta articolata di intervento normativo, si rappresentano di seguito le principali osservazioni di Assonime e Confindustria:

### **Identificazione degli azionisti**

- **Si propone di non esercitare l'opzione di introdurre una soglia** per l'identificazione degli azionisti, in linea con quanto previsto negli altri principali paesi europei, in quanto tale soglia vanificherebbe la finalità della disciplina e rappresenterebbe un significativo arretramento rispetto al sistema attuale.
  - **In subordine, si propone di prevedere una facoltà di diniego per gli azionisti sotto una determinata soglia (che potrebbe essere stabilita allo 0,1%);** tale facoltà potrebbe essere riconosciuta **alle sole persone fisiche (e a società di persone)** compatibilmente con la disciplina sulla *privacy* (cfr. considerando 14 Reg. UE 2016/679).
- **Si propone di eliminare la facoltà di attivare l'identificazione su richiesta delle minoranze**, in quanto non è previsto dalla Direttiva e si tratterebbe pertanto di un *goldplating* non motivato dalle specifiche caratteristiche del mercato italiano.
- **Si propone di mantenere** l'applicazione della disciplina dell'identificazione **alle società quotate su un MTF**, per consentirne l'adozione da parte delle società quotate

sul mercato AIM Italia. In questo caso, il *goldplating* sarebbe giustificato dall'esigenza di facilitare l'esercizio dei diritti degli azionisti anche per queste società la cui proprietà è in Italia ampiamente diffusa tra il pubblico.

### **Consulenti di voto**

- **Si condivide l'attribuzione di poteri di vigilanza alla Consob** ma si ritiene di definirli in modo proporzionato alle effettive esigenze di vigilanza. A tal fine, **si propone** quindi di:
  - **non prevedere l'applicazione degli artt. 114 e 115 Tuf ma** introdurre un **potere specifico di richiedere la pubblicazione dei documenti** imposti dagli obblighi di trasparenza **in caso di inottemperanza**;
  - **prevedere una sanzione amministrativa solo per omessa pubblicazione** delle informazioni di cui all'art. 124-*octies*.
- Considerato che l'ambito di applicazione dei poteri della Consob è limitato ai soli consulenti di voto italiani e che questi rappresentano un componente minima del mercato, **si propone di affidare alla Consob il compito di:**
  - **monitorare**, anche in collaborazione con le autorità di vigilanza degli altri SM, **gli sviluppi del mercato dei servizi di consulenza di voto e l'impatto sulle assemblee degli emittenti italiani quotati**;
  - **ricevere segnalazioni da parte degli emittenti italiani quotati** in merito a criticità o violazioni riscontrate, anche rispetto alle attività svolte da consulenti di voto con sede in altri SM.

### **Relazione sulla remunerazione**

- **Si condivide di mantenere il voto non vincolante** sulla politica di remunerazione, come espressamente consentito dalla Direttiva.
- **Si condivide di prevedere che la politica di remunerazione sia sottoposta al voto consultivo** almeno ogni 3 anni e comunque in occasione di una sua modifica, **ma si suggerisce di limitare tale ultima previsione alle modifiche "rilevanti"** come indicato nella Direttiva.
- **Si propone di eliminare dagli obblighi di informazione i compensi ricevuti da società collegate**, in quanto *goldplating* rispetto alla Direttiva (cfr. definizione di *gruppo* che rinvia a direttiva 2013/34/UE) e non in armonia con disciplina informativa nel Tuf che impone obblighi alle controllate ma non alle collegate (artt. 114, comma 2; 114-*bis*; 115).

- **Si condivide di esentare le PMI dal voto sulla seconda sezione della relazione** prevedendo, in alternativa, che tale sezione venga messa come punto separato all'ordine del giorno dell'assemblea, come consentito dalla Direttiva.
- **Si propone di rivedere il sistema sanzionatorio** prevedendo:
  - **Sanzioni solo per omessa pubblicazione** delle informazioni richieste dall'art. 123-ter Tuf, comma 1 (**politica di remunerazione**), inserendo tale violazione nell'art. 192-bis, comma 1.
  - **Sanzioni per violazioni delle disposizioni** previste dall'art. 123-ter, comma 4 sull'informativa *ex post*, comma 1.1. (**compensi pagati**), limitando a tale violazione l'ambito dell'art. 192-bis, comma 1.1.

### **Operazioni con parti correlate**

#### **Modifiche all'art. 2391-bis c.c.:**

- **Si propone di eliminare** l'estensione alle **società cd. diffuse** dall'ambito di applicazione dell'art. 2391-bis c.c. (l'ambito soggettivo della Direttiva riguarda soltanto le società quotate su mercati regolamentati; la mancata abrogazione costituisce caso di *goldplating* e dovrebbe essere espressamente motivata).
- L'ambito di applicazione oggettivo della Direttiva prevede un regime minimo di trasparenza e di procedure per le operazioni che superano una determinata soglia di rilevanza (cd. **operazioni rilevanti**). Premesso che dalla proposta del MEF non traspare una chiara limitazione dell'ambito di applicazione oggettivo della disciplina, **si ritiene opportuno osservare sin d'ora**, in vista della futura trasposizione a livello regolamentare, **che il mantenimento di un più ampio ambito di applicazione** rispetto a quello delineato dalla Direttiva costituisce un caso di *goldplating*.
- **Si propone di chiarire** che la **definizione di parte correlata** è legata all'evoluzione dei **principi contabili internazionali** mediante **cd. rinvio mobile** (la Direttiva non sembra consentire il mantenimento del cd. rinvio fisso, attualmente previsto dal Regolamento OPC, ed è stata peraltro così intesa da alcuni Stati membri che stanno procedendo alla sua trasposizione; tale soluzione rappresenta, inoltre, un miglioramento del quadro esistente, allineando così la definizione di parte correlata ai fini "opc" con quella già utilizzata ai fini contabili).
- **Si propone di esplicitare** a livello di normativa primaria **l'esenzione dagli obblighi informativi e procedurali delle operazioni ordinarie concluse a condizioni equivalenti a quelle di mercato o standard** e di **affidare al potere regolamentare** della Consob il compito di stabilire i criteri di **esenzione** dagli obblighi procedurali e/o di trasparenza (il meccanismo di *opt-in* e *opt-out* previsto dalla Direttiva rende opportuna una delega espressa) di determinate operazioni, individuate secondo i principi di proporzionalità, di equivalenza dei presidi, di esigenze di stabilità, ovvero della mancanza di esigenze di tutela, come declinati dal legislatore europeo.

- **Si propone di prevedere in capo all'amministratore correlato l'obbligo specifico di fornire ogni informazione rilevante** per la corretta applicazione delle procedure e per la deliberazione informata dell'operazione (a prescindere dall'organo competente ad approvare l'operazione).

#### **Modifiche all'art. 192-quinquies Tuf:**

- **Si propone di eliminare la sanzione per la società** in ragione della sua inopportunità, in quanto già esiste una sanzione per la violazione degli obblighi di trasparenza.
- **Si propone di circostanziare l'ambito soggettivo (amministratori correlati) e oggettivo (violazione degli specifici obblighi informativi ex art. 2391-bis, nuovo comma 3 c.c.) della violazione**, in quanto 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.
- **Si propone di ridurre il minimo edittale per la sanzione pecuniaria applicabile agli amministratori**, per allinearli al minimo edittale previsto dal Disegno di Legge di delegazione europea 2018 (pari a 2,500 euro).

#### **Diritto di porre domande**

##### **Modifiche all'art. 127-ter Tuf:**

- **Si condivide la previsione di un unico termine entro il quale le domande poste prima dell'assemblea devono arrivare alla società** e che tale termine non sia anteriore alla *record date* (settimo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea), **ma si propone di chiarire che la società è tenuta a rispondere alle domande 'al più tardi in assemblea'**, come già previsto dal comma 1, ferma restando la facoltà della società di impegnarsi a rispondere prima;
- **Si condivide di prevedere la possibilità di attestare la titolarità del diritto di voto successivamente all'invio della domanda ma il termine per l'attestazione tardiva deve essere precedente di almeno 1 giorno a quello previsto per la pubblicazione delle risposte.**
- Al fine di contenere fenomeni di mero disturbo assembleare, **si propone di:**
  - **limitare, o consentire alle società di limitare, il diritto dei soci di porre domande in assemblea in relazione all'entità della partecipazione azionaria posseduta**, collegando il diritto di porre domande in assemblea alla detenzione di una partecipazione azionaria minima, non superiore a una determinata soglia, individuata dalla legge o dalla Consob;

- **mantenere il diritto di ogni socio di porre domande prima dell'assemblea**, a tutela delle esigenze informative di tutta la compagine sociale, inclusi gli azionisti minimi.
- **Si propone di modificare la disposizione sull'entrata in vigore** delle disposizioni di cui al comma 1-*bis* e di prevederne l'applicazione alle assemblee il cui avviso di convocazione sia pubblicato a decorrere dal 1° gennaio 2020.

*All: c.s.*



## ALLEGATO TECNICO

Qui di seguito si riportano le proposte di Assonime e Confindustria per la modifica al Codice civile (in seguito anche solo “c.c.”) e al Testo Unico della Finanza (in seguito anche solo “TUF”) ai fini della trasposizione della Direttiva (UE) 2017/828, a fronte delle proposte di modifica contenute nello schema di decreto posto in consultazione. Ciascuna proposta di modifica è corredata da una sintetica spiegazione che tiene conto del nuovo quadro legislativo europeo, della disciplina nazionale vigente e, ove possibile, delle prime trasposizioni della Direttiva in alcuni Stati membri dell’Unione europea.

### **Legenda:**

La colonna a sinistra riporta le proposte di modifica del MEF rispetto alla legge vigente, così come contenute nello schema di decreto posto in consultazione. Le parti delle proposte del MEF di cui Assonime e Confindustria propongono la modifica o la eliminazione sono evidenziate in giallo.

La colonna a destra contiene le proposte di modifica di Assonime e Confindustria rispetto alla legge vigente (in grassetto le proposte di modifica innovative, barrate le proposte di eliminazione). Le proposte di modifica di Assonime e Confindustria rispetto alle proposte di modifica del MEF sono evidenziate in giallo.

Le proposte di modifica seguono un ordine sistematico (per materie) che riflette l’impostazione della Direttiva europea.

A tal fine si riportano le seguenti sezioni di modifica:

- Identificazione degli azionisti
- Consulenti di voto
- Relazione sulla remunerazione
- Operazioni con parti correlate
- Diritto di porre domande

### IDENTIFICAZIONE DEGLI AZIONISTI

Schema d.lgs. MEF	Proposte Assonime e Confindustria rispetto al TUF vigente
<p><b>Nuovo Art. 83-novies.1</b> <i>(Non discriminazione, proporzionalità e trasparenza dei costi)</i></p> <p>1. Gli intermediari e i depositari centrali comunicano al pubblico i corrispettivi per i servizi prestati ai sensi del capo I-bis della direttiva 2007/36/CE, distintamente per ciascun servizio.</p> <p>2. I corrispettivi che gli intermediari e i depositari centrali applicano agli azionisti, agli emittenti con azioni ammesse alle negoziazioni nei mercati regolamentati italiani o di altri Stati membri dell'Unione europea, e agli altri intermediari, devono essere non discriminatori e proporzionati ai costi effettivi sostenuti per la prestazione dei servizi. Qualsiasi differenza fra i corrispettivi applicati per l'esercizio dei diritti a livello nazionale e transfrontaliero è consentita unicamente se debitamente giustificata e se tiene conto della variazione dei costi effettivi sostenuti per la prestazione dei connessi servizi.</p>	<p><b>Nuovo Art. 83-novies.1</b> <i>(Non discriminazione, proporzionalità e trasparenza dei costi)</i></p> <p>1. Gli intermediari e i depositari centrali comunicano al pubblico i corrispettivi per i servizi prestati ai sensi del capo I-bis della direttiva 2007/36/CE, distintamente per ciascun servizio.</p> <p>2. Consob, sentita Banca d'Italia, stabilisce con linee guida i criteri affinché i corrispettivi che gli intermediari e i depositari centrali applicano agli azionisti, agli emittenti con azioni ammesse alle negoziazioni nei mercati regolamentati italiani o di altri Stati membri dell'Unione europea, e agli altri intermediari, siano non discriminatori e proporzionati ai costi effettivi sostenuti per la prestazione dei servizi. Qualsiasi differenza fra i corrispettivi applicati per l'esercizio dei diritti a livello nazionale e transfrontaliero è consentita unicamente se debitamente giustificata e se tiene conto della variazione dei costi effettivi sostenuti per la prestazione dei connessi servizi.</p>

#### Commento

Il tema dei costi per l'identificazione degli azionisti è rilevante per gli emittenti che hanno di rado inserito in statuto la facoltà d'identificazione anche stante il fatto che l'identificazione è costosa<sup>3</sup>.

La direttiva introduce: i) criteri perché i costi sia non discriminatori e proporzionati ai costi effettivi sostenuti dagli intermediari per l'erogazione dei servizi; ii) la facoltà per gli Stati membri di vietare l'applicazione di commissioni.

L'occasione del recepimento potrebbe essere colta per prevedere che le Autorità emanino delle linee guida per disciplinare, sulla base dei criteri stringenti previsti dalla direttiva, la richiesta da parte degli intermediari dei soli costi effettivi sostenuti per l'erogazione dei servizi; l'inottemperanza di tali previsioni dovrebbe essere assistita da sanzioni, come già attualmente previsto dal TUF (art. 190.1).

Schema d.lgs. MEF	Proposte Assonime e Confindustria rispetto al TUF vigente
Art. 83-duodecies	Art. 83-duodecies

<sup>3</sup> Da un'analisi delle società del FTSE MIB è emerso che una sola ha previsto in statuto tale facoltà.

<p>(Identificazione degli azionisti)</p> <p>Ove previsto dallo statuto, <b>Al fine di facilitare la comunicazione degli emittenti con gli azionisti nonché l'esercizio dei diritti sociali, anche in modo coordinato, da parte degli azionisti, le società italiane gli emittenti italiani con azioni ammesse alla negoziazione con il consenso dell'emittente alle negoziazioni nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione italiani o di altri Paesi Stati membri dell'Unione europea possono chiedere, hanno il diritto di richiedere ai soggetti indicati dal regolamento di cui all'articolo 82, comma 2, l'identificazione degli azionisti che detengono azioni in misura superiore allo 0,5% del capitale sociale con diritto di voto</b> in qualsiasi momento e con oneri a proprio carico, agli intermediari, tramite un depositario centrale, i dati identificativi degli azionisti che non abbiano espressamente vietato la comunicazione degli stessi, unitamente al numero di azioni registrate sui conti ad essi intestati. La richiesta di identificazione può essere avanzata anche tramite un soggetto terzo designato dall'emittente. I costi del processo di identificazione sono a carico dell'emittente.</p>	<p>(Identificazione degli azionisti)</p> <p>1. Ove previsto dallo statuto, <b>Al fine di facilitare la comunicazione degli emittenti con gli azionisti nonché l'esercizio dei diritti sociali, anche in modo coordinato, da parte degli azionisti, le società italiane gli emittenti italiani con azioni ammesse alla negoziazione con il consenso dell'emittente alle negoziazioni nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione italiani o di altri Paesi Stati membri dell'Unione Europea possono chiedere, hanno il diritto di richiedere ai soggetti indicati dal regolamento di cui all'articolo 82, comma 2, l'identificazione degli azionisti in qualsiasi momento e con oneri a proprio carico, agli intermediari, tramite un depositario centrale, i dati identificativi degli azionisti che non abbiano espressamente vietato la comunicazione degli stessi, unitamente al numero di azioni registrate sui conti ad essi intestati. La richiesta di identificazione può essere avanzata anche tramite un soggetto terzo designato dall'emittente. I costi del processo di identificazione sono a carico dell'emittente.</b></p> <p><i>In alternativa:</i></p> <p>Ove previsto dallo statuto, <b>Al fine di facilitare la comunicazione degli emittenti con gli azionisti nonché l'esercizio dei diritti sociali, anche in modo coordinato, da parte degli azionisti, le società italiane gli emittenti italiani con azioni ammesse alla negoziazione con il consenso dell'emittente alle negoziazioni nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione italiani o di altri Paesi Stati membri dell'Unione Europea possono chiedere, hanno il diritto di richiedere ai soggetti indicati dal regolamento di cui all'articolo 82, comma 2, l'identificazione degli azionisti, unitamente al numero di azioni registrate sui conti ad essi intestati. L'autorizzazione all'identificazione può essere negata dagli azionisti persone fisiche e società di persone che detengono azioni in misura non superiore</b></p>
---	---

<p><del>2. Le segnalazioni indicate nel comma 1 pervengono all'emittente entro dieci giorni di mercato aperto dal giorno della richiesta, ovvero il diverso termine stabilito dalla Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, con regolamento.</del></p> <p><b>2-bis. Gli intermediari e i depositari centrali adempiono alle richieste dei dati identificativi degli azionisti formulate da emittenti aventi la sede legale in un altro Stato membro dell'Unione europea, con azioni ammesse alle negoziazioni nei mercati regolamentati italiani o di altri Stati membri dell'Unione europea, limitatamente alle informazioni di cui dispongono.</b></p> <p><del>3. Nel caso in cui lo statuto preveda la facoltà di cui al comma 1, la società è tenuta ad <b>L'emittente</b> è tenuto a effettuare la medesima richiesta 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. I relativi costi sono ripartiti tra la società <b>l'emittente</b> 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.</del></p> <p><del>4. Le <b>società</b> <b>Gli emittenti</b> pubblicano, tempestivamente, secondo le modalità previste dalla Consob con regolamento, un comunicato con cui danno notizia dell'avvenuta presentazione dell'istanza di identificazione, rendendo note le relative motivazioni nel caso di richiesta ai sensi del comma 1, o l'identità e la partecipazione complessiva dei soci istanti nel caso di richiesta ai sensi del comma 3. I dati ricevuti sono messi a disposizione dei soci</del></p>	<p><b>allo 0,1% del capitale sociale con diritto di voto. La richiesta di identificazione può essere avanzata anche tramite un soggetto terzo designato dall'emittente. I costi del processo di identificazione sono a carico dell'emittente.</b></p> <p><del>2. Le segnalazioni indicate nel comma 1 pervengono all'emittente entro dieci giorni di mercato aperto dal giorno della richiesta, ovvero il diverso termine stabilito dalla Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, con regolamento.</del></p> <p><del>2-bis. Gli intermediari e i depositari centrali adempiono alle richieste dei dati identificativi degli azionisti formulate da emittenti aventi la sede legale in un altro Stato membro dell'Unione europea, con azioni ammesse alle negoziazioni nei mercati regolamentati italiani o di altri Stati membri dell'Unione europea.</del></p> <p><del>3. Nel caso in cui lo statuto preveda la facoltà di cui al comma 1, la società è tenuta ad effettuare la medesima richiesta 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. 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.</del></p> <p><del>4. Le società pubblicano tempestivamente, secondo le modalità previste dalla Consob con regolamento, un comunicato con cui danno notizia dell'avvenuta presentazione dell'istanza di identificazione, rendendo note le relative motivazioni nel caso di richiesta ai sensi del comma 1, o l'identità e la partecipazione complessiva dei soci istanti nel caso di richiesta ai sensi del comma 3. I dati ricevuti sono messi a disposizione dei soci su supporto informatico in un formato</del></p>
---	--

<p>su supporto informatico in un formato comunemente utilizzato senza oneri a loro carico, fermo restando l'obbligo di aggiornamento del libro soci.</p>	<p><del>comunemente utilizzato senza oneri a loro carico, fermo restando l'obbligo di aggiornamento del libro soci.</del></p>
<p>5. Il presente articolo non si applica alle società cooperative.</p>	<p>5. Il presente articolo non si applica alle società cooperative.</p>

## Commento

La soglia dello 0.5% individuata nello schema di decreto porterebbe ad una sostanziale inutilità dell'identificazione, considerati che, a fronte degli elevati costi per la società del processo di identificazione, sarebbe consentito di identificare un numero estremamente limitato di azionisti, soprattutto nelle società ad elevata capitalizzazione.

Crediamo inoltre, in un'ottica di concorrenza tra ordinamenti, che si debbano tenere in considerazione anche le scelte effettuate da altri Stati membri e in proposito rileviamo che nei principali ordinamenti non si è optato per alcuna soglia (così Francia, Germania Spagna e Regno Unito). In Olanda vi è la soglia dello 0,5% ma introdotta ben prima della trasposizione della direttiva. Pertanto, la scelta di introdurre nel TUF una soglia apparirebbe a nostro parere eccentrica rispetto alla maggior parte degli ordinamenti.

L'individuazione di qualsivoglia soglia pone inoltre, sia il problema dell'eventuale elusione dell'identificazione da parte dell'azionista che, ai fini di rimanere anonimo, potrebbe frazionare la propria partecipazione in più conti presso diversi intermediari per rimanere al di sotto della citata soglia, sia il problema di conseguenze pratiche sulle procedure di identificazione (si pensi per esempio alle diverse procedure che dovrebbero adottare gli intermediari per far fronte a soglie diversificate nei vari Stati membri, procedure i cui costi sarebbero poi riversati sulle società e sugli azionisti)<sup>4</sup>.

Crediamo quindi che la soglia andrebbe eliminata; in subordine si potrebbe prevedere per gli azionisti sotto la soglia dello 0,1% la possibilità di negare l'identificazione, come previsto dalla direttiva<sup>5</sup>.

La possibilità di negare il consenso all'identificazione dovrebbe essere riconosciuta alle persone fisiche e alle società di persone, in armonia con il Regolamento UE 2016/679 sulla protezione dei dati personali<sup>6</sup>, impedendo invece l'anonimato alle società di capitali tra le quali figurano gli investitori istituzionali con cui le società fanno *engagement*.

Andrebbero inoltre eliminati 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; si tratta di *goldplating* che dovrebbe essere motivato con metodi di analisi d'impatto.

Dovrebbe essere a nostro avviso mantenuta la facoltà di identificazione anche per le società ammesse sugli MTF; tale facoltà non è prevista dalla direttiva, che è di armonizzazione

<sup>4</sup> L'ESMA afferma che la selezione di soglie differenti nei diversi paesi può avere delle conseguenze pratiche sul funzionamento del processo di identificazione (cfr. ESMA, *Report on shareholder identification and communication system*, 5 Aprile 2017/ESMA 31-54-435, par. 16).

<sup>5</sup> Cfr. considerando 4. Andrebbe anche chiarito che l'espressa richiesta di anonimato da parte di un azionista persona fisica non deve essere reiterata ad ogni proposta di identificazione da parte di un qualsiasi emittente.

<sup>6</sup> Cfr. considerando 14 che così recita: "È opportuno che la protezione prevista dal presente regolamento si applichi alle persone fisiche, a prescindere dalla nazionalità o dal luogo di residenza, in relazione al trattamento dei loro dati personali. Il presente regolamento non disciplina il trattamento dei dati personali relativi a persone giuridiche, in particolare imprese dotate di personalità giuridica, compresi il nome e la forma della persona giuridica e i suoi dati di contatto".

minima, ma andrebbe preservata. Non si capisce come, da un lato, il legislatore mantenga alcune previsioni che concretano *goldplating* e, dall'altro lato, elimini questa facoltà che pure sarebbe compatibile con la direttiva e potrebbe essere utilizzata dalle società quotate sull'AIM; la *shareholder identification* potrebbe essere utilizzata per verificare la sussistenza dei requisiti per la qualifica di emittente diffuso nonché in sede di passaggio sul MTA ai fini della verifica dei requisiti di flottante necessario.

Nel comma 2-*bis* introdotto dal MEF si trova l'inciso "limitatamente alle informazioni di cui dispongono", riferito alle informazioni che intermediari e depositari centrali trasmettono all'emittente che sembra prefigurare una limitazione alle informazioni che invece la direttiva codifica compiutamente<sup>7</sup>. Le informazioni relative ai dati identificativi degli azionisti potrebbero essere inserite nell'articolato o nei provvedimenti di natura secondaria.

Gli obblighi di aggiornamento del libro soci, attualmente previsto dal TUF (artt. 83-*duodecies*, comma 4, ultimo periodo e 83-*undecies*), e la conservazione dei dati ivi contenuti, devono invece essere valutati in funzione delle disposizioni della direttiva in merito al trattamento delle informazioni personali dei soci identificati che sono peraltro richiamate nell'art. 82, comma 2, lett. *g-bis*).

---

<sup>7</sup> Cfr. art. 1, n. 2, lett. j). Lo stesso inciso si trova all'art. 82 comma 1, lett. *g-bis*).

## CONSULENTI DI VOTO

Schema d.lgs. MEF	Proposte Assonime e Confindustria rispetto al TUF vigente
<p><b>Nuovo Art. 124-octies</b> <i>(Trasparenza dei consulenti in materia di voto)</i></p> <p>1. I consulenti in materia di voto, anche al fine di informare adeguatamente i clienti sull'accuratezza e affidabilità delle loro attività, pubblicano annualmente una dichiarazione che contenga almeno le seguenti informazioni in relazione all'elaborazione delle loro ricerche, dei loro consigli e delle loro raccomandazioni di voto:</p> <p>a) le caratteristiche essenziali delle metodologie e dei modelli applicati;</p> <p>b) le principali fonti di informazione utilizzate;</p> <p>c) le procedure messe in atto per garantire la qualità delle ricerche, dei consigli e delle raccomandazioni di voto nonché le qualifiche del personale coinvolto;</p> <p>d) le modalità con cui, eventualmente, tengono conto delle condizioni normative e del mercato nazionale nonché delle condizioni specifiche delle società;</p> <p>e) le caratteristiche essenziali delle politiche di voto applicate per ciascun mercato;</p> <p>f) la portata e la natura del dialogo, se del caso, intrattenuto con le società oggetto delle loro ricerche, dei loro consigli o delle loro raccomandazioni di voto e con i portatori di interesse della società;</p> <p>g) la politica relativa alla prevenzione e alla gestione dei potenziali conflitti di interesse;</p> <p>h) l'eventuale adesione ad un codice di comportamento ovvero illustrano in maniera chiara e motivata le ragioni della mancata adesione. I consulenti in materia di voto che aderiscono ad un codice di comportamento riferiscono altresì in merito all'applicazione di tale codice, anche con riferimento alle informazioni</p>	<p><b>Nuovo Art. 124-octies</b> <i>(Trasparenza dei consulenti in materia di voto)</i></p> <p>1. I consulenti in materia di voto, anche al fine di informare adeguatamente i clienti sull'accuratezza e affidabilità delle loro attività, pubblicano annualmente una dichiarazione che contenga almeno le seguenti informazioni in relazione all'elaborazione delle loro ricerche, dei loro consigli e delle loro raccomandazioni di voto:</p> <p>a) le caratteristiche essenziali delle metodologie e dei modelli applicati;</p> <p>b) le principali fonti di informazione utilizzate;</p> <p>c) le procedure messe in atto per garantire la qualità delle ricerche, dei consigli e delle raccomandazioni di voto nonché le qualifiche del personale coinvolto;</p> <p>d) le modalità con cui, eventualmente, tengono conto delle condizioni normative e del mercato nazionale nonché delle condizioni specifiche delle società;</p> <p>e) le caratteristiche essenziali delle politiche di voto applicate per ciascun mercato;</p> <p>f) la portata e la natura del dialogo, se del caso, intrattenuto con le società oggetto delle loro ricerche, dei loro consigli o delle loro raccomandazioni di voto e con i portatori di interesse della società;</p> <p>g) la politica relativa alla prevenzione e alla gestione dei potenziali conflitti di interesse;</p> <p>h) l'eventuale adesione ad un codice di comportamento ovvero illustrano in maniera chiara e motivata le ragioni della mancata adesione. I consulenti in materia di voto che aderiscono ad un codice di comportamento riferiscono altresì in merito all'applicazione di tale codice, anche con riferimento alle informazioni richieste dalle lettere</p>

<p>richieste dalle lettere precedenti, specificando l'eventuale mancata adesione ad una o più disposizioni del codice, le ragioni della stessa e le eventuali misure alternative adottate.</p> <p>2. La dichiarazione indicata al comma 1 è resa disponibile al pubblico, gratuitamente, sul sito Internet del consulente in materia di voto e rimane a disposizione del pubblico per almeno tre anni a decorrere dalla data di pubblicazione.</p> <p>3. Ai consulenti in materia di voto si applicano gli articoli 114, commi 5 e 6, e 115 del presente decreto.</p> <p>4. I consulenti in materia di voto, nell'ambito dello svolgimento del servizio richiesto, individuano e comunicano senza indugio ai loro clienti qualsiasi conflitto di interesse reale o potenziale o relazione commerciale che possa influenzare l'elaborazione delle loro ricerche, dei loro consigli o delle loro raccomandazioni di voto e le azioni intraprese per eliminare, attenuare o gestire gli eventuali conflitti di interesse reali o potenziali.</p>	<p>precedenti, specificando l'eventuale mancata adesione ad una o più disposizioni del codice, le ragioni della stessa e le eventuali misure alternative adottate.</p> <p>2. La dichiarazione indicata al comma 1 è resa disponibile al pubblico, gratuitamente, sul sito Internet del consulente in materia di voto e rimane a disposizione del pubblico per almeno tre anni a decorrere dalla data di pubblicazione.</p> <p>3. La Consob può richiedere ai consulenti di voto di pubblicare la dichiarazione richiesta dal comma 1, qualora non vi abbiano provveduto.</p> <p>4. I consulenti in materia di voto, nell'ambito dello svolgimento del servizio richiesto, individuano e comunicano senza indugio ai loro clienti qualsiasi conflitto di interesse reale o potenziale o relazione commerciale che possa influenzare l'elaborazione delle loro ricerche, dei loro consigli o delle loro raccomandazioni di voto e le azioni intraprese per eliminare, attenuare o gestire gli eventuali conflitti di interesse reali o potenziali.</p>
<p><b>Art. 193-bis.1</b>  <i>(Sanzioni amministrative in tema di trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto)</i></p> <p>1. Nei confronti degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi in caso di violazione degli articoli 124-quinquies, 124-sexies e 124-septies, nonché nei confronti dei consulenti in materia di voto in caso di violazione dell'articolo 124-octies ovvero delle relative disposizioni attuative, si applica una sanzione amministrativa pecuniaria da euro duemilacinquecento a euro duecentocinquantamila.</p>	<p><b>Art. 193-bis.1</b>  <i>(Sanzioni amministrative in tema di trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto)</i></p> <p>1. Salvo che il fatto costituisca reato, nei confronti degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi che omettono le comunicazioni prescritte dagli articoli 124-quinquies, 124-sexies e 124-septies, nonché nei confronti dei consulenti in materia di voto che omettono le comunicazioni prescritte dall'articolo 124-octies, si applica una delle seguenti sanzioni amministrative:  a) una dichiarazione pubblica indicante la persona giuridica responsabile della</p>



<p>2. (Omissis)</p>	<p><b>violazione e la natura della stessa, quando questa sia connotata da scarsa offensività o pericolosità e l'infrazione contestata sia cessata;</b>  <b>b) un ordine di eliminare le infrazioni contestate, con eventuale indicazione delle misure da adottare e del termine per l'adempimento, e di astenersi dal ripeterle, quando le infrazioni siano connotate da scarsa offensività pericolosità;</b>  <b>c) una sanzione amministrativa pecuniaria da euro duemilacinquecento a euro duecentocinquanta.</b></p> <p>2. (Omissis)</p>
<p><b>Art. 7 dello schema di d.lgs. (Disposizioni finali)</b></p> <p>(Omissis)</p>	<p><b>Art. 7 dello schema di d.lgs. (Disposizioni finali)</b></p> <p>(Omissis)</p> <p><b>4. Al fine di contribuire, per il tramite dell'ESMA, alla realizzazione della Relazione della Commissione Europea al Parlamento Europeo di cui all'articolo 3-<i>duodecies</i> della Direttiva 2017/828, la Consob:</b>  <b>- pubblica entro il 31 dicembre 2022 un rapporto sugli sviluppi del mercato dei servizi di consulenza di voto riguardanti gli emittenti italiani quotati e sull'impatto di tali sviluppi sulle assemblee di questi ultimi;</b>  <b>- definisce con regolamento le modalità per ricevere segnalazioni da parte degli emittenti italiani quotati in merito a criticità o violazioni riscontrate, anche rispetto alle (attività svolte da consulenti di voto con sede in altri Stati Membri dell'Unione Europea.</b></p>

**Commento**

Lo schema di decreto, che riflette nella sostanza i contenuti della direttiva, introduce obblighi di trasparenza per i consulenti di voto e sanzioni amministrative per la loro violazione.

Il nuovo art. 124-*octies* prevede l'obbligo di pubblicare annualmente una dichiarazione contenente informazioni relative all'elaborazione delle ricerche e delle raccomandazioni di voto - incluse le informazioni su come vengono considerate le condizioni normative e del mercato nazionale, sulla portata e sulla natura del dialogo con gli emittenti, sulla politica di prevenzione e di gestione dei conflitti di interesse - e sull'eventuale adesione a un codice di comportamento, spiegando le ragioni dell'eventuale mancata adesione. I consulenti di voto devono inoltre comunicare ai propri clienti dei conflitti di interessi, reale o potenziale o

relazione commerciale, che possa influenzare l'elaborazione delle raccomandazioni di voto e delle azioni intraprese per eliminare o gestire tali conflitti.

La scelta più significativa – non prevista dalla direttiva – è quella di sottoporre i consulenti in materia di voto ai poteri della Consob di richiedere informazioni per sé o per il pubblico ai sensi degli artt. 114, commi 5 e 6, e 115 del TUF.

Si condivide l'attribuzione di poteri di vigilanza sui consulenti di voto alla Consob, ma appare opportuno definirli in modo proporzionato alle effettive esigenze di vigilanza. Si deve sottolineare che l'oggetto degli obblighi di trasparenza comprende elementi essenzialmente qualitativi – programmatici nel caso delle politiche, comportamentali e organizzativi nel caso dell'adesione a codici – che mal si prestano a valutazioni meramente amministrative.

Al riguardo, anziché prevedere l'applicazione generale degli artt. 114 e 115, si suggerisce di introdurre un potere specifico della Consob di richiedere la pubblicazione dei documenti previsti dall'art. 124-*octies* in caso di inottemperanza da parte dei consulenti di voto. Analogamente, e per gli stessi motivi, si suggerisce di prevedere la sanzione amministrativa, di cui all'art. 193-*bis*.1, comma 1, solo per l'omessa pubblicazione della dichiarazione prevista dall'art. 124-*octies* e non genericamente per la violazione dell'art. 124-*octies*.

La direttiva prevede che la Commissione europea, in collaborazione con l'ESMA, pubblichi una relazione sull'attuazione della disciplina sui consulenti di voto e sulla sua adeguatezza (entro il giugno 2023). Al fine di contribuire all'elaborazione di tale relazione, si suggerisce di affidare alla Consob:

- il compito di monitorare, anche in collaborazione con le autorità di vigilanza degli altri Stati Membri, gli sviluppi del mercato dei servizi di consulenza di voto e l'impatto sulle assemblee degli emittenti italiani quotati;
- ricevere segnalazioni da parte degli emittenti italiani quotati in merito a criticità o violazioni riscontrate, anche rispetto alle attività svolte da consulenti di voto con sede in altri Stati Membri.

L'attività dei consulenti di voto ha una vocazione fortemente transnazionale e mal si presta ad un'attività di vigilanza puramente nazionale. Si osserva al riguardo che i poteri della Consob possono essere esercitati solo su consulenti di voto con sede in Italia; restano invece fuori dalla vigilanza dell'autorità le attività svolte da parte dei consulenti di voto con sede in altri Stati membri che formulano raccomandazioni di voto su società italiane quotate. Un'attività di collaborazione e coordinamento tra autorità nazionali, anche al solo fine di valutare l'impatto della disciplina introdotta dalla direttiva, appare quanto mai opportuna.

## POLITICA PER LA REMUNERAZIONE

Schema d.lgs. MEF	Proposte Assonime e Confindustria rispetto al TUF vigente
<p>Articolo 123-ter (Relazione sulla <b>politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti</b>)</p> <p>1. Almeno ventuno giorni prima della data dell'assemblea prevista dall'articolo 2364, secondo comma, o dell'assemblea prevista dall'articolo 2364-bis, secondo comma, del codice civile, le società con azioni quotate mettono a disposizione del pubblico una relazione sulla <b>politica di remunerazione e sui compensi corrisposti</b>, presso la sede sociale, sul proprio sito Internet e con le altre modalità stabilite dalla Consob con regolamento.</p> <p>2. La relazione <del>sulla remunerazione</del> è articolata nelle due sezioni previste ai commi 3 e 4 ed è approvata dal consiglio di amministrazione. Nelle società che adottano il sistema dualistico la relazione è approvata dal consiglio di sorveglianza, su proposta, limitatamente alla sezione prevista dal comma 4, lettera b), del consiglio di gestione.</p> <p>3. La prima sezione della relazione <del>sulla remunerazione</del> <b>illustra in modo chiaro e comprensibile:</b>  a) 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 <b>e, fermo restando quanto previsto dall'articolo 2402 del codice civile, dei componenti degli organi di controllo;</b>  b) le procedure utilizzate per l'adozione e l'attuazione di tale politica.</p> <p><b>3-bis.</b> La politica di remunerazione 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. Le società sottopongono al voto dei soci la politica di</p>	<p>Art. 123-ter (Relazione sulla <b>sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti</b>)</p> <p>1. Almeno ventuno giorni prima della data dell'assemblea prevista dall'articolo 2364, secondo comma, o dell'assemblea prevista dall'articolo 2364-bis, secondo comma, del codice civile, le società con azioni quotate mettono a disposizione del pubblico una relazione sulla <b>politica di remunerazione e sui compensi corrisposti</b>, presso la sede sociale, sul proprio sito Internet e con le altre modalità stabilite dalla Consob con regolamento.</p> <p>2. La relazione <del>sulla remunerazione</del> è articolata nelle due sezioni previste ai commi 3 e 4 ed è approvata dal consiglio di amministrazione. Nelle società che adottano il sistema dualistico la relazione è approvata dal consiglio di sorveglianza, su proposta, limitatamente alla sezione prevista dal comma 4, lettera b), del consiglio di gestione.</p> <p>3. La prima sezione della relazione <del>sulla remunerazione</del> <b>illustra in modo chiaro e comprensibile:</b>  a) 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; <b>e, fermo restando quanto previsto dall'articolo 2402 del codice civile, dei componenti degli organi di controllo;</b>  b) le procedure utilizzate per l'adozione e l'attuazione di tale politica.</p> <p><b>3-bis.</b> La politica di remunerazione 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. Le società sottopongono al voto dei soci la politica di remunerazione</p>

remunerazione di cui al comma 3 almeno ogni tre anni e comunque in occasione di ogni modifica della politica medesima. Le società attribuiscono compensi solo in conformità con la politica di remunerazione sottoposta al voto dei soci. In presenza di circostanze eccezionali le società possono derogare temporaneamente alla politica di remunerazione, purché la stessa preveda le condizioni procedurali in base alle quali la deroga può essere applicata e specifichi gli elementi della politica a cui si può derogare. Per circostanze eccezionali si intendono solamente situazioni in cui la deroga alla politica di remunerazione è necessaria ai fini del perseguimento degli interessi a lungo termine e della sostenibilità della società nel suo complesso o per assicurarne la capacità di stare sul mercato.

**3-ter.** La deliberazione prevista dal comma 3-*bis* non è vincolante. In caso di voto contrario da parte della maggioranza del capitale presente in assemblea, la società sottopone una nuova politica di remunerazione al più tardi in occasione della successiva assemblea prevista dall'articolo 2364, secondo comma, o dell'assemblea prevista dall'articolo 2364-*bis*, secondo comma, del codice civile.

4. La seconda sezione, **in modo chiaro e comprensibile e** nominativamente per i componenti degli organi di amministrazione e di controllo, i direttori generali e in forma aggregata, salvo quanto previsto dal regolamento emanato ai sensi del comma 8, per i dirigenti con responsabilità strategiche:

- a) fornisce un'adeguata rappresentazione di ciascuna delle voci che compongono la remunerazione, compresi i trattamenti previsti in caso di cessazione dalla carica o di risoluzione del rapporto di lavoro, evidenziandone la coerenza con la politica della società in materia di remunerazione approvata nell'esercizio precedente;
- b) illustra analiticamente i compensi corrisposti nell'esercizio di riferimento a

di cui al comma 3 almeno ogni tre anni e comunque in occasione di ogni modifica **rilevante** della politica medesima. Le società attribuiscono compensi solo in conformità con la politica di remunerazione sottoposta al voto dei soci. In presenza di circostanze eccezionali le società possono derogare temporaneamente alla politica di remunerazione, purché la stessa preveda le condizioni procedurali in base alle quali la deroga può essere applicata e specifichi gli elementi della politica a cui si può derogare. Per circostanze eccezionali si intendono solamente situazioni in cui la deroga alla politica di remunerazione è necessaria ai fini del perseguimento degli interessi a lungo termine e della sostenibilità della società nel suo complesso o per assicurarne la capacità di stare sul mercato.

**3-ter.** La deliberazione prevista dal comma 3-*bis* non è vincolante. In caso di voto contrario da parte della maggioranza del capitale presente in assemblea, la società sottopone una nuova politica di remunerazione al più tardi in occasione della successiva assemblea prevista dall'articolo 2364, secondo comma, o dell'assemblea prevista dall'articolo 2364-*bis*, secondo comma, del codice civile.

4. La seconda sezione, **in modo chiaro e comprensibile e** nominativamente per i componenti degli organi di amministrazione e di controllo, i direttori generali e in forma aggregata, salvo quanto previsto dal regolamento emanato ai sensi del comma 8, per i dirigenti con responsabilità strategiche:

- a) fornisce un'adeguata rappresentazione di ciascuna delle voci che compongono la remunerazione, compresi i trattamenti previsti in caso di cessazione dalla carica o di risoluzione del rapporto di lavoro, evidenziandone la coerenza con la politica della società in materia di remunerazione approvata nell'esercizio precedente;
- b) illustra analiticamente i compensi corrisposti nell'esercizio di riferimento a qualsiasi titolo e in qualsiasi forma dalla

qualsiasi titolo e in qualsiasi forma dalla società e da società controllate o collegate, segnalando le eventuali componenti dei suddetti compensi che sono riferibili ad attività svolte in esercizi precedenti a quello di riferimento ed evidenziando, altresì, i compensi da corrispondere in uno o più esercizi successivi a fronte dell'attività svolta nell'esercizio di riferimento, eventualmente indicando un valore di stima per le componenti non oggettivamente quantificabili nell'esercizio di riferimento.;

**b-bis) illustra come la società ha tenuto conto del voto espresso l'anno precedente sulla seconda sezione della relazione sulla remunerazione.**

5. Alla relazione sono allegati i piani di compensi previsti dall'articolo 114-*bis* ovvero è indicata nella relazione la sezione del sito Internet della società dove tali documenti sono reperibili.

6. Fermo restando quanto previsto dagli articoli 2389 e 2409-*terdecies*, primo comma, lettera a), del codice civile, e dall'articolo 114-*bis*, l'assemblea convocata ai sensi dell'articolo 2364, secondo comma, ovvero dell'articolo 2364-*bis*, secondo comma, del codice civile, delibera in senso favorevole o contrario sulla **seconda** sezione della relazione sulla remunerazione prevista dal comma 34. La deliberazione non è vincolante. L'esito del voto della **votazione** è posto a disposizione del pubblico ai sensi dell'articolo 125-*quater*, comma 2.

7. La Consob con regolamento, adottato sentite Banca d'Italia e Ivass per quanto concerne i soggetti rispettivamente vigilati e tenuto conto della normativa comunitaria **europea** di settore, indica le informazioni da includere nella **prima** sezione della relazione sulla remunerazione prevista dal comma 3 in materia di politica di remunerazione, comprese le informazioni volte ad evidenziare la coerenza della politica delle remunerazioni con il perseguimento degli interessi a lungo termine della società e con la politica di gestione del rischio, e le caratteristiche di tale politica tenuto conto di secondo

società e da società controllate o collegate, segnalando le eventuali componenti dei suddetti compensi che sono riferibili ad attività svolte in esercizi precedenti a quello di riferimento ed evidenziando, altresì, i compensi da corrispondere in uno o più esercizi successivi a fronte dell'attività svolta nell'esercizio di riferimento, eventualmente indicando un valore di stima per le componenti non oggettivamente quantificabili nell'esercizio di riferimento;

**b-bis) illustra come la società ha tenuto conto del voto espresso l'anno precedente sulla seconda sezione della relazione sulla remunerazione.**

5. Alla relazione sono allegati i piani di compensi previsti dall'articolo 114-*bis* ovvero è indicata nella relazione la sezione del sito Internet della società dove tali documenti sono reperibili.

6. Fermo restando quanto previsto dagli articoli 2389 e 2409-*terdecies*, primo comma, lettera a), del codice civile, e dall'articolo 114-*bis*, l'assemblea convocata ai sensi dell'articolo 2364, secondo comma, ovvero dell'articolo 2364-*bis*, secondo comma, del codice civile, delibera in senso favorevole o contrario sulla **seconda** sezione della relazione sulla remunerazione prevista dal comma 34. La deliberazione non è vincolante. L'esito del voto della **votazione** è posto a disposizione del pubblico ai sensi dell'articolo 125-*quater*, comma 2.

7. La Consob con regolamento, adottato sentite Banca d'Italia e Ivass per quanto concerne i soggetti rispettivamente vigilati e tenuto conto della normativa comunitaria **europea** di settore, indica le informazioni da includere nella **prima** sezione della relazione sulla remunerazione prevista dal comma 3 in materia di politica di remunerazione, comprese le informazioni volte ad evidenziare la coerenza della politica delle remunerazioni con il perseguimento degli interessi a lungo termine della società e con la politica di gestione del rischio, e le caratteristiche di tale politica tenuto conto di secondo quanto previsto dall'articolo 9-*bis* della direttiva

<p>quanto previsto <b>dall'articolo 9-bis della direttiva 2007/36/CE, nonché</b> dal paragrafo 3 della raccomandazione 2004/913/CE e dal paragrafo 5 della raccomandazione 2009/385/CE.</p> <p>8. La Consob, con il regolamento adottato ai sensi del comma 7, indica altresì le informazioni da includere nella <b>seconda</b> sezione della relazione sulla remunerazione <del>prevista dal comma 4</del> <b>in materia di compensi corrisposti, tenuto conto di quanto previsto dall'articolo 9-ter della direttiva 2007/36/CE.</b> La Consob può:</p> <p>a) individuare i dirigenti con responsabilità strategiche per i quali le informazioni sono fornite in forma nominativa;</p> <p>b) differenziare il livello di dettaglio delle informazioni in funzione della dimensione della società.</p> <p><i>[8-xx In deroga al voto di cui al comma 6, le piccole e medie imprese, come definite ai sensi dell'articolo 3, paragrafi 2 e 3, della direttiva 2013/34/UE, sottopongono la seconda sezione della relazione ad una discussione in occasione dell'assemblea convocata ai sensi dell'articolo 2364, secondo comma, ovvero dell'articolo 2364-bis, secondo comma, del codice civile, come punto separato all'ordine del giorno. La società illustra nella seconda sezione della relazione come ha tenuto conto della discussione in assemblea svoltasi l'anno precedente.</i></p> <p><i>Commento: Si chiede l'opportunità di esercitare o meno l'opzione normativa conferita dall'art. 9-ter, par. 4, co. 2, della SHRD (che sarebbe a valere sul nuovo art. 123-ter nel TUF), con specifico riguardo a una possibile riduzione degli oneri per le PMI].</i></p> <p><b>8-bis. Il soggetto incaricato di effettuare la revisione legale del bilancio verifica l'avvenuta predisposizione da parte degli amministratori della seconda sezione della relazione sulla remunerazione.</b></p> <p><b>8-ter. Rimangono ferme le disposizioni previste in materia di remunerazioni da normative di settore.</b></p>	<p><b>2007/36/CE, nonché</b> dal paragrafo 3 della raccomandazione 2004/913/CE e dal paragrafo 5 della raccomandazione 2009/385/CE.</p> <p>8. La Consob, con il regolamento adottato ai sensi del comma 7, indica altresì le informazioni da includere nella <b>seconda</b> sezione della relazione sulla remunerazione <del>prevista dal comma 4</del> <b>in materia di compensi corrisposti, tenuto conto di quanto previsto dall'articolo 9-ter della direttiva 2007/36/CE.</b> La Consob può:</p> <p>a) individuare i dirigenti con responsabilità strategiche per i quali le informazioni sono fornite in forma nominativa;</p> <p>b) differenziare il livello di dettaglio delle informazioni in funzione della dimensione della società.</p> <p><i>[8-xx In deroga al voto di cui al comma 6, le piccole e medie imprese, come definite ai sensi dell'articolo 3, paragrafi 2 e 3, della direttiva 2013/34/UE, sottopongono la seconda sezione della relazione ad una discussione in occasione dell'assemblea convocata ai sensi dell'articolo 2364, secondo comma, ovvero dell'articolo 2364-bis, secondo comma, del codice civile, come punto separato all'ordine del giorno. La società illustra nella seconda sezione della relazione come ha tenuto conto della discussione in assemblea svoltasi l'anno precedente.</i></p> <p><b>8-bis. Il soggetto incaricato di effettuare la revisione legale del bilancio verifica l'avvenuta predisposizione da parte degli amministratori della seconda sezione della relazione sulla remunerazione.</b></p> <p><b>8-ter. Rimangono ferme le disposizioni previste in materia di remunerazioni da normative di settore.</b></p>
--	---

## Commento

In generale crediamo che il quadro normativo, costituito da provvedimenti di rango primario, secondario e autodisciplina, abbia dato prova di buon funzionamento e flessibilità e vada il più possibile preservato.

Condividiamo il mantenimento del voto consultivo sulla politica di remunerazione, così esercitando l'opzione prevista dalla direttiva. Scelte analoghe sono state adottate in altri Stati membri (quali la Germania).

Secondo alcune ricerche, fra le proposte di delibera più contestate delle società FTSE MIB e FTSE MID Cap figurano quelle relative alla remunerazione<sup>8</sup>; ciò anche in presenza di un voto consultivo come quello attualmente previsto. La lettura che si può dare a questi dati potrebbe essere quella per cui anche in presenza di un voto non vincolante le *dissenting opinions* degli azionisti non sono ostacolate.

Riteniamo che andrebbe invece modificata la disposizione che prevede la sottoposizione della politica al voto consultivo almeno ogni 3 anni e in ogni caso di modifica in quanto si discosta dalla direttiva che la limita invece al caso di modifiche rilevanti; anche per coerenza con le previsioni in materia di piani di compenso, la sottoposizione della politica all'assemblea andrebbe effettuata solo in caso di modifiche rilevanti<sup>9</sup>. Così è stato aggiunto l'inciso "rilevanti" al comma 3-*bis*.

Lo schema di decreto mantiene l'obbligo di fornire informativa con riguardo ai compensi corrisposti dalle società collegate; anche in questo caso si tratta di *goldplating* in quanto la previsione del TUF, che estese quanto stabilito nella raccomandazione della Commissione europea 2004/913/CE, non è in linea né con la direttiva - per la cui definizione di gruppo rinvia alla direttiva 2013/34/CE<sup>10</sup> - né con la generale disciplina contenuta nel TUF che impone obblighi di varia natura alla società e alle controllate<sup>11</sup> ma non anche alle collegate. Per tale motivo è stato eliminato il riferimento alle collegate al comma 4, lett. b).

Quanto alla domanda contenuta nello schema di decreto circa la possibilità di esercitare l'opzione contenuta nella direttiva di esentare dall'obbligo di voto sulla seconda sezione della relazione le PMI che sottopongano la relazione come punto separato all'ordine del giorno per la discussione in assemblea, crediamo che ciò vada incontro alle esigenze di semplificazione per tali società.

Schema d.lgs. MEF	Proposte Assonime e Confindustria rispetto al TUF vigente
Art. 192- <i>bis</i> <b>(Sanzioni amministrative in tema di informazioni sul governo societario e di</b>	Art. 192- <i>bis</i> <b>(Sanzioni amministrative in tema di informazioni sul governo societario e di</b>

<sup>8</sup> Cfr. *Georgeson 2018 Proxy season review*.

<sup>9</sup> Cfr. documento di consultazione Consob del 23 febbraio 2007, par. 3.2 che così recita: "L'art. 114-*bis*, al primo periodo del comma 1, stabilisce che almeno quindici giorni prima del termine fissato per l'assemblea di approvazione dei piani l'emittente mette a disposizione del pubblico la relazione degli amministratori con le informazioni concernenti i medesimi piani. Tale disposizione si riferisce specificamente alla documentazione da elaborare e mettere a disposizione degli azionisti contenente le informazioni necessarie a consentire una consapevole decisione assembleare. Si ritiene che tale adempimento vada rispettato sia nel caso di prima adozione dei piani sia nel caso della loro sostanziale modifica".

<sup>10</sup> Cfr. art. 9-*ter*, comma 1, lett. c) della direttiva che fa rinvio all'art. 2, punto 11 della direttiva 2013/34/UE che non ricomprende le società collegate.

<sup>11</sup> Si vedano, a mero titolo esemplificativo e non esaustivo, gli artt. 114-*bis* sui piani di compenso a favore di taluni soggetti dell'emittente quotato e delle controllate, 115 sul potere della Consob di assumere informazioni dagli emittenti quotati e dalle società controllate, 150 sui doveri informativi degli amministratori nei confronti del collegio sindacale con riguardo all'attività svolta anche dalle controllate.

<p><b>politica di remunerazione e compensi corrisposti)</b></p> <p>1. Salvo che il fatto costituisca reato, nei confronti delle società quotate nei mercati regolamentati che omettono le comunicazioni prescritte dall'articolo 123-<i>bis</i>, comma 2, lettera <i>a</i>), si applica una delle seguenti sanzioni amministrative:</p> <p>a) una dichiarazione pubblica indicante la persona giuridica responsabile della violazione e la natura della stessa, quando questa sia connotata da scarsa offensività o pericolosità e l'infrazione contestata sia cessata;</p> <p>b) un ordine di eliminare le infrazioni contestate, con eventuale indicazione delle misure da adottare e del termine per l'adempimento, e di astenersi dal ripeterle, quando le infrazioni stesse siano connotate da scarsa offensività o pericolosità;</p> <p>c) una sanzione amministrativa pecuniaria da euro diecimila a euro dieci milioni, ovvero, fino al cinque per cento del fatturato quando tale importo è superiore a euro dieci milioni e il fatturato è determinabile ai sensi dell'articolo 195, comma 1-<i>bis</i>.</p> <p><b>1.1 Alle violazioni delle disposizioni previste dall'articolo 123-<i>ter</i> e delle relative disposizioni attuative si applica la sanzione amministrativa pecuniaria da euro diecimila a euro dieci milioni. In alterativa si applicano le sanzioni previste dal comma 1, lettere <i>a</i>) e <i>b</i>).</b></p> <p>1-<i>bis</i>. Per l'omissione delle comunicazioni e <b>per le altre violazioni</b> indicate ali commai 1 e 1.1, nei casi previsti dall'articolo 190-<i>bis</i>, comma 1, lettera <i>a</i>), salvo che il fatto costituisca reato, nei confronti dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, di direzione o di controllo, nonché del personale, qualora la loro condotta abbia contribuito a determinare l'omissione delle comunicazioni <b>ovvero le violazioni</b> da parte della società o dell'ente, si applica una delle seguenti sanzioni amministrative:</p> <p>a) una dichiarazione pubblica indicante la persona responsabile della violazione e la</p>	<p><b>politica di remunerazione e compensi corrisposti)</b></p> <p>1. Salvo che il fatto costituisca reato, nei confronti delle società quotate nei mercati regolamentati che omettono le comunicazioni prescritte dall'articolo 123-<i>bis</i>, comma 2, lettera <i>a</i>), <b>e la pubblicazione della relazione prevista all'art. 123-<i>ter</i></b> si applica una delle seguenti sanzioni amministrative:</p> <p>a) una dichiarazione pubblica indicante la persona giuridica responsabile della violazione e la natura della stessa, quando questa sia connotata da scarsa offensività o pericolosità e l'infrazione contestata sia cessata;</p> <p>b) un ordine di eliminare le infrazioni contestate, con eventuale indicazione delle misure da adottare e del termine per l'adempimento, e di astenersi dal ripeterle, quando le infrazioni stesse siano connotate da scarsa offensività o pericolosità;</p> <p>c) una sanzione amministrativa pecuniaria da euro diecimila a euro dieci milioni, ovvero, fino al cinque per cento del fatturato quando tale importo è superiore a euro dieci milioni e il fatturato è determinabile ai sensi dell'articolo 195, comma 1-<i>bis</i>.</p> <p><b>1.1 Alle violazioni delle disposizioni previste dall'articolo 123-<i>ter</i>, comma 4 e delle relative disposizioni attuative si applica la sanzione amministrativa pecuniaria da euro diecimila a euro dieci milioni. In alterativa si applicano le sanzioni previste dal comma 1, lettere <i>a</i>) e <i>b</i>).</b></p> <p>(<i>Omissis</i>)</p>
--	--



natura della stessa, quando questa sia connotata da scarsa offensività o pericolosità e l'infrazione contestata sia cessata;

b) un ordine di eliminare le infrazioni contestate, con eventuale indicazione delle misure da adottare e del termine per l'adempimento, e di astenersi dal ripeterle, quando le infrazioni stesse siano connotate da scarsa offensività o pericolosità;

c) una sanzione amministrativa pecuniaria da euro diecimila a euro due milioni.

**1-ter. Alle omissioni delle comunicazioni prescritte dall'articolo 123-bis, comma 2, lettera a) e richiamate dai commi 1 e 1-bis** Si applica l'articolo 187-*quinquiesdecies*, comma 1-*quater*.

1-*quater*. Nei casi di inosservanza dell'ordine di eliminare le infrazioni contestate e di astenersi dal ripeterle, si applica la sanzione amministrativa pecuniaria prevista per la violazione originariamente contestata aumentata fino ad un terzo. Fermo restando quanto previsto per le persone giuridiche nei confronti delle quali è accertata l'inosservanza dell'ordine, si applica la sanzione amministrativa pecuniaria da euro diecimila a euro due milioni nei confronti dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, di direzione o di controllo, nonché del personale, qualora la loro condotta abbia contribuito a determinare l'inosservanza dell'ordine da parte della persona giuridica.

### Commento

Con la trasposizione della direttiva, la relazione sulla remunerazione si arricchisce di contenuti e si responsabilizzano maggiormente gli amministratori che devono sottoporre la relazione sull'informativa dei compensi corrisposti al voto consultivo dell'assemblea<sup>12</sup>.

Lo schema di decreto prevede l'inflizione delle sanzioni amministrative pecuniarie per le violazioni previste dall'art. 123-*ter* e delle disposizioni attuative; la previsione sanzionatoria appare molto ampia e dai contorni indefiniti, in contrasto con i principi di certezza del diritto.

Un così vasto e indefinito potere di *enforcement* rischia: i) di creare un ambiente iper-regolato che può frustare gli stessi obiettivi di trasparenza e; ii) di spostare il *focus* dalla trasparenza alla responsabilità. Ciò tanto più considerato che la sanzione si aggiunge a quella prevista per il collegio sindacale ex art. 149 TUF.

Per tali motivi suggeriamo di riformulare le disposizioni sulle sanzioni sulla remunerazione (cfr. art. 192-*bis*, comma 1.1) per modellarle su quelle già previste per la relazione sul governo societario e gli assetti proprietari al comma 1 del medesimo articolo<sup>13</sup>.

<sup>12</sup> Cfr. considerando 33.

Così le misure sanzionatorie dovrebbero riguardare: i) l'omissione della pubblicazione della relazione sulla remunerazione (cfr. comma 1 dell'art. 192-*bis*, come modificato parti aggiunte in grassetto) e; ii) la violazione delle disposizioni previste dal comma 4 dell'art. 123-*ter* e disposizioni attuative in materia di informativa *ex post* (cfr. comma 1.1. dell'art. 192-*bis*, come modificato, parti aggiunte in grassetto).

In questo modo la Consob potrebbe concentrare la propria azione di vigilanza sugli obblighi di *disclosure* e, in caso di inottemperanza, infliggere le sanzioni previste.

---

<sup>13</sup> Per alcune proposte di armonizzazione nel campo delle sanzioni per la violazione degli obblighi di *disclosure*, si veda K. Sergakis, *The relevance of time in framing the sanctions framework for defective disclosure*, in *European Business Law Review*, 28(3), pp. 331-366.

## OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE

Schema d.lgs MEF	Proposte Assonime e Confindustria rispetto al c.c. vigente
<p>Art. 2391-<i>bis</i> (Operazioni con parti correlate)</p> <p>1. Gli organi di amministrazione delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio adottano, secondo principi generali indicati dalla Consob, regole che assicurano la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate e li rendono noti nella relazione sulla gestione; a tali fini possono farsi assistere da esperti indipendenti, in ragione della natura, del valore o delle caratteristiche dell'operazione.</p> <p>2. I principi di cui al primo comma si applicano alle operazioni realizzate direttamente o per il tramite di società controllate e disciplinano le operazioni stesse in termini di competenza decisionale, di motivazione e di documentazione. L'organo di controllo vigila sull'osservanza delle regole adottate ai sensi del primo comma e ne riferisce nella relazione all'assemblea.</p> <p><b>2-bis. La Consob, nel definire i principi indicati nel primo comma, individua almeno:</b></p> <p><b>a) la definizione di parte correlata in linea con i principi contabili internazionali;</b></p> <p><b>b) le soglie di rilevanza delle operazioni con parti correlate tenendo conto di indici quantitativi. La Consob può individuare anche criteri di rilevanza che tengano conto della natura dell'operazione e della tipologia di parte correlata;</b></p> <p><b>c) regole procedurali e di trasparenza proporzionate rispetto alla rilevanza e alle caratteristiche delle operazioni, alle dimensioni della società ovvero alla tipologia di società che fa ricorso al</b></p>	<p>Art. 2391-<i>bis</i> (Operazioni con parti correlate)</p> <p>1. Gli organi di amministrazione delle società <b>le cui azioni sono quotate su un mercato regolamentato</b> <del>che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio</del> adottano, secondo principi generali indicati dalla Consob, regole che assicurano la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate e li rendono noti nella relazione sulla gestione; a tali fini possono farsi assistere da esperti indipendenti, in ragione della natura, del valore o delle caratteristiche dell'operazione.</p> <p>2. I principi di cui al primo comma si applicano alle operazioni realizzate direttamente o per il tramite di società controllate e disciplinano le operazioni stesse in termini di competenza decisionale, di motivazione e di documentazione. L'organo di controllo vigila sull'osservanza delle regole adottate ai sensi del primo comma e ne riferisce nella relazione all'assemblea.</p> <p><b>2-bis. La Consob, nel definire i principi indicati nel primo comma, individua almeno:</b></p> <p><b>a) la definizione di parte correlata in linea con l'evoluzione dei principi contabili internazionali;</b></p> <p><b>b) le soglie di rilevanza delle operazioni con parti correlate tenendo conto di indici quantitativi. La Consob può individuare anche criteri di rilevanza che tengano conto della natura dell'operazione e della tipologia di parte correlata;</b></p> <p><b>c) regole procedurali e di trasparenza proporzionate rispetto alla rilevanza e alle caratteristiche delle operazioni, alle dimensioni della società ovvero alla tipologia di società;</b></p>

<p><b>mercato del capitale di rischio;</b></p> <p><b>d)</b> i casi in cui gli amministratori, fermo restando quanto previsto dall'articolo 2391, e gli azionisti che siano parti correlate nell'operazione sono tenuti ad astenersi dalla votazione sulla stessa ovvero misure di salvaguardia a tutela dell'interesse della società che consentono ai predetti azionisti di prendere parte alla votazione sull'operazione.</p>	<p><b>d)</b> i casi in cui, in tutto o in parte, in considerazione dei principi di proporzionalità, di equivalenza dei presidi, di esigenze di stabilità, ovvero della mancanza di esigenze di tutela, è consentito alle società di non applicare le regole procedurali e di trasparenza previste ai sensi della lett. c) del presente comma.</p> <p><b>e)</b> i casi in cui gli amministratori, fermo restando quanto previsto dall'articolo 2391, e gli azionisti che siano parti correlate nell'operazione sono tenuti ad astenersi dalla votazione sulla stessa ovvero misure di salvaguardia a tutela dell'interesse della società che consentono ai predetti azionisti di prendere parte alla votazione sull'operazione. <b>Nei menzionati casi di astensione obbligatoria dell'azionista o dell'amministratore parte correlata, la rispettiva partecipazione è computata ai fini del quorum costitutivo ma non di quello deliberativo.</b></p> <p><b>2-ter.</b> Le regole procedurali e di trasparenza di cui alla lett. c) del comma precedente non si applicano alle operazioni ordinarie concluse a condizioni equivalenti a quelle di mercato o standard. L'organo di amministrazione istituisce una procedura interna per la valutazione periodica del rispetto di tali condizioni, alla quale non partecipano le parti correlate.</p> <p><b>3.</b> Gli amministratori che siano controparte di una determinata operazione o siano parte correlata della controparte, fermo restando quanto previsto dall'art. 2391, forniscono agli altri amministratori e al collegio sindacale ogni informazione rilevante per una deliberazione informata dell'operazione con parti correlate e per una corretta applicazione delle regole di cui al comma 1.</p>
---	---

Commento

L'attuale disciplina nazionale delle operazioni con parti correlate è molto avanzata rispetto agli altri Stati membri e appare sostanzialmente in linea con i principi che hanno ispirato le corrispondenti misure contenute nella Direttiva europea. Pertanto, si ritiene opportuno che siano esercitate, in via generale, le opzioni che consentono di valorizzare l'attuale quadro legislativo (art. 2391-*bis* c.c.) e regolamentare (Delibera Consob n. 17221 del 12 marzo 2010, in seguito anche solo "Reg. OPC"), nel rispetto dei criteri di recepimento previsti dal Disegno di Legge di delegazione europea 2018<sup>14</sup> e cioè *"preservando, ove (...) compatibili, i presidi di tutela già previsti dal diritto nazionale e, in particolare, (...) i principi generali di cui all'articolo 2391-bis del codice civile"*, assicurando al contempo l'opportunità di realizzare un quadro nazionale complessivamente efficace, efficiente e coerente con l'esigenza di evitare svantaggi competitivi delle imprese italiane nel mercato europeo.

Al contempo appare evidente come il recepimento della parte della Direttiva che riguarda la disciplina delle operazioni con parti correlate potrà considerarsi completato soltanto in seguito all'adeguato allineamento, ove necessario, della relativa regolamentazione secondaria. L'attuale proposta di modifica della normativa primaria non esaurisce, infatti, tutti gli aspetti disciplinati dalla Direttiva europea, lasciando dunque alla Consob, il compito di circostanziare e dettagliare alcune importanti scelte normative.

A tal fine, si osserva che l'ambito di applicazione oggettivo della Direttiva prevede un regime minimo di trasparenza e di procedure per le operazioni che superano una determinata soglia di rilevanza (cd. operazioni rilevanti). Premesso che dalla proposta di modifica dell'art. 2391-*bis* c.c., come delineata nello schema di decreto, non traspare una chiara limitazione del perimetro oggettivo degli obblighi informativi e procedurali, e in vista degli eventuali emendamenti al Reg. OPC, si ritiene opportuno osservare che il mantenimento di un più ampio ambito di applicazione rispetto a quello delineato dalla Direttiva costituisce un caso di *goldplating*, che necessita come noto di adeguata spiegazione, e non trova eguali nella attuale trasposizione nei principali paesi dell'Unione europea<sup>15</sup>.

Su questo e altri aspetti che possono trovare concreta applicazione anche a livello regolamentare, Assonime e Confindustria si riservano di sviluppare la propria posizione in occasione dell'aggiornamento del Reg. OPC, la cui modifica dovrebbe essere posta in consultazione<sup>16</sup> in seguito alla entrata in vigore del decreto legislativo in commento e completarsi entro i successivi centottanta giorni<sup>17</sup>.

Per quanto riguarda le modifiche proposte alla normativa primaria, su cui verte la presente consultazione, al fine di preservare, in quanto compatibili, i presidi di tutela già previsti dal diritto nazionale e assicurare, al contempo, un quadro nazionale complessivamente efficace, efficiente e coerente con la normativa europea e la sua trasposizione negli altri Stati membri, si formulano le seguenti osservazioni:

- **Ambito di applicazione soggettivo**

Con riferimento alla disciplina degli emittenti, la Direttiva ha un ambito soggettivo limitato alle *"società che hanno la loro 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"* (cfr. art. 1 Direttiva 2007/36/CE). L'attuale disciplina legislativa declina

<sup>14</sup> Ddl attualmente approvato dalle competenti commissioni della Camera e attualmente assegnato alle competenti commissioni del Senato.

<sup>15</sup> Cfr. Francia, dove il *Plan d'Action pour la Croissance et la Transformation des Entreprises* (in seguito anche solo "Pacte") prevede un'unica soglia di rilevanza, qualitativa, al di sopra della quale trovano applicazione gli obblighi informativi e procedurali, salvo esenzioni; Germania, dove l' [Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie, in seguito anche solo "ARUG II"](#) prevede un'unica soglia di rilevanza, quantitativa, al superamento della quale trovano applicazione i relativi obblighi informativi e procedurali, salvo esenzioni.

<sup>16</sup> Cfr. Delibera Consob 5 luglio 2016, n. 19654.

<sup>17</sup> Cfr. art. 7, comma 3, dello Schema di decreto legislativo.

l'intera disciplina delle operazioni con parti correlate alla più ampia categoria delle “*società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*” che, come noto, ricomprende tanto le società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiano o di altri paesi dell'Unione europea quanto le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante. Il mantenimento di un ambito di applicazione soggettivo più ampio rispetto a quello delineato dalla Direttiva costituisce un caso di *goldplating*, che necessita come noto di adeguata spiegazione, e non trova eguali nella attuale trasposizione nei principali paesi dell'Unione europea (cfr. **Francia**: art. 66 del “Pacte”<sup>18</sup> fa riferimento alle sole società quotate su mercato regolamentato, **Germania**: schema di recepimento (cd. ARUG II<sup>19</sup>) fa riferimento alle sole società quotate su mercato regolamentato).

A tal fine si propone di modificare il primo comma dell'art. 2391-bis c.c. per limitare l'ambito di applicazione soggettivo alle sole società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiano o di altri paesi dell'Unione europea.

- **Definizione di parte correlata**

Ai fini della disciplina delle operazioni con parti correlate, la Direttiva europea prevede espressamente che la definizione di parte correlata “*ha lo stesso significato che nei principi contabili internazionali adottati a norma del regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio*” (cfr. art. 1, comma 1, lett. h) Direttiva 2017/828/CE). Il rinvio che la normativa europea fa ai principi contabili internazionali deve essere inteso quale rinvio cd. mobile agli IAS – ed è stato in tal senso inteso dalle prime proposte di trasposizione previste a livello europeo (**Francia e Germania**) – e appare del pari opportuno per assicurare l'allineamento della disciplina delle operazioni con parti correlate alle definizioni di parte correlata utilizzate ai fini della disciplina contabile. Stante la scelta dell'attuale Regolamento OPC di cristallizzare la definizione dello IAS 24 vigente alla data dell'adozione del regolamento, mediante la tecnica del cd. rinvio fisso, si rende opportuno chiarire che, alla luce della nuova disciplina europea, la Consob dovrà dare esecuzione alla delega legislativa contenuta nell'art. 2391-bis, comma 2-bis, lett. a), c.c. facendo riferimento non già ai principi contabili in vigore al momento dell'entrata in vigore delle modifiche del regolamento, ma allo IAS 24 come recepito a livello europeo e, dunque, in costante evoluzione, comprensivo delle eventuali future modifiche a livello internazionale.

A tal fine si propone di modificare il comma 2-bis, lett. a), dell'articolo in commento, per specificare che la definizione di parte correlata debba essere definita dalla Consob secondo i principi del rinvio mobile, ovvero ai principi contabili internazionali in evoluzione.

- **Disciplina delle esenzioni**

Considerata la scelta del Governo di modificare la normativa primaria per dettagliare i criteri per l'esercizio della delega regolamentare alla Consob, che opportunamente valorizzano nella sostanza le scelte adottate dalla Consob nel 2010 a seguito di un proficuo dialogo con il mercato, si ritiene comunque opportuno esplicitare anche i poteri regolamentari della Consob ai fini delle esenzioni dalla disciplina delle operazioni con parti correlate. La Direttiva europea prevede, infatti, due categorie di esenzioni dagli obblighi di trasparenza e procedurali previsti per le operazioni rilevanti: i) una esenzione “di diritto”, salvo diversa scelta degli Stati membri, delle operazioni concluse nell'ordinaria attività e a normali condizioni di mercato e ii) una facoltà per gli Stati membri di esentare o di consentire alle società stesse di esentare alcune tipologie di operazioni. In particolare, questa seconda categoria di esenzioni prevede un nutrito elenco di casi in cui è possibile esentare le operazioni tanto dagli obblighi di trasparenza quanto da quelli procedurali, entrambi previsti dalla disciplina europea.

<sup>18</sup> Cfr. nota 15.

<sup>19</sup> Cfr. nota 15.

A livello comparato, si osserva come, in **Germania**, si propone l'introduzione dell'intero regime di esenzioni e delle relative condizioni già a livello di normativa primaria (si veda in particolare il nuovo § 111a, commi 2 e 3 AktG).

A tal fine si propone di aggiungere ai criteri di delega elencati nel nuovo comma 2-bis dell'art. 2391-bis c.c. tutti i casi di esenzione facoltativa previsti dalla direttiva e di prevedere nel successivo nuovo comma 2-ter l'esenzione per le operazioni ordinarie concluse a condizioni equivalenti a quelle di mercato o standard: ciò si rende opportuno per esercitare la facoltà di scelta che il legislatore europeo rimette agli Stati membri e al contempo di valorizzare il quadro regolamentare esistente che già copre tali ipotesi di esenzione e per assicurare una trasposizione armonizzata della Direttiva anche con riferimento alle scelte legislative operate dagli altri Stati membri.

- **Astensione dell'azionista e dell'amministratore che è parte correlata dell'operazione**

La Direttiva europea prevede che l'azionista o l'amministratore che sono parte correlata non debbano prendere parte alla deliberazione in oggetto. Lo schema di decreto propone di introdurre a livello di normativa primaria un obbligo di astensione dell'azionista e dell'amministratore parte correlate, salvo consentire il voto dell'azionista-parte correlata in presenza di adeguati presidi di salvaguardia. La scelta di optare per l'astensione e non per il più radicale divieto di partecipare alla delibera appare condivisibile, in quanto privilegia l'elemento informativo della riunione assembleare e consiliare, punto cruciale della riforma del 2003 con riferimento alla disciplina degli interessi degli amministratori.

La disposizione della Direttiva è stata interpretata diversamente a livello europeo: in **Germania**, si propone di introdurre il divieto di esercitare il voto tanto per l'azionista quanto per l'amministratore che è parte correlata; in **Francia**, lo schema posto in consultazione propone la non partecipazione dell'azionista/amministratore parte correlata alla deliberazione.

Concentrandosi sulla disciplina dell'amministratore-parte correlata, è necessario notare che tale disposizione introduce una particolare condizione di "astensione obbligatoria" dal voto da parte dell'amministratore *de quo*, che fa riemergere le discussioni sorte, prima della riforma del 2003, sulle "regole di condotta" dell'amministratore interessato e sulle modalità di computo della sua presenza ai fini della determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi delle riunioni consiliari. Premesso che un obbligo di astensione dell'amministratore portatore di un interesse nell'operazione è previsto per alcune specifiche tipologie di enti<sup>20</sup>, le società quotate potrebbero certamente trarre vantaggio da una interpretazione, da fornirsi eventualmente anche in sede regolamentare, circa la disciplina e il trattamento dell'amministratore astenuto "di diritto". In tal senso si auspica che una eventuale interpretazione privilegi una lettura sistematica della norma e valorizzi la prassi ampiamente sostenuta dalla dottrina<sup>21</sup>, in base alla quale l'amministratore che si astiene dal voto per un obbligo di legge è computato ai fini del *quorum* costitutivo e non invece ai fini di quello deliberativo. In caso contrario, l'astensione obbligatoria per un numero significativo di consiglieri potrebbe, infatti, al blocco del processo deliberativo dell'organo amministrativo e il conseguente rischio di precludere l'approvazione della operazione.

A tal fine per maggiore chiarezza e certezza del quadro normativo, si propone di modificare la lett. d) (nuova lett. e) nella colonna a destra, contenente le proposte di revisione di Assonime e Confindustria) per delegare alla Consob anche il compito di

<sup>20</sup> Dopo la riforma del diritto societario del 2003, l'obbligo di astensione del socio e dell'amministratore che abbiano un interesse in conflitto è previsto con riferimento agli intermediari (art. 6, comma 2-*novies*, TUF) e agli enti creditizi.

<sup>21</sup> Si veda *ex multis* F. Bonelli, *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, Milano, 1992, p. 87 ss.

esplicitare le condizioni per la valida costituzione e deliberazione del consiglio di amministrazione in caso di astensione obbligatoria dell'amministratore parte correlata, specificando che la sua partecipazione sarà computata ai fini del *quorum* costitutivo, per la valida riunione del consiglio, mentre non sarà computato ai fini del calcolo del *quorum* deliberativo.

Sempre ai fini di maggiore chiarezza del quadro normativo, si ritiene opportuno che la Consob richiami espressamente tale regole anche per i casi di astensione dell'azionista parte correlata, chiarendo esplicitamente l'applicazione delle regole previste dall'art. 2368, comma 3, c.c., con riferimento all'astensione dell'azionista in conflitto di interessi.

- **Obblighi informativi per gli amministratori correlati**

L'ampiezza della formulazione dell'art. 9-*quater*, comma 4, della Direttiva, consente agli Stati membri di sviluppare un calibrato sistema di procedure per l'approvazione delle operazioni con parti correlate.

Premesso che l'attuale quadro legislativo e regolamentare presenta già un adeguato allineamento con le opzioni di trasposizione della normativa europea, si ritiene opportuno riflettere in merito alla possibilità di rafforzare alcuni obblighi informativi e procedurali per rendere più efficace il quadro normativo applicabile alle operazioni rilevanti, e, al contempo, rendere più efficaci e proporzionate le misure e le eventuali sanzioni che gli Stati membri possono prevedere ai sensi della medesima Direttiva.

A tal fine, si propone di introdurre, a carico degli amministratori che sono parte correlata dell'operazione o comunque correlati alla parte correlata dell'operazione (cfr. definizione a *contrario* di "amministratori non correlati" ex art. 3, comma 1, lett. i) del Reg. OPC) uno specifico obbligo informativo volto ad assicurare ogni informazione rilevante per la corretta applicazione delle procedure e per la approvazione informata dell'operazione. L'introduzione di un obbligo specifico a carico degli amministratori correlati determinerebbe una maggiore responsabilizzazione di tali soggetti nei confronti del *plenum* consiliare, favorendo adeguati e tempestivi flussi informativi e, conseguentemente, gli adempimenti degli obblighi specifici posti a carico degli amministratori indipendenti.

Al contempo, l'introduzione di un obbligo specifico a carico degli amministratori correlati determinerebbe una più incisiva definizione della diligenza professionale con la quale questi sono tenuti ad adempiere ai loro compiti, con un riverbero significativo sull'onere della prova posto a carico dell'amministratore correlato nel caso in cui, in seguito a una operazione con parti correlate dannosa per la società, dovesse essere esperita un'azione di responsabilità sociale nei suoi confronti ex art. 2392 c.c. ss. Una conseguenza che potrebbe considerarsi, anche in assenza di una qualsiasi sanzione amministrativa specifica, una misura efficace, proporzionata e dissuasiva come previsto dalla Direttiva europea.

Anche un'analisi comparata offre qualche spunto in tal senso. La proposta di trasposizione presentata in **Germania**, infatti, attribuisce comunque rilievo agli amministratori correlati, intesi come amministratori che sono parte correlata o che sono legati alla parte correlata dell'operazione: essi non possono far parte, se non in minoranza, del comitato competente a esprimere un parere sulla convenienza e sulla correttezza dell'operazione, mentre, in assenza di un comitato, non possono votare nelle deliberazioni cui sono appunto correlati.

A tal fine si propone di aggiungere un nuovo comma 3 all'art. 2391-*bis* c.c. in base al quale gli amministratori "correlati", fermo restando quanto previsto dall'art. 2391, devono fornire agli altri amministratori e al collegio sindacale ogni informazione rilevante per una deliberazione informata dell'operazione con parti correlate e per una corretta applicazione



delle regole procedurali e di trasparenza.

Schema d.lgs MEF	Proposte Assonime e Confindustria rispetto al TUF vigente
<p><b>Nuovo Art. 192-quinquies</b> <i>(Sanzioni amministrative in tema di operazioni con parti correlate)</i></p> <p><b>1. Nei confronti delle società quotate nei mercati regolamentati che violano l'articolo 2391-bis del codice civile e le relative disposizioni di attuazione, si applica una sanzione amministrativa pecuniaria da euro diecimila a euro dieci milioni.</b></p> <p><b>2. Nei confronti dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione e di direzione si applica, nei casi previsti dall'articolo 190-bis, comma 1, lettera a), una sanzione amministrativa pecuniaria da euro diecimila a euro un milione e cinquecentomila.</b></p>	<p><b>Nuovo Art. 192-quinquies</b> <i>(Sanzioni amministrative in tema di operazioni con parti correlate)</i></p> <p><b>1. Nei confronti dei soggetti tenuti agli obblighi di informazione previsti dall'art. 2391-bis, comma 3, c.c. si applica, nei casi previsti dall'articolo 190-bis, comma 1, lettera a), una sanzione amministrativa pecuniaria da euro duemilacinquecento a euro un milione e cinquecentomila.</b></p>

## Commento

L'art. 14-ter della Direttiva europea prevede che gli Stati membri stabiliscono le norme relative alle misure e alle sanzioni applicabili in caso di violazione delle disposizioni nazionali adottate in attuazione della presente direttiva e adottano tutti i provvedimenti necessari per assicurarne l'applicazione. Tali misure e sanzioni devono essere efficaci, proporzionate e dissuasive.

La novità più significativa dello schema di decreto in materia di operazioni con parti correlate riguarda proprio l'introduzione di uno specifico regime sanzionatorio per la violazione di tale disciplina in capo sia alla società quotate sia ai soggetti che svolgono funzioni di amministrazione e direzione: una proposta che estende notevolmente i poteri sanzionatori della Consob in tale materia, per aggiungersi all'attuale sistema sanzionatorio che già consente di sanzionare i componenti degli organi di controllo per violazione degli obblighi di vigilanza ex art. 149 TUF e le società stesse per la violazione delle regole di trasparenza.

### • Sanzione verso la società

Con riferimento al primo comma del nuovo art. 192-quinquies TUF si osservano due principali criticità. In primo luogo, la previsione di una sanzione in capo alla società per violazione della disciplina delle operazioni con parti correlate appare inopportuna per due ordini di ragioni: la violazione degli obblighi di trasparenza è già soggetta al potere sanzionatorio della Consob, mentre la violazione degli obblighi procedurali presenta un'eccessiva genericità e ampiezza che risultano di per sé contrarie tanto al parametro di proporzionalità indicato dalla Direttiva quanto al più generale principio di certezza del diritto. In secondo luogo, la sanzione prevista si sovrappone, almeno in parte, alla sanzionabilità della società per la violazione degli obblighi informativi.

Si propone pertanto l'eliminazione dell'art. 192-quinquies, comma 1, TUF o, in subordine, di circoscrivere la responsabilità dell'ente soltanto alla violazione degli obblighi

informativi.

• **Sanzione verso gli amministratori**

L'attuale sistema sanzionatorio ha evidenziato la responsabilità dei componenti dell'organo di controllo a fronte di una sostanziale impossibilità, per la Consob, di poter esercitare un potere sanzionatorio nei confronti degli amministratori.

Il comma 2 dell'art. 192-*quinquies*, TUF, rappresenta un'importante novità in quanto introduce espressi poteri sanzionatori della Consob verso gli amministratori e i dirigenti della società per la violazione della disciplina delle operazioni con parti correlate.

Si tratta di una novità che assume particolare rilievo e merita un adeguato approfondimento, visti anche gli evidenti effetti potenzialmente distorsivi sul sistema di incentivi per gli amministratori indipendenti, cui l'attuale Reg. OPC attribuisce un ruolo fondamentale soprattutto nelle operazioni più significative. L'ampiezza dei margini di discrezionalità che la Consob potrebbe esercitare nel darvi attuazione e l'assenza nel nostro ordinamento di un chiaro riconoscimento della *business judgement rule*, potrebbe avere l'effetto contrario di disincentivare l'assunzione di rischi da parte degli amministratori indipendenti e non correlati, al momento unici destinatari di specifici compiti ai fini della disciplina.

La proposta legislativa sulla sanzionabilità degli amministratori presenta significative criticità, sia in merito alla legittimità della delega legislativa alla Consob, sia con riferimento all'effettiva difficoltà che potrebbe derivare dalla concreta applicazione del citato potere sanzionatorio.

Con riferimento alla legittimità della proposta normativa, si osserva che:

- La tecnica legislativa pone un primo problema di ordine generale circa la legittimità di una norma primaria talmente ampia da rappresentare, in sostanza, un rinvio in bianco alla stessa Consob per la definizione delle regole alla cui violazione è legato l'esercizio del relativo potere sanzionatorio; in tal senso la norma offre inopportunitamente alla Consob il potere di definire, di fatto, autonomamente e con amplissimi margini di discrezionalità quei limiti che il legislatore dovrebbe porre all'esercizio del potere amministrativo.
- L'ampiezza della norma oggetto di violazione appare nettamente in contrasto con i principi di proporzionalità previsti dalla medesima Direttiva e recepiti nell'attuale Disegno di Legge di delegazione europea 2018<sup>22</sup> che, al pari del testo europeo, consente di prevedere "*sanzioni amministrative efficaci, proporzionate e dissuasive*".

Con riferimento alla concreta difficoltà dell'esercizio del potere sanzionatorio in relazione alla disciplina delle operazioni con parti correlate, si osserva che:

- Un così ampio potere sanzionatorio applicato agli obblighi procedurali previsti dalla disciplina delle operazioni con parti correlate fa emergere la difficoltà di stabilire l'esatta linea di confine oltre la quale la Consob non può sindacare il merito della valutazione circa la convenienza dell'operazione (elemento valutativo oggetto del parere degli amministratori che compongono il comitato opc) e che contribuisce evidentemente all'incertezza nell'esercizio del relativo potere sanzionatorio.

A tal fine, considerando le criticità riscontrate sopra e comprendendo le ragioni del legislatore nell'opportunità di valutare un adeguato ed efficace sistema per assicurare l'applicazione della disciplina delle operazioni con parti correlate, si propone, da un lato,

<sup>22</sup> Ddl attualmente approvato dalle competenti commissioni della Camera e attualmente assegnato alle competenti commissioni del Senato.

di introdurre uno specifico obbligo di trasparenza e di informazione in capo agli amministratori cd. correlati (v. modifiche proposte all'art. 2391-bis, nuovo comma 3, c.c.) e, dall'altro, di collegare a tale obbligo l'esercizio dei poteri sanzionatorio della Consob come proposto nella modifica al comma 2 dell'art. 192-*quinquies*, TUF.

Ciò consente di circostanziare tanto l'ambito di applicazione soggettivo (amministratori correlati) quanto l'ambito di applicazione oggettivo (violazione obbligo ex art. 2391-*bis* c.c.), introducendo una chiara indicazione, a livello di norma primaria, di una regola di condotta in capo agli amministratori che sono di fatto portatori di un interesse potenzialmente in conflitto con quello della società, definendo così il perimetro entro il quale è esercitabile il potere sanzionatorio della Consob. Al contempo, la previsione di regole di condotta specifiche e della relativa soggezione al potere sanzionatorio della Consob in capo all'amministratore correlato, consente di concentrare la vigilanza della Consob sulla figura centrale delle operazioni con parti correlate: la correttezza della condotta dell'amministratore correlato svolge, infatti, un ruolo fondamentale per assicurare adeguata informativa nei confronti dell'organo competente a deliberare sull'operazione, che rappresenta a sua volta il presupposto necessario per un'effettiva valutazione della correttezza sostanziale e procedurale dell'operazione.

Si osserva inoltre che la pena edittale, anche in ragione del floor previsto dalla Disegno di Legge di delegazione europea 2018 (pari a 2,500 euro), potrebbe essere ridotta a tale soglia.

## DIRITTO DI PORRE DOMANDE

Schema d.lgs MEF	Proposte Assonime e Confindustria rispetto al TUF vigente
<p><u>Art. 127-ter</u> (Diritto di porre domande prima dell'assemblea)</p> <p>1. Coloro ai quali spetta il diritto di voto possono porre domande sulle materie all'ordine del giorno anche prima dell'assemblea. Alle domande pervenute prima dell'assemblea è data risposta al più tardi durante la stessa. La società può fornire una risposta unitaria alle domande aventi lo stesso contenuto.</p> <p>1-bis. L'avviso di convocazione indica il termine entro il quale le domande poste prima dell'assemblea devono pervenire alla società. Il termine non può essere anteriore a tre giorni precedenti la data dell'assemblea in prima o unica convocazione, ovvero <b>alla data indicata nell'articolo 83-sexies, comma 2</b> a cinque giorni qualora l'avviso di convocazione preveda che la società fornisca, prima dell'assemblea, una risposta alle domande pervenute. <b>In tal caso le risposte sono fornite almeno due giorni prima dell'assemblea anche mediante pubblicazione in una apposita sezione del sito Internet della società. La titolarità del diritto di voto può essere attestata anche successivamente all'invio delle domande purché entro il termine di pubblicazione delle risposte previsto nell'avviso di convocazione ovvero almeno due giorni prima dell'assemblea.</b></p> <p>2. Non è dovuta una risposta, neppure in assemblea, alle domande poste prima della stessa, quando le informazioni richieste siano già disponibili in formato "domanda e</p>	<p><u>Art. 127-ter</u> (Diritto di porre domande prima dell'assemblea)</p> <p>1. Coloro ai quali spetta il diritto di voto possono porre domande sulle materie all'ordine del giorno anche prima dell'assemblea. Alle domande pervenute prima dell'assemblea è data risposta al più tardi durante la stessa, <b>anche mediante pubblicazione in una apposita sezione del sito Internet della società.</b> La società può fornire una risposta unitaria alle domande aventi lo stesso contenuto.</p> <p>1-bis. L'avviso di convocazione indica il termine entro il quale le domande poste prima dell'assemblea devono pervenire alla società. Il termine non può essere anteriore a tre giorni precedenti la data dell'assemblea in prima o unica convocazione, ovvero <b>alla data indicata nell'articolo 83-sexies, comma 2</b> a cinque giorni qualora l'avviso di convocazione preveda che la società fornisca, prima dell'assemblea, una risposta alle domande pervenute. <b>In tal caso le risposte sono fornite almeno due giorni prima dell'assemblea anche mediante pubblicazione in una apposita sezione del sito Internet della società. La titolarità del diritto di voto può essere attestata anche successivamente all'invio delle domande purché entro il giorno precedente l'assemblea o l'eventuale termine di pubblicazione delle risposte previsto nell'avviso di convocazione.</b></p> <p><b>1-ter. Le società possono prevedere che le domande in assemblea possono essere poste solo dai soci che detengono una partecipazione minima di 1000 azioni.</b></p> <p>2. Non è dovuta una risposta, neppure in assemblea, alle domande poste prima della stessa, quando le informazioni richieste siano già disponibili in formato "domanda e</p>

<p>risposta" nella sezione del sito Internet della società indicata nel comma 1-<i>bis</i> ovvero quando la risposta sia stata pubblicata ai sensi del medesimo comma.</p> <p>3. Si considera fornita in assemblea la risposta in formato cartaceo messa a disposizione all'inizio dell'adunanza, di ciascuno degli aventi diritto al voto.</p>	<p>risposta" nella sezione del sito Internet della società indicata nel comma 1-<i>bis</i> ovvero quando la risposta sia stata pubblicata ai sensi del medesimo comma.</p> <p>3. Si considera fornita in assemblea la risposta in formato cartaceo messa a disposizione all'inizio dell'adunanza, di ciascuno degli aventi diritto al voto.</p>
<p><b>Art. 7 dello schema di d.lgs. (Disposizioni finali)</b></p> <p>1. Il presente decreto entra in vigore il 10 giugno 2019.</p> <p>2. In deroga al comma 1:</p> <p>(<i>Omissis</i>)</p> <p>c) l'articolo 3, comma 5, si applica alle assemblee il cui avviso di convocazione sia pubblicato <b>decorsi dodici mesi dalla data di entrata in vigore del presente decreto legislativo, come indicata al comma 1;</b></p> <p>(<i>Omissis</i>)</p>	<p><b>Art. 7 dello schema di d.lgs. (Disposizioni finali)</b></p> <p>1. Il presente decreto entra in vigore il 10 giugno 2019.</p> <p>2. In deroga al comma 1:</p> <p>(<i>Omissis</i>)</p> <p>c) l'articolo 3, comma 5, si applica alle assemblee il cui avviso di convocazione sia pubblicato <b>a decorrere dal 1° gennaio 2020.</b></p> <p>(<i>Omissis</i>)</p>

### Commento

Si condivide la previsione di un unico termine entro il quale le domande poste prima dell'assemblea devono arrivare alla società e che tale termine non sia anteriore alla *record date* (settimo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea). L'intervento risponde ad un'apprezzabile prospettiva di semplificazione e risponde alle esigenze organizzative delle società che possono ricevere, in prossimità dell'assemblea, un elevato numero di domande.

La nuova formulazione del comma 1-*bis* non è chiara e non sembra coordinarsi con il comma 1, ai sensi del quale la società è tenuta a rispondere al più tardi entro l'assemblea, ravvisando in questa tempistica un'adequata tutela del diritto di informazione del socio.

Si propone quindi di chiarire che la società è tenuta a rispondere alle domande al più tardi in assemblea, anche mediante pubblicazione in una apposita sezione del sito Internet della società.

Nulla impedisce alla società di impegnarsi a rispondere anche prima dell'assemblea, indicando il relativo termine nell'avviso di convocazione. Una previsione in tal senso potrebbe anche essere inserita nello statuto, qualora la società ritenesse opportuno regolamentare in quella sede lo svolgimento anche della fase pre-assembleare o qualora una proposta in tal senso provenisse da minoranze organizzate e fosse deliberata dall'assemblea straordinaria.

Nella medesima prospettiva di semplificazione degli adempimenti, si condivide la previsione della possibilità di attestare la titolarità del diritto di voto successivamente all'invio della

domanda, prevista al comma 1-*bis*. Si ritiene tuttavia necessario che il termine per l'attestazione tardiva sia precedente di almeno 1 giorno a quello previsto per l'assemblea o per il diverso termine di pubblicazione delle risposte eventualmente previsto dalla società al fine di non impegnare inutilmente la società a rispondere qualora l'attestazione non pervenga affatto o non pervenga in tempo utile.

Con la previsione di un nuovo comma 1-*ter* all'art. 127-*ter*, si propone di consentire alle società di limitare il diritto dei soci di porre domande in assemblea in relazione al numero di azioni possedute non inferiore a una determinata soglia; tale soglia può essere individuata dalla legge – nelle proposte di modifica suggeriamo la soglia di 1000 azioni – o dalla Consob. La finalità della proposta è quella di legare l'esercizio del diritto a un minimo di significatività della partecipazione, per scoraggiare fenomeni di mero disturbo assembleare. Si tratterebbe di una 'compressione' limitata del diritto di porre domande considerato che rimane fermo il diritto di ogni socio di porre domande prima dell'assemblea e comunque giustificata da esigenze organizzative e di corretto svolgimento dell'assemblea. La proposta appare in linea con alcune soluzioni adottate in altri Stati Membri. Si pensi alla legge spagnola che vincola la partecipazione all'assemblea al possesso di un minimo di azioni.

La necessità di un intervento correttivo in tal senso nasce dall'esperienza pratica. Negli ultimi anni si è constatato un uso spesso pretestuoso del diritto di porre domande da parte di alcuni azionisti, principalmente legato a fenomeni di disturbo assembleare. In particolare, si è riscontrato un numero elevato di domande inviate in prossimità dell'assemblea; l'invio di domande 'fotocopia' a più società; la bassissima significatività, in termini percentuali, della partecipazione azionaria del socio che ha posto le domande, sia in assemblea sia prima dell'assemblea.

La disposizione transitoria di cui all'art. 7, comma 2, lett. c) dello schema di decreto legislativo di recepimento della Direttiva (UE) 2017/828 attualmente in consultazione rischia di procrastinare eccessivamente l'entrata in vigore di una modifica – quella sul diritto di porre domande – che ha un impatto pratico rilevante per gli emittenti. Sugeriamo pertanto di abbreviare tale termine e di prevedere l'applicazione del 'nuovo' art. 127-*ter* alle assemblee il cui avviso di convocazione sia pubblicato a decorrere dal 1° gennaio 2020.