

## Osservazioni allo schema di Decreto legislativo per l'attuazione della Direttiva UE 2017/828 (Shareholder Rights Directive II)

Spett.le Ministero dell'Economia e delle Finanze  
Dipartimento del Tesoro  
Ufficio VII – Direzione IV  
Invio tramite email: dt.direzione4.ufficio7@mef.gov.it

### Premessa

Frontis Governance di Sergio Carbonara è il primo, e finora unico, consulente in materia di voto (più comunemente noto come *proxy advisor*) basato in Italia e focalizzato sul mercato nazionale. Partner del network ECGS (Expert Corporate Governance Service Ltd.), esclusivamente composto da esperti locali ed indipendenti, Frontis Governance fornisce ricerche altamente specialistiche sulla corporate governance e raccomandazioni di voto assembleare. Altri partners europei del network ECGS sono Proxinvest (Managing Member – Francia), Corporance (Spagna), DSW (Germania), Ethos (Svizzera), Minerva Analytics (Gran Bretagna) e VIRV Solutions (Olanda). Essendo l'unico *proxy advisor* residente o con una sede operativa in Italia, di fatto Frontis Governance sarà l'unico consulente in materia di voto regolato dalla nuova normativa e soggetto alla vigilanza di Consob (come previsto dalle modifiche al TUF proposte nello schema di Decreto).

In occasione della consultazione pubblica lanciata nel 2017 dal Best Practice Principles Group ("BPPG"), un gruppo composto dai principali *proxy advisors* mondiali, Frontis Governance ha comunicato pubblicamente la propria decisione di non sottoscrivere i principi di condotta di cui si è dotato il settore. Tale scelta è stata presa nonostante Frontis Governance rispetti tutti i Best Practice Principles ("qualità dei servizi", "gestione dei conflitti di interesse" e "politica di comunicazione") sia in termini di trasparenza che nella conduzione operativa dell'attività. Preme anzi sottolineare come Frontis Governance ed ECGS vadano decisamente oltre i Best Practice Principles, sia in tema di trasparenza, in quanto rendono disponibili al pubblico tutti gli indirizzi di voto raccomandati in ciascun anno solare, che di gestione dei conflitti di interesse, attraverso il divieto contrattuale per tutti i partners di fornire servizi di consulenza agli emittenti rientranti nel proprio universo di analisi. La decisione di Frontis Governance di non aderire al codice di autodisciplina non è stata quindi mossa dalla non osservanza dei Principi, ma dalla ravvisata necessità di una posizione più restrittiva in tema di conflitti di interesse, che raccomandasse di evitare l'offerta di servizi di consulenza alle società quotate per le quali il *proxy advisor* stesso emette le raccomandazioni di voto assembleare.

### Commenti allo schema di Decreto legislativo

Frontis Governance accoglie molto favorevolmente l'iniziativa regolamentare del Parlamento Europeo e del Consiglio, che mira ad aumentare la trasparenza nel processo di voto assembleare e a stimolare un approccio all'investimento più consapevole e di lungo termine da parte degli investitori istituzionali. Riteniamo, inoltre, che una maggiore regolamentazione europea e nazionale di tutti i soggetti che operano nel processo di voto assembleare e, più in generale, nel dialogo tra emittenti ed azionisti, possa stimolare lo sviluppo di professionalità specifiche a livello locale, contribuendo ad una maggiore e più equa concorrenza. Riteniamo infatti che la più ampia garanzia di qualità delle analisi possa essere fornita da una presenza locale nei mercati di riferimento, che consenta non solo lo sviluppo di competenze specifiche ma anche una più immediata e

proficua interazione con emittenti ed azionisti. Questo è lo spirito che ha portato alla nascita di Frontis Governance e che guida l'attività di tutti i partners del network ECGS.

Nonostante il generale apprezzamento, dispiace constatare come il documento di consultazione sullo schema di Decreto non riporti alcuna motivazione sulle scelte effettuate, sia laddove la Direttiva consente differenti opzioni sia nei casi non trattati dalla Direttiva stessa. In particolare, sarebbe stato utile conoscere i motivi per cui in alcuni casi lo schema di Decreto sembra aver optato per soluzioni estreme: particolarmente *soft* in tema di identificazione degli azionisti (optando per la soglia massima di possesso) e voto sulle remunerazioni (voto non vincolante almeno ogni 3 anni), ma particolarmente stringenti per i consulenti in materia di voto (assoggettati ai poteri di richiesta di informazioni e di ispezione di Consob, che non sono previsti dalla Direttiva) ed il lato investitori in generale (con la previsione di sanzioni pecuniarie decisamente sproporzionate rispetto alle violazioni ed a quanto previsto da altre norme).

Di seguito sono riportati i commenti ad alcune modifiche proposte allo schema di Decreto, elencati in ordine di articolo. Per ciascun commento è riportata dapprima la motivazione e poi, in un box evidenziato, la proposta di Frontis Governance.

### **Art 2.3, modifiche all'art. 83-duodecies del TUF (identificazione degli azionisti)**

Nello schema di Decreto si è deciso di applicare la soglia più elevata prevista dalla Direttiva per l'identificazione degli azionisti (0,5% del capitale). Data l'elevata dispersione dell'azionariato delle società quotate, tale soglia è superata solo da un numero ristretto di azionisti, che spesso rappresentano in aggregato una porzione decisamente minoritaria del capitale. Limitare l'obbligo di comunicazione da parte degli intermediari solo per gli azionisti con oltre lo 0,5% del capitale rischierebbe quindi di diluire enormemente la portata della norma, rendendo di fatto poco utile ed inefficiente l'esercizio di identificazione ai fini della facilitazione della comunicazione con gli azionisti, fatti salvo solo i più grandi e probabilmente già ampiamente noti all'azienda.

Inoltre, il generico riferimento agli azionisti che detengono oltre lo 0,5% del capitale potrebbe generare confusione nel caso di società di gestione ed investitori istituzionali che detengono il titolo in diversi portafogli: alcuni intermediari potrebbero infatti considerare come "azionista" il singolo fondo gestito da una SGR, che peraltro è soggetto giuridicamente indipendente dalla società di gestione, senza prendere in considerazione il totale di diritti di voto controllati dal gestore attraverso molteplici fondi. La Direttiva fa infatti riferimento al codice LEI (*Legal Entity Identifier*) per l'identificazione dell'azionista, non richiamato dallo schema di Decreto, che è differente per ciascun fondo gestito dalla medesima SGR. Occorre poi considerare la metodologia di identificazione, che deve necessariamente passare attraverso la catena dei depositari, a partire dal depositario centrale (Monte Titoli), che comunicherà i depositari aderenti (per lo più italiani), che a loro volta comunicheranno i depositari globali (*global custodians*), fino ad arrivare ai depositari locali degli investitori, gli *asset managers* ed infine agli aventi diritto (*asset owners*, che dovrebbero essere l'oggetto finale del processo di identificazione). Gli investitori istituzionali, sia *asset managers* (gestori) che *asset owners* (titolari del diritto), potrebbero detenere le azioni attraverso più depositari, per cui l'intero processo di identificazione si fermerebbe a livello del singolo depositario (aderente a Monte Titoli, *global custodian* o depositario locale dell'investitore) presso cui non fossero depositati in aggregato titoli pari ad almeno lo 0,5% del capitale.

La previsione di un minimo di possesso azionario per l'identificazione mal si sposa poi con le norme relative all'aggiornamento del libro soci, in occasione della distribuzione del dividendo, e soprattutto con il livello di

dettaglio degli azionisti votanti riportato nei verbali assembleari, oltre a porre un discrimine nel diritto di informazione tra grandi e piccoli azionisti.

*Onde evitare di rendere pressoché inutile lo strumento dell'identificazione, ed allinearsi allo spirito della Direttiva di favorire un dialogo continuo tra emittenti ed azionisti e consolidare un rapporto di lungo termine, si suggerisce quindi di eliminare la soglia del capitale detenuto, e di sostituire il termine "azionista" con "titolare dei diritti relativi agli strumenti finanziari".*

### **Art 3.1, modifiche all'art. 123-ter del TUF (voto sulle politiche di remunerazione ed i compensi corrisposti)**

Nello schema di Decreto si è deciso di optare per la soluzione più *soft* offerta dalla Direttiva in tema di votazione su politiche di remunerazione e compensi corrisposti nell'esercizio precedente, venendo probabilmente incontro agli interessi degli emittenti più che a quelli degli azionisti di minoranza. Si è infatti deciso di continuare a sottoporre la politica al giudizio non vincolante degli azionisti almeno una volta ogni 3 anni, contro il voto consultivo annuale in vigore. Come previsto dalla Direttiva, l'assemblea dovrà esprimersi, sempre in maniera non vincolante, ogni volta sia prevista una modifica alla politica approvata. La politica non approvata dovrà essere rivista e sottoposta nuovamente a voto consultivo al più tardi alla successiva assemblea annuale. Sempre in linea con il dettato della Direttiva, l'assemblea annuale sarà chiamata ad esprimersi, sempre con voto non vincolante, sui compensi corrisposti nell'esercizio precedente.

Attualmente gli azionisti hanno la possibilità di esprimersi ogni anno, con voto consultivo, sulla politica riportata nella prima sezione della relazione sulle remunerazioni. Seppure il voto sia riferito esclusivamente alla politica, dall'osservazione del comportamento degli investitori istituzionali e dei *proxy advisors* risulta chiaro che la decisione di voto non prescinde dall'analisi anche di come tale politica, se non modificata, sia stata applicata negli esercizi precedenti (seconda sezione della relazione). Appare quindi evidente che mantenere un voto consultivo sulla politica, seppure triennale, accompagnato da un voto consultivo annuale sui compensi corrisposti, non produrrebbe alcuna modifica nella pratica.

Inoltre, non è chiaro cosa accadrebbe in caso di rigetto da parte dell'assemblea anche di un'eventuale revisione di una politica già bocciata. Per cui si ravvede il rischio che, in assenza di un voto non vincolante, una politica bocciata anche due volte dagli azionisti sarebbe comunque in vigore per un altro anno, fino all'assemblea di bilancio successiva, senza che il voto degli azionisti possa avere un reale effetto sulle pratiche aziendali.

*Al fine di rafforzare il presidio degli azionisti su un tema così rilevante e delicato per l'allineamento degli interessi del management con la creazione di valore sostenibile nel lungo periodo, si propone quindi di prevedere un voto vincolante sulla politica di remunerazione, almeno ogni 3 anni e ad ogni modifica, così come appare raccomandato dalla Direttiva (che prevede il voto consultivo come seconda opzione). Il voto vincolante è stato peraltro già implementato in alcuni mercati europei, come la Gran Bretagna (dal 2013) e la Spagna (dal 2015), producendo effetti positivi sulla trasparenza e l'allineamento tra compensi e risultati aziendali<sup>1</sup>.*

<sup>1</sup> Come dimostrato dal paper 'Say-on-Pay', *Binding Votes and the Vesting Ratios of Performance Equity*, pubblicato nel gennaio 2018 da Trevor Buck (Adam Smith Business School, Glasgow University), Ian Gregory-Smith (University of Sheffield), Rodion Skovoroda e Alistair Bruce (Nottingham University Business School), in cui si evidenzia come la correlazione tra incentivi maturati e performance aziendali sia migliorata mediamente del 73% dopo l'introduzione del voto vincolante sulle politiche di remunerazione in Gran Bretagna. [https://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db\\_name=RESConf2018&paper\\_id=890](https://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db_name=RESConf2018&paper_id=890)

Lo schema di Decreto sembra andare maggiormente incontro alle esigenze degli emittenti piuttosto che a quelle degli azionisti di minoranza anche con riferimento alle piccole e medie imprese (PMI), prevedendo che queste società sottopongano la seconda sezione della relazione (compensi corrisposti nell'esercizio precedente) ad una semplice discussione assembleare, eliminando quindi il voto degli azionisti. Lo schema prevede poi che la società illustri nella relazione sulla remunerazione come si è tenuto conto della discussione svoltasi nell'assemblea dell'anno precedente. In questo modo verrebbe meno qualsiasi contributo degli azionisti votanti tramite delega, che rappresentano la quasi totalità degli investitori istituzionali, e che non possono ovviamente partecipare alla discussione, se non attraverso un voto favorevole o contrario.

*Si propone quindi di non esercitare l'opzione consentita dalla Direttiva in tema di PMI e di prevedere anche per tali emittenti un voto annuale non vincolante sulla seconda sezione della relazione sulle remunerazioni (compensi corrisposti nell'esercizio precedente).*

Infine, il nuovo comma 8-bis dell'articolo 123-ter del TUF prevede che il revisore verifichi esclusivamente l'avvenuta predisposizione della seconda sezione della relazione sulla remunerazione, senza prevedere un controllo anche sull'aderenza del contenuto di tale sezione con le informazioni richieste dalla normativa.

*Al fine di rendere il testo del Decreto maggiormente allineato con quello della Direttiva, e prevedere un controllo effettivo da parte della società di revisione sul rispetto delle norme, si propone di integrare il nuovo comma 8-bis dell'articolo 123-ter del TUF con il seguente testo: "e che siano state fornite le informazioni richieste dal presente articolo". Parimenti, si propone di modificare il testo del nuovo comma 1-sexies dell'art. 193 del TUF, prevedendo che la sanzione si applichi al soggetto che ometta di verificare che la relazione sulla remunerazione sia predisposta e contenga le informazioni richieste dall'art. 123-ter.*

### **Art 3.2, nuovo art. 124-quater del TUF (definizione di "consulente in materia di voto").**

Riprendendo la traduzione italiana della Direttiva, lo schema di Decreto definisce i "consulenti in materia di voto" (o *proxy advisors*) esclusivamente come persone giuridiche che forniscono ricerche, consigli o raccomandazioni di voto (traducendo l'inglese *legal person* con "persona giuridica"). Frontis Governance di Sergio Carbonara è l'unico *proxy advisor* residente e/o avente una sede operativa in Italia. Essendo Frontis Governance una ditta individuale, e quindi persona fisica e non persona giuridica, non rientrerebbe nella definizione di "consulente in materia di voto". Se il testo del Decreto rimanesse immutato, occorrerebbe specificare se Frontis Governance, così come qualsiasi altro professionista che volesse offrire questo tipo di consulenza, sarebbe escluso dalla regolamentazione e quindi dalla vigilanza Consob, o se l'esercizio di tale attività sarebbe vietato alle persone fisiche.

*Per evitare eventuali confusioni, eliminare ostacoli alla libera concorrenza e far rientrare nel perimetro della norma tutti i soggetti che intendono offrire tali servizi in maniera professionale, si suggerisce quindi di modificare la definizione di "consulente in materia di voto" sostituendo le parole "una persona giuridica" con "un soggetto" o "un soggetto giuridico". Il generico riferimento a "soggetto" risulterebbe inoltre in linea con altre definizioni adottate dal TUF, come ad esempio all'art. 136 per il promotore della sollecitazione di deleghe.*

### **Art 3.2, nuovo art. 124-septies del TUF (comunicazione sull'applicazione della strategia d'investimento)**

Al comma 3 lo schema di Decreto, così come previsto dalla Direttiva, consente ai gestori di attivi di non comunicare in che modo la loro strategia d'investimento e la relativa attuazione rispettano gli accordi con gli investitori istituzionali e contribuiscono al rendimento a medio e lungo termine dei loro attivi, nel caso in cui tali informazioni siano già a disposizione del pubblico. Tale previsione rischia di favorire la pubblicazione da parte dei gestori di relazioni sull'applicazione di generici principi di buona governance nell'esercizio dei diritti di voto, senza entrare nel dettaglio di come hanno rispettato gli accordi e le politiche di *engagement* di ciascun investitore istituzionale loro cliente.

*Dato che la possibilità di pubblicare generiche relazioni male si concilia con la necessità di adottare politiche di impegno e strategie di investimento basate sulle specifiche esigenze dell'investitore istituzionale, e soprattutto dei suoi aderenti e sottoscrittori, si propone di eliminare il comma 3 del nuovo art. 124-septies, prevedendo quindi che i gestori comunichino sempre individualmente, a ciascun investitore istituzionale loro cliente, in che modo hanno rispettato gli accordi.*

### **Art 3.2, nuovo art. 124-opties e nuovo art. 124-novies del TUF (poteri di vigilanza della Consob sui consulenti in materia di voto)**

Lo schema di Decreto sottopone i consulenti in materia di voto (o *proxy advisors*) alla vigilanza di Consob (art. 124-novies, comma 4), che avrà il potere di richiedere informazioni per sé o per il pubblico e dovrà vigilare sulla correttezza delle informazioni fornite (art. 124-octies, comma 3). In particolare, il nuovo art. 124-octies richiama i poteri di Consob ai sensi degli articoli 114, commi 5 e 6, e 115 del TUF. Con tali previsioni, lo schema di Decreto va ben al di là di quanto richiesto dalla Direttiva, che non cita i poteri ispettivi e di richiesta di informazioni di cui ai richiamati articoli 114 e 115. D'altra parte, tali articoli riguardano informazioni privilegiate relative alla società quotata, la cui mancata comunicazione al pubblico avrebbe un impatto decisamente più rilevante sul corretto funzionamento dei mercati azionari e sulla tutela dei diritti degli azionisti, rispetto alla trasparenza su come sono state definite delle raccomandazioni di voto in assemblea.

*Si propone di eliminare il comma 3 del nuovo art. 124-opties ("Ai consulenti in materia di voto si applicano gli articoli 114, commi 5 e 6, e 115 del presente decreto"). In tal modo, Consob manterrebbe il potere di definire termini e modalità di pubblicazione delle informazioni (nuovo art. 124-novies) e di vigilare sull'effettiva pubblicazione, applicando eventuali sanzioni, ma senza entrare nel merito del contenuto delle comunicazioni e senza i poteri ispettivi e di richiesta di informazioni previsti dagli articoli 114 e 115 del TUF per le informazioni privilegiate.*

### **Art 4.5, nuovo art. 193-bis.1 (sanzioni amministrative in tema di trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto)**

Lo schema di Decreto prevede sanzioni pecuniarie da € 2.500 a € 250.000 per i casi di inosservanza delle norme relative alla trasparenza da parte dei consulenti in materia di voto, gli investitori istituzionali e i gestori di attivi. In particolare, per gli investitori istituzionali ed i gestori di attivi le sanzioni si applicano specificamente alla mancata trasparenza in tema di strategia di *engagement* e l'allineamento della strategia di investimento con gli accordi in tema di *engagement*. Tali sanzioni appaiono particolarmente elevate e

decisamente sproporzionate rispetto a quanto previsto da normative di settore relativamente a violazioni probabilmente più gravi di quelle qui richiamate. Ad esempio, il D. Lgs. n.252 del 2005, che disciplina le forme pensionistiche complementari e che è pure richiamato dallo schema di Decreto in consultazione, all'art. 19-*quater* prevede sanzioni amministrative da € 500 a € 25.000 in caso di violazione delle norme relative alla definizione dei modelli gestionali e dei criteri di investimento (di cui all'art. 6 del medesimo D. Lgs.). Di fatto, se il Decreto oggetto di consultazione non fosse modificato, la sanzione per il fondo pensione che non ha comunicato la propria strategia di impegno sarebbe fino a dieci volte superiore di quella di un fondo che non ha neanche definito i criteri di investimento, o li ha definiti in violazione delle norme.

Occorre poi considerare che una normativa nazionale più stringente e coercitiva rispetto a quanto previsto dalla Direttiva ed in altri mercati europei rischierebbe di soffocare sul nascere lo sviluppo di competenze specifiche locali. Dalla lettura di consultazioni simili avviate in altri Paesi europei, sembra infatti che solo in Olanda sarebbero previste delle sanzioni pecuniarie, peraltro limitate ad € 20.000 (nessun riferimento a sanzioni pecuniarie è stato rilevato al momento in Francia, Germania, Portogallo e Spagna). L'attività dei *proxy advisors* sarebbe quindi decisamente scoraggiata in Italia, sia dai poteri di vigilanza richiamati al nuovo art. 124-*octies* che da potenziali sanzioni decisamente sproporzionate, avvantaggiando esclusivamente i grandi gruppi internazionali, che non avrebbero peraltro alcun incentivo ad investire nel nostro Paese.

*Al fine di armonizzare la normativa italiana con quanto previsto in altri mercati europei, garantire che le sanzioni siano efficaci, proporzionate e dissuasive, così come previsto dall'art. 14-ter della Direttiva 2017/828, e favorire lo sviluppo di competenze specifiche locali, si propone quindi di eliminare la previsione di sanzioni pecuniarie, ritenendo sufficientemente dissuasive le previsioni di cui agli articoli 194-*quater* (Ordine di porre termine alle violazioni) e 194-*septies* (Dichiarazione pubblica). In alternativa, si propone di rivedere gli importi minimo e massimo delle sanzioni, in misura maggiormente proporzionata rispetto a quanto previsto dalle normative di settore (non oltre € 500 per la sanzione minima e non oltre € 25.000 per quella massima).*

Ringraziando per l'opportunità offerta, resto a disposizione per fornire ogni ulteriore chiarimento sulle proposte evidenziate.

Roma, 17 dicembre 2018

**Sergio Carbonara**

Titolare – Frontis Governance

Partner – ECGS

Via Boezio, 6

00193 – Roma

[s.carbonara@frontisgovernance.com](mailto:s.carbonara@frontisgovernance.com)