



*La “ricezione acustica” della direttiva shareholder rights II in Italia.*

*Spunti di riflessione (\*)*

di **FEDERICO RAFFAELE E MARIO MANNA**

**SOMMARIO:** 1. PREMESSA. – 2. LA DIRETTIVA AZIONISTI 2: IL RITORNO DEL LEGISLATORE COMUNITARIO IN TEMA DI SHAREHOLDER ACTIVISM. – 3. DALLA COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE EUROPEA DEL 2003 AL PIANO D’AZIONE DEL 2012: L’ITER VERSO LA SHRD II. – 4. I “NUOVI” OBIETTIVI DELLA DIRETTIVA AZIONISTI 2: I “DOVERI” DEGLI AZIONISTI – 5. L’ETEROGENEO CONTENUTO DELLA SHRD II. – 6. LA DIRETTIVA AZIONISTI 2: UN PROVVEDIMENTO OMNIBUS. – 7. IL RECEPIMENTO DELLA DIRETTIVA AZIONISTI 2 IN ITALIA: UN’OCCASIONE NON SFRUTTATA. – 8. L’ENGAGEMENT DEGLI INVESTITORI PROFESSIONALI. – 9. I PROXY ADVISOR. – 10. L’IDENTIFICAZIONE DEGLI AZIONISTI. – 11. LA REMUNERAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI. – 12. LE OPC. – 13. CONCLUSIONI

## Abstract

The implementation in Italy of the EU Directive no. 2017/828 (so-called Shareholder Rights Directive II), by means of the Legislative Decree no. 49 dated 10 May 2019, meant to encourage the long-term engagement of shareholders of listed companies, by juxtaposing several legal issues with the aim of converging towards a better effectiveness of corporate governance. In particular, a specific focus is devoted to the need for an active and conscious participation of shareholders, favouring the engagement of institutional investors and asset managers. In addition, in order to protect the exercise of the right to vote by shareholders from any conflicts of interest, high standards of transparency on proxy advisors are introduced. Finally, directors’ remuneration and related party transactions are also addressed so as to avoid abuses by the management that could negatively affect the profitability of the company. This article analyses the objectives pursued by the Directive and then focuses on the Italian implementation thereof, showing the lack of consistency between the policy goals pursued and the means actually adopted by the Italian legislator.

**1. Premessa.** Nel 2003 la dottrina ha coniato l’espressione «ricezione acustica» per indicare le (allora) nuove tendenze del diritto societario italiano post-Riforma, largamente ispirate, se non proprio, appunto, “orecchiate”, dal diritto di altri ordinamenti, *in primis* quello nordamericano<sup>1</sup>.

---

\* Sebbene questo lavoro rappresenti la sintesi di riflessioni comuni, i paragrafi 1, 2, 3, 4, 6, 7 e 13 devono attribuirsi a Federico Raffaele, mentre i paragrafi 5, 8, 9, 10, 11 e 12 a Mario Manna. Un ringraziamento va al prof. Eugenio Ruggiero per gli spunti forniti nel corso della redazione di questo contributo.

<sup>1</sup> U. MATTEI, *La riforma del diritto societario italiano. Una nuova ricezione acustica?*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, 615 ss.

Oltre 15 anni dopo, la medesima definizione parrebbe addirittura “riduttiva” per descrivere lo sforzo – infatti inesistente – del legislatore italiano di adattare alle peculiarità del nostro ordinamento l’attuazione, con il d.lgs. 10 maggio 2019, n. 49 (d’ora in avanti anche il “Decreto *Governance*”)<sup>2</sup>, della Direttiva (UE) 2017/828 (c.d. *Shareholder Rights Directive II* o “SHRD II”, d’ora in avanti anche la “Direttiva Azionisti 2”)<sup>3</sup>, che modifica la precedente Direttiva 2007/36/CE (c.d. *Shareholder Rights Directive* o “SHRD I”, d’ora in avanti anche la “Direttiva Azionisti”)<sup>4</sup>.

Se già, come si vedrà più in dettaglio nel prosieguo, la SHRD II è, in fondo, un mosaico normativo che affronta uno spettro di temi tra loro eterogenei, pur complessivamente giustapposti, nel disegno del legislatore europeo, con lo scopo di convergere verso l’efficientamento del governo societario, l’ordinamento italiano si è contraddistinto, a sua volta, per genericità di obiettivi e ambiguità delle soluzioni, distinguendosi per (almeno) due peculiarità a loro modo, e per motivi opposti, “eccentriche” nel panorama comunitario. Per un verso, infatti, in relazione alla maggior parte dei temi oggetto della Direttiva Azionisti 2, si è preferita la via del recepimento (più che “formale”, proprio) “letterale”, appunto traslitterando pressoché *tel quel* il testo del provvedimento europeo nella

---

<sup>2</sup> D.lgs. 10 maggio 2019, n. 49, recante attuazione della Direttiva 2017/828 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2017, che modifica la Direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l’incoraggiamento dell’impegno a lungo termine degli azionisti, in G.U. n. 134 del 10 giugno 2019.

<sup>3</sup> Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2017, che modifica la Direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l’incoraggiamento dell’impegno a lungo termine degli azionisti, in G.U. dell’Unione europea del 20 maggio 2017. Per una recente disamina della Direttiva Azionisti 2, v. *The Shareholder Rights Directive II. A Commentary*, a cura di Birkmose, Sergakis, Cheltenham, Edward Elgar, 2021, *passim*.

<sup>4</sup> Direttiva 2007/36/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell’11 luglio 2007, relativa all’esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate, in G.U. dell’Unione europea del 14 luglio 2007, la quale ha indicato i requisiti necessari per l’esercizio di alcuni diritti dei soci titolari di azioni con diritto di voto relativamente alle assemblee di società aventi sede legale in uno Stato membro, le cui azioni sono ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato ivi situato o operante. Per un complessivo inquadramento della Direttiva Azionisti, v., in luogo di molti, N. ABRIANI, *La direttiva n. 2007/36/CE dell’11 luglio 2007: più tutela agli azionisti di società quotate europee*, in *Riv. dir. impr.*, 2007, 233 ss.; N. ABRIANI, D. SANTOSUOSSO, *La Direttiva relativa all’esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate e il ruolo degli investitori istituzionali nella democrazia azionaria del terzo millennio*, in *RDS*, 2007, 140 ss.; N. CIOCCA, *L’ambito di applicazione della disciplina*, in *I diritti degli azionisti nelle società quotate*, a cura di Ciocca, Marasà, Torino, Giappichelli, 2015, 2 ss.; M. VENTORUZZO, *Approvata la direttiva sui diritti degli azionisti: record date e deleghe di voto*, in *Riv. soc.*, 2007, 1181 ss.

legislazione nazionale (con ciò, però, demandando ad altri soggetti – soprattutto le Autorità di vigilanza e, in ultima istanza, gli stessi operatori del mercato – la concreta definizione del complesso di regole applicabili in merito alle suddette materie in Italia). Per altro verso, lo sforzo maggiore, in termini di attuazione della SHRD II, è stato profuso in relazione ad un aspetto solo marginalmente (ma colpevolmente?) regolato dal legislatore comunitario: quello, cioè, della definizione del regime sanzionatorio applicabile in caso di violazioni della disciplina introdotta con riguardo alle medesime materie<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> Giova ricordare, invero, che, con la L. 25 ottobre 2017, n. 163, recante *Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea*, in G.U. n. 259 del 6 novembre 2017 (la “Legge di Delegazione Europea 2016-2017”), il Parlamento aveva delegato al Governo l'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni della SHRD II. Tuttavia, la Legge di Delegazione Europea 2016-2017 aveva previsto, con riferimento ai principi e ai criteri direttivi per l'attuazione della Direttiva Azionisti 2, l'applicazione del regime di carattere generale disposto dall'art. 32 della L. 24 dicembre 2012, n. 234, recante *Norme generali sulla partecipazione dell'Italia alla formazione e all'attuazione della normativa e delle politiche dell'Unione europea*, in G.U. n. 3 del 4 aprile 2013 (la “Legge 234/2012”), ma non l'indicazione di appositi principi e criteri, specie in ambito sanzionatorio. Proprio sotto tale ultimo profilo, in assenza di previsioni *ad hoc*, tanto nella SHRD II quanto nella Legge di Delegazione Europea 2016-2017, si è dovuto fare riferimento all'applicazione del citato regime di cui all'art. 32 della Legge 234/2012, il quale dispone *in parte qua* che, in caso di irrogazione di sanzioni amministrative, queste debbano consistere nel pagamento di una somma non inferiore a 150 e non superiore a 150.000 euro. Nondimeno, la versione iniziale dello schema di decreto legislativo per l'attuazione della Direttiva Azionisti 2 posto in pubblica consultazione dal Ministero dell'economia e delle finanze (lo “Schema di Decreto”, disponibile presso il sito [http://www.dt.mef.gov.it/it/dipartimento/consultazioni\\_publiche/consultazione\\_direttiva\\_UE\\_2017\\_828.html](http://www.dt.mef.gov.it/it/dipartimento/consultazioni_publiche/consultazione_direttiva_UE_2017_828.html)) contemplava forbici edittali comprese tra minimi e massimi nettamente più elevati rispetto a quelli appena indicati, con un rischio evidente, in caso di approvazione *tel quel*, di incostituzionalità per eccesso di delega delle norme attuative. Consapevole dell'anomalia, il legislatore aveva nel frattempo “avviato il cantiere” della L. 4 ottobre 2019, n. 117, recante *Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea*, in G.U. n. 245 del 18 ottobre 2019 (la “Legge di Delegazione Europea 2018”), che conteneva una “nuova” delega al Governo per l'attuazione della Direttiva Azionisti 2, stavolta puntuale sotto il profilo sanzionatorio, dal momento che venivano contemplati, tra l'altro, limiti edittali compresi tra un minimo di 2.500 ed un massimo di 10 milioni di euro. Tuttavia, l'*iter* di approvazione di tale disegno di legge era ancora pendente alla data del 10 giugno 2019, termine entro il quale, come da prescrizione della SHRD II e della Legge di Delegazione Europea 2016-2017, doveva essere approvato il Decreto *Governance*. Pertanto, nella versione finale del Decreto *Governance*, pressoché tutte le sanzioni amministrative pecuniarie sono state sensibilmente “ritoccate” al ribasso, per riportarle entro la cornice edittale sopra ricordata (150-150.000 euro). Come anticipato, il 4 ottobre 2019 – dunque dopo la pubblicazione del Decreto *Governance* – è stata poi adottata la Legge di Delegazione Europea 2018, nella quale sono stati indicati taluni principi e criteri *ad hoc* per la compiuta attuazione della Direttiva Azionisti 2, tra cui proprio quello relativo alle sanzioni amministrative pecuniarie, che ha previsto massimi edittali molto elevati e, comunque, superiori a quelli del Decreto *Governance*. Sulla base di tale delega, il legislatore, con il D.lgs. 14 luglio 2020, n. 84, recante *Attuazione dell'articolo 7 della Legge di Delegazione Europea 2018*, in G.U. n. 190 del 30 luglio 2020 (il “Decreto 84/2020”) ha nuovamente ritoccato – stavolta al “rialzo” – la propria potestà sanzionatoria in materia, inasprendo radicalmente la

L'effetto congiunto delle due opzioni ordinarie ha creato una contraddizione di fondo nella logica del rapporto tra precetto e sanzione, figlia dell'incertezza nell'adozione delle decisioni di *policy* e della retorica iper-punitiva ormai paradigmatica nella tutela dei mercati finanziari. Da un lato, invero, si è accettata la filosofia della Direttiva Azionisti 2, che, come si vedrà, non si caratterizza per la definizione di obblighi e divieti rigorosi, bensì per la promozione dell'obiettivo di orientare il mercato verso la predisposizione di *social norms* (o norme di indirizzo) comuni e condivise dai vari soggetti, attraverso lo strumento principale della trasparenza<sup>6</sup>. Dall'altro lato, però, nel timore di creare una disomogeneità nel trattamento sanzionatorio di fattispecie "simili" (sotto il profilo del diritto positivo) e di privare i nuovi istituti introdotti dalla SHRD II di un efficace apparato di *enforcement* (dietro il vessillo dell'interesse degli azionisti e del buon funzionamento del mercato nel suo complesso), si è sconfessata la logica predetta, adottando un *modus puniendi* draconiano e scoraggiando la ricerca di *best practice* in virtù della "pesante" minaccia sanzionatoria contemplata<sup>7</sup>.

---

natura afflittiva dell'apparato punitivo ivi previsto e applicando in maniera evidentemente asimmetrica i criteri della Legge di Delegazione Europea 2018, posto che tale intervento legislativo ha allineato al limite superiore previsto nella delega le sanzioni in materia di gestione accentrata, remunerazione e operazioni con parti correlate (d'ora in avanti anche "OPC"), ma, di converso, non ha ridotto al limite inferiore i minimi edittali delle medesime.

<sup>6</sup> V. D. KATELOUZOU, K. SERGAKIS, *Shareholder Stewardship Enforcement*, 2020, disponibile presso il sito <https://ssrn.com/abstract=3564266>; EID., *When Harmonization is Not Enough: Shareholder Stewardship in the European Union*, in *European Business Organization Law Review*, 2021, 1 ss.; K. SERGAKIS, *Legal versus social enforcement of shareholder duties*, in *Enforcing Shareholders' Duties*, a cura di Birkmose, Sergakis, Cheltenham, Edward Elgar, 2019, 128 ss.

<sup>7</sup> Pur dovendo attendere l'approccio repressivo adottato in concreto dalle Autorità di vigilanza, *in primis* la CONSOB, per comprendere se quest'ultima intenda far ricorso ad un uso prudente della dosimetria sanzionatoria autorizzata dal Decreto *Governance*, in funzione di garante dello sviluppo endogeno di una cultura di reciproco controllo tra investitori, emittenti e prestatori di servizi, il rischio di una deriva formalistica e, come detto, iper-punitiva appare fondato, specie tenuto conto che, solo per fare qualche esempio, (i) con riguardo alla trasparenza, quest'ultima è spesso prescritta in relazione alla predisposizione di *policy* e all'adesione a codici di comportamento, fattispecie queste ultime che, comprendendo elementi prevalentemente "qualitativi" (programmatici od organizzativi) sfuggono alle rigorose valutazioni "quantitative" cui si ricorre in sede di aritmetica graduazione della pena; oppure (ii) con riguardo alla casistica divisata in tema di OPC, il riferimento, in senso ampio, alla «complessiva organizzazione» e al «rischio aziendale», a cui la materia delle parti correlate è, in qualche modo, "ontologicamente" connessa e la responsabilità delle persone fisiche legislativamente "ancorata", rende plausibile il pericolo di trasformare l'irrogazione della sanzione in un mero automatismo.

**2. La Direttiva Azionisti 2: il ritorno del legislatore comunitario in tema di *shareholder activism*.** La Direttiva Azionisti 2, con l'espresso obiettivo di incoraggiare l'impegno a lungo termine degli azionisti<sup>8</sup>, ha ad oggetto i "doveri"<sup>9</sup> di costoro (o quantomeno una parte significativa di essi) al fine di individuare una soluzione alle disfunzioni e alle patologie afferenti alla *governance* delle società quotate, acuitesi a far data dalla crisi del credito del 2008. In particolare, puntando sulla necessità di una partecipazione attiva e consapevole degli azionisti alla "vita" degli emittenti quotati, la SHRD II si propone di accrescere l'*engagement*<sup>10</sup> degli investitori istituzionali<sup>11</sup> e degli *asset manager* (o gestori di attivi)<sup>12</sup>.

Al contempo, per assicurare un corretto esercizio del diritto di voto da parte della compagine azionaria, al riparo da eventuali conflitti di interesse, la Direttiva Azionisti 2 mira ad assicurare il rispetto di elevati *standard* di trasparenza anche da parte dei *proxy advisor* (o consulenti in materia di voto)<sup>13</sup>.

---

<sup>8</sup> Cfr. il Considerando (14) della SHRD II.

<sup>9</sup> Si avrà modo di chiarire nel prosieguo l'utilizzo di tale lemma.

<sup>10</sup> Il termine *engagement*, declinato con riferimento agli investitori istituzionali ed ai gestori di attivi, indica l'insieme delle attività compiute da tali soggetti al fine di preservare la sostenibilità dei rispettivi investimenti in un'ottica di lungo periodo, tramite il monitoraggio ed il dialogo con gli emittenti con specifico riguardo ai risultati finanziari, alla *corporate governance* e ai temi della sostenibilità socio-ambientale.

<sup>11</sup> Con l'espressione "investitori istituzionali" si fa genericamente riferimento ai soggetti che investono a titolo professionale per conto di clienti e beneficiari. Rientrano, dunque, nella nozione di "investitori istituzionali", in generale, banche, fondazioni bancarie, fondi pensione, compagnie di assicurazione e riassicurazione. Nella SHRD II gli «investitori istituzionali» vengono così specificamente identificati: «i) un'impresa che svolge attività di assicurazione nel ramo vita [...] e di riassicurazione [...], purché tali attività coprano gli obblighi di assicurazione nel ramo vita [...]; ii) un ente pensionistico aziendale o professionale [...]» (cfr. art. 1, n. 2, lett. e)).

<sup>12</sup> Con l'espressione "gestori di attivi" si fa genericamente riferimento alle imprese di investimento che prestano servizi di gestione del portafoglio agli investitori (e cioè, tra gli altri, SGR, SICAV e SICAF, compresi i gestori di fondi alternativi e le società di investimento che non abbiano delegato la gestione). Ai sensi dell'art. 1, n. 2, lett. f), SHRD II, per «gestori di attivi» si intendono «[un]'impresa di investimento quale definita all'articolo 4, paragrafo 1, punto 1, della Direttiva 2014/65/UE che presta servizi di gestione del portafoglio agli investitori, un GEFIA (gestore di fondi di investimento alternativi) quale definito all'articolo 4, paragrafo 1, lettera b), della Direttiva 2011/61/UE che non soddisfa le condizioni per una deroga ai sensi dell'articolo 3 della stessa Direttiva o una società di gestione quale definita all'articolo 2, paragrafo 1, lettera b), della Direttiva 2009/65/CE oppure una società di investimento autorizzata a norma della Direttiva 2009/65/CE, purché non abbia designato per la sua gestione una società di gestione autorizzata ai sensi della stessa Direttiva».

<sup>13</sup> Con tale denominazione si identificano le imprese che forniscono professionalmente analisi e raccomandazioni sul voto che gli investitori sono chiamati ad esprimere nelle assemblee degli emittenti da essi partecipati. Sul tema, v. A. SACCO GINEVRI, *Proxy advisors, attività riservate e*

Inoltre, in controtendenza rispetto alla precedente prassi comunitaria, la SHRD II interviene su aspetti di gestione operativa della società, con l'obiettivo di armonizzare la disciplina relativa alla modalità di determinazione dei compensi degli amministratori e dell'approvazione delle OPC, al fine di scongiurare abusi da parte del *management* che potrebbero incidere negativamente sulla redditività della società.

Il legislatore comunitario ritorna, quindi, tra gli altri, sul tema del c.d. "*shareholder activism*"<sup>14</sup>, tentando ulteriormente di superare l'ostacolo dell'"apatia razionale" dei soci<sup>15</sup>, allo scopo di aumentare l'efficienza della *corporate governance* e, in via mediata, del mercato.

---

*conflitto d'interessi*, in *Contr. e impr.*, 2017, 115 ss., il quale precisa che «[u]na definizione soggettiva dei *proxy advisors* si trova nelle proposte normative statunitensi ed europee. Negli Stati Uniti le "*proxy advisory firm*" sono individuate nei seguenti termini: "*any person registered under section 15H who is engaged in the business of providing proxy voting research, analysis, or recommendations to clients, which conduct constitutes a solicitation*" (cfr. Bill H.R.5311). In Europa, "*proxy advisor*" "*means a legal person that analyses, on a professional and commercial basis, the corporate disclosures and, where relevant, other information of listed companies with a view to informing investors' voting decisions by providing research, advice or voting recommendations that relate to the exercise of voting rights*". Ai sensi dell'art.1, n. 2, lett. g), SHRD II, per «consulente in materia di voto» si intende «una persona giuridica che analizza, a titolo professionale e commerciale, le informative societarie e, se del caso, altre informazioni di società quotate nell'ottica di informare gli investitori in relazione alle decisioni di voto fornendo ricerche, consigli o raccomandazioni di voto connessi all'esercizio dei diritti di voto». In argomento, v. G. BALP, *I consulenti di voto*, Milano, EGEA, 2017.

<sup>14</sup> Si tratta della locuzione utilizzata per indicare le diverse iniziative con cui i soci partecipano alla "vita" della società emittente, al fine di incidere sulle regole di *governance* e le politiche gestorie degli amministratori. L'attivismo si esplica nel monitoraggio e nell'"intervento", tramite l'esercizio dei diritti sociali, quali il voto, o, di converso, persino con il disinvestimento, nonché con l'utilizzo di strumenti di persuasione "extra-assembleari", quali ad es., la sollecitazione dell'opinione pubblica, anche attraverso il ricorso ai mezzi d'informazione; in questo senso, v. M. EREDE, G. SANDRELLI, *L'attivismo dei soci e investimento short term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2013, 931 ss.

<sup>15</sup> Ci si riferisce, in questo caso, più che all'"apatia razionale" dell'azionista "marginale" delle grandi società ad azionariato frammentato, che non è in grado di incidere sulle dinamiche della vita sociale né di esercitare il controllo tramite l'esercizio del diritto di voto (come evidenziato da A. BERLE, G.C. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Macmillan, 1932), a quella degli investitori istituzionali. In tal senso, complice l'assenza di adeguati poteri di controllo in capo ai partecipanti dei fondi, gli investitori istituzionali sono renitenti all'esercizio delle attività di *monitoring* nei confronti delle emittenti partecipate poiché tali attività risultano spesso troppo onerose o comunque poco profittevoli, oppure incompatibili con la strategia d'investimento perseguita dal singolo intermediario. Sul tema, v. M. EREDE, G. SANDRELLI, *op. cit.*, 938.

**3. Dalla Comunicazione della Commissione europea del 2003 al Piano d'azione del 2012: l'iter verso la SHRD II.** Il perseguimento dei citati obiettivi, tuttavia, rientrava tra le priorità del legislatore comunitario sin dall'inizio del decennio passato.

Già con il Libro verde «*The EU Corporate Governance Framework*» del 5 aprile del 2011<sup>16</sup>, infatti, la Commissione europea aveva sottolineato la necessità di disciplinare la *corporate governance* in maniera tale da «limitare la pericolosa predilezione per il breve termine e l'eccessiva assunzione di rischi»<sup>17</sup> da parte di azionisti e *management*. La Commissione, una volta elencate le cause del mancato coinvolgimento degli azionisti – segnatamente, «i costi che l'impegno attivo comporta, la difficoltà di quantificarne la redditività, l'incertezza riguardo ai risultati, ivi compreso il comportamento opportunistico di alcuni "approfittatori"» – , enucleava talune possibili soluzioni, poi di fatto riprese (tra le altre) nella Direttiva Azionisti 2, tra cui «un quadro in materia di trasparenza delle politiche di voto e di divulgazione di informazioni di carattere generale sulla loro applicazione, pur nel rispetto della parità di trattamento degli azionisti».

L'anno seguente, nel 2012, la Commissione europea, con l'emanazione del «Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario. Una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili»<sup>18</sup>, aveva concretamente individuato quali fossero gli indirizzi di riforma da perseguire. Ribadita la tendenza al c.d. *short-termism*<sup>19</sup> degli investitori istituzionali, titolari delle partecipazioni di minoranza delle società quotate, nel Piano d'azione si affermava il principio secondo cui soprattutto tali

---

<sup>16</sup> Disponibile integralmente in *Riv. soc.*, 2011, 1200 ss.

<sup>17</sup> Già in fase di avvio il *Green Paper* sottolineava che «[l]a realtà rivela che gli azionisti hanno, in maggioranza, un atteggiamento passivo e che spesso sono interessati solo ai profitti a breve termine. Sarebbe, quindi, opportuno riflettere su come si possa incoraggiare un maggior numero di azionisti a interessarsi a risultati duraturi e a prestazioni a lungo termine e ad assumere un ruolo più attivo in merito alle questioni relative al governo societario».

<sup>18</sup> Disponibile presso il sito <https://eurlex.europa.eu/legalcontent/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012DC0740&from=IT>.

<sup>19</sup> Sul concetto di *short-termism*, in luogo di molti, v. S. BRUNO, *Impegno degli azionisti in materia di sostenibilità secondo la direttiva n. 2017/828/UE: il cambiamento climatico*, in *Disciplina delle società e legislazione bancaria, Studi in onore di Gustavo Visentini*, vol. II, Roma, Luiss University Press, 2020, 97.

azionisti avrebbero dovuto essere maggiormente “coinvolti” nella “vita” degli emittenti, di guisa che ciò potesse innescare un più stretto monitoraggio dell’attività gestoria ed una partecipazione all’assemblea indirizzata verso obiettivi di medio-lungo termine. In tal senso la Commissione indicava tre linee di intervento: (i) «rafforzare la trasparenza»; (ii) «coinvolgere gli azionisti»; e (iii) «sostenere la crescita delle imprese e la loro competitività». Dunque, nel Piano d’azione erano, di fatto, già enucleati gli obiettivi che sarebbero stati successivamente perseguiti con la SHRD II.

È, quindi, nel filone comunitario del c.d. *long term approach* che è possibile inquadrare, almeno sotto certi profili, la Direttiva Azionisti 2.

**4. I “nuovi” obiettivi della Direttiva Azionisti 2: I “doveri” degli azionisti.** Tuttavia, a differenza della SHRD I, che mirava al potenziamento dei c.d. diritti di *voice* dei soci, la SHRD II si propone di innalzare gli *standard* qualitativi della *corporate governance* mediante un maggior coinvolgimento degli azionisti nel governo societario, delineando un collegamento tra l’*engagement* degli azionisti e l’auspicato miglioramento dei risultati (finanziari e non) delle società. Sul punto, anzi, è stato affermato che la Direttiva Azionisti 2 non è lontana dall’imporre un vero e proprio «*duty to demonstrate engagement*»<sup>20</sup>: gli investitori istituzionali e i gestori di attivi sono, infatti, tenuti a divulgare annualmente le proprie strategie di investimento e i loro accordi reciproci. Si tratta, quindi, più che di “diritti”, appunto di “doveri”: si passa, cioè, da una prospettiva di diritto societario “puro”, che tradizionalmente regola i rapporti tra azionisti e società (occasionalmente “attratti” alla sfera del diritto del mercato dei capitali nella misura in cui i “fruitori” di tali diritti siano azionisti di società quotate) ad una metodologia di intervento tipica del diritto del mercato dei capitali, che impone obblighi – ad es. di informativa rivolti agli attori presenti nelle catene di

---

<sup>20</sup> V. I.H.Y. CHIU, D. KATELOUZOU, *From Shareholders Stewardship to Shareholders Duties: is the Time Ripe*, in *Shareholders’ Duties*, a cura di Birkmose, Alphen aan den Rijn, Kluwer Law International, 2017, § 7.04.



investimento – funzionalmente al servizio della stabilità ed efficienza dei mercati, la cui violazione è assistita da sanzioni<sup>21</sup>.

Di tal guisa, le disposizioni sul coinvolgimento degli azionisti contenute nella SHRD II paiono suggerire una nuova visione della “funzione” degli azionisti: essi devono diventare “responsabili” nei confronti degli altri “membri” della società allorquando esercitano i diritti connessi alla loro partecipazione azionaria, sottolineando così un aspetto quasi “sociale” della proprietà azionaria<sup>22</sup>.

In tal senso, profondo appare lo iato con la SHRD I, al punto che desta persino sorpresa l’impiego della tecnica legislativa dell’“interpolazione” di un precedente (e tuttora vigente) testo normativo, affatto diverso, per impostazione e prospettiva, dalla Direttiva Azionisti 2. Infatti, se nelle dinamiche di *corporate governance* gli azionisti hanno tradizionalmente occupato un ruolo sostanzialmente “marginale” – dal momento che la loro partecipazione “attiva” alla “vita” delle società emittenti è sempre stata del tutto facoltativa, anche laddove l’opzione ordinamentale eletta fosse quella di aumentare la gamma di diritti a loro disposizione (rimanendo questi liberi di scegliere se esercitarli o meno) –, la SHRD II pare far emergere un nuovo *trend*, in base al quale, a fianco dei “tipici” diritti degli azionisti (ai quali se ne aggiungono di nuovi, quali, ad es., come si vedrà *infra*, quelli di “say” in materia di remunerazioni degli amministratori e OPC), quantomeno per alcuni di loro, ossia investitori istituzionali e gestori di attivi, esistono anche degli “obblighi”, che intendono incentivarne l’attivismo e la trasparenza<sup>23</sup>.

---

<sup>21</sup> In tale prospettiva, v. D. KATELOUZOU, K. SERGAKIS, *op. cit.*, *passim*.

<sup>22</sup> V. H.S. BIRKMOSE, *From Shareholder Rights to Shareholder Duties – A Transformation of EU Corporate Governance in a Sustainable Direction?*, in *Journal for International and European Law, Economics and Market Integrations*, 2018, 70.

<sup>23</sup> Tuttavia, è bene ricordare che l’attività di gestione di patrimoni posta in essere dagli investitori istituzionali integra gli estremi di una fattispecie di amministrazione fiduciaria di beni (v. E. GINEVRA, *La partecipazione fiduciaria in s.p.a.*, Torino, 2012, 330; nonché già M. BESSONE, *Le partecipazioni azionarie del fondo pensione*, in *Riv. dir. comm.*, 2001, 419; L. ENRIQUES, *Nuova disciplina delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali: fatti e prospettive alla luce della esperienza anglosassone*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 680 ss.; G.B. PORTALE, *Proprietà e organizzazione dell’impresa (per gli ottant’anni di Guido Rossi)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, 415; C. TEDESCHI, *“Potere di orientamento” dei soci nelle società per azioni*, Milano, 2005, 72 ss. Tale qualificazione è fatta propria anche dalla Corte di Cassazione, che, ad es. nella sentenza del 15 luglio 2010, n. 16605, ritiene che il fondo costituisca un «patrimonio separato», i partecipanti siano i «proprietari sostanziali» di beni compresi nel fondo e la società di gestione

**5. L'eterogeneo contenuto della SHRD II.** Volgendo l'analisi verso i contenuti della SHRD II, e cominciando dalle disposizioni concernenti gli investitori istituzionali, occorre ricordare che la Direttiva Azionisti 2 dispone che la strategia d'investimento degli investitori istituzionali sia allineata all'ottica di lungo periodo dei clienti di tali investitori<sup>24</sup>.

A tal fine, l'art. 3-*octies* della Direttiva Azionisti 2 prevede la comunicazione, da parte di investitori istituzionali e gestori di attivi, di una politica di *engagement* in cui vengano indicate le intenzioni di voto, le strategie perseguite e le modalità di monitoraggio esercitate nelle società partecipate. Ne

---

abbia la «titolarità [proprietà] formale» di questi ultimi). Uno schema di questo tipo fa sì che la titolarità delle partecipazioni acquistate spetti interamente ai gestori e che siano costoro – e non i risparmiatori – ad acquisire i diritti e gli obblighi derivanti dallo *status socii* (in questo senso, v. F. BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, in *Riv. soc.*, I, 2013, 203 ss.). Pertanto, gli investitori istituzionali – cui i risparmiatori delegano a gestione di quote del proprio patrimonio – sono tenuti, per conto dei risparmiatori ma in nome proprio, a massimizzare il valore e la redditività dei patrimoni loro affidati, tramite la compravendita di azioni e l'esercizio dei diritti ad esse inerenti. Tale obiettivo potrebbe dar luogo ad un disallineamento con gli interessi degli altri azionisti delle società quotate partecipate dagli investitori istituzionali: questi, infatti, sono contrattualmente tenuti a perseguire gli interessi dei risparmiatori che hanno conferito loro un mandato di gestione del proprio patrimonio e, conseguentemente, devono esercitare, tra gli altri, il diritto di voto nel modo più profittevole per i propri sottoscrittori (v. M. EREDE, G. SANDRELLI, *op. cit.*, 931 ss.). Siffatto obbligo è stato espresso in maniera significativa nel 1988 dal Dipartimento del Lavoro degli Stati Uniti, il quale ha esteso i doveri fiduciari dei gestori di fondi pensione che ricadono nell'ambito di applicazione dell'*Employee Retirement Income Security Act* (ERISA) del 1974 all'esercizio del voto relativo alle partecipazioni in gestione. Con riferimento all'ordinamento italiano, rileva la previsione di cui all'art. 35 *decies*, co. 1, lett. e), TUF, su cui v., tra gli altri, S. BRUNO, *Il ruolo dell'assemblea di s.p.a. nella corporate governance*, Cedam, Padova, 2012, 256 ss., ad avviso della quale la norma in questione “*non è stato interpretat[a] nel senso di imporre un obbligo di esercitare il diritto di voto, bensì nel senso che il voto, ove esercitato, debba essere ispirato dall'intento di perseguire l'interesse dei partecipanti e non quello dei soci della SGR: è inteso perciò che la SGR debba innanzitutto valutare, alla luce dell'interesse dei partecipanti, se sia conveniente esercitare i diritti di intervento e di voto in assemblea*”).

<sup>24</sup> In tale prospettiva, la SHRD II si pone per certi versi in linea di continuità anche con la Direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 22 ottobre 2014, recante modifica della Direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni, in G.U. dell'Unione europea del 22 ottobre 2014 – per un'ampia disamina della quale e delle norme di recepimento approvate nei vari Stati membri, per tutti, v. M.L. PASSADOR, F. RIGANTI, *Less is more in the age of information overload: the paradigm shift from shareholder- to a stakeholder-oriented market*, in *New York University Journal of Law & Business*, 2019, 567 ss. – atteso che entrambe tendono ad incentivare il perseguimento di obiettivi di lungo periodo da parte degli emittenti quotati, alla luce della rilevata incidenza causale delle strategie di breve periodo sulla crisi dei mercati. Sul punto, v. S. BRUNO, *op. cit.*, 96.

discende, dunque, che gli investitori istituzionali e i gestori di attivi, nella misura in cui investano in titoli azionari quotati, sono tenuti a sviluppare e a rendere nota al pubblico la rispettiva politica di *engagement*, nonché a rendere conto del grado di osservanza di tale politica o a dare atto delle motivazioni per cui hanno tenuto una condotta divergente (c.d. “*comply or explain*”). La politica di *engagement* dovrebbe, quindi, informare il mercato su come l'investitore monitora l'attività della società, dialoga con la medesima, esercita i diritti connessi alla partecipazione, collabora – per quanto possibile – con altri azionisti, comunica con i soggetti interessati e gestisce i conflitti di interesse relativi alla sua partecipazione azionaria.

Gli investitori istituzionali devono, inoltre, rendere pubblica al mercato la loro strategia di investimento azionario, dando prova che i loro accordi di gestione con i gestori di attivi siano coerenti con le prospettive a lungo termine dei loro clienti. I gestori di attivi, invece, devono informare il mercato su come la loro strategia di investimento sia conforme alle prospettive a lungo termine degli investitori istituzionali a cui prestano servizi di *asset management*<sup>25</sup>.

Pertanto, l'obiettivo perseguito mediante i citati doveri di trasparenza è l'abbattimento delle asimmetrie informative del mercato<sup>26</sup>, così da rendere conoscibili al pubblico i dati essenziali relativi al coinvolgimento e al monitoraggio esercitato dagli investitori professionali nelle società quotate<sup>27</sup>, con la finalità di incentivarne la partecipazione attiva nell'ottica, come detto, dell'efficientamento del governo societario<sup>28</sup>.

Sempre in tale ottica, la SHRD II dedica alcune previsioni ai c.d. *proxy advisor*, ossia, come anticipato, quei consulenti che forniscono, dietro

---

<sup>25</sup> V. L. MULA, *La revisione della Direttiva sui Diritti degli Azionisti: un nuovo approccio dell'UE alla corporate governance delle società quotate*, in *Diritto Bancario* online, 2017, 1 ss.

<sup>26</sup> V. già P. MONTALENTI, *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate: analisi e proposte*, in *Riv. soc.*, 2015, 957 ss.

<sup>27</sup> Cfr., altresì, il Considerando (18) della SHRD II.

<sup>28</sup> Nonostante si sia ripetutamente fatto riferimento agli “obblighi” imposti agli investitori istituzionali e ai gestori di attivi, occorre, comunque, ricordare che essi hanno altresì (*rectius*: prevalentemente) obblighi nei confronti dei loro “clienti” o “fiducianti”, là dove l'esercizio responsabile del voto e della strategia di investimento è, in primo luogo, un modo corretto che gli stessi hanno per assolvere agli obblighi nei confronti di tali “fiducianti”.

prestazione di un corrispettivo da parte degli investitori, raccomandazioni in materia di voto<sup>29</sup>.

Preso atto del rilievo strategico di tali figure, per incrementare il livello, nonché la qualità, della partecipazione degli azionisti<sup>30</sup>, il legislatore comunitario mira a neutralizzare i rischi sottesi all'influenza da loro esercitata – indebita allorché viziata da cointeressenze inquinate<sup>31</sup> – prevedendo la comunicazione delle informazioni essenziali afferenti all'elaborazione delle loro ricerche, consulenze e raccomandazioni di voto, con relativa *disclosure*, appunto, di eventuali conflitti di interesse che possano condizionare tale elaborazione. Nello specifico, quindi, l'art. 3-*undecies* della Direttiva Azionisti 2 rimette agli Stati membri il compito di assicurare che i *proxy advisor* (i) sviluppino misure atte a garantire che le loro ricerche e raccomandazioni di voto siano precise e affidabili; (ii) osservino il codice di condotta dagli stessi adottato ovvero giustificano le eventuali inosservanze (c.d. "*comply or explain*"); (iii) individuino e rendano noto tempestivamente ai loro clienti qualsiasi eventuale conflitto di interessi, attuale o potenziale, che possa influenzare l'espletamento delle loro mansioni, unitamente alle iniziative intraprese per eliminare o attenuare tale conflitto.

Tra i profili afferenti al più generale tema dell'informazione societaria, la SHRD II si occupa, inoltre, di quello dell'identificazione degli azionisti da parte delle società le cui azioni sono ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati. Questo punto, infatti, viene concepito come prerequisito necessario per stimolare la partecipazione degli azionisti al fine di migliorare la

---

<sup>29</sup> Come precisato, tra gli altri, da A. SACCO GINEVRI, *op. cit.*, 115, «[t]alvolta il *proxy advisor* integra il proprio bagaglio informativo beneficiando di un confronto privilegiato con le competenti funzioni dell'emittente che ha formulato la proposta di deliberazione assembleare. Pur avendo ad oggetto proposte deliberative specifiche, le raccomandazioni di voto tengono conto delle linee-guida pubblicate dai singoli *proxy advisors* in apertura della stagione assembleare. Si tratta di *standard* valutativi, generali e astratti, concernenti le materie assembleari più diffuse, a cui i consulenti di voto tendono ad attenersi anche nell'analisi dei casi concreti».

<sup>30</sup> Cfr. il Considerando (25) della SHRD II.

<sup>31</sup> Quando si tratta di soggetti che forniscono professionalmente servizi di informazione finanziaria derivata – elaborata sulla scorta dei dati e delle notizie provenienti dagli emittenti, e diretta agli investitori – ai fini di uno svolgimento corretto e trasparente di tale forma di intermediazione informativa, è necessaria l'assenza di comportamenti opportunistici da parte degli operatori. Per questo, l'operatore è tenuto ad agire nell'esclusivo interesse degli investitori, fornendo un prodotto informativo accurato a seguito di un'attività valutativa indipendente e priva della potenziale influenza di interessi personali del valutatore.

*governance* delle società quotate, così come auspicato dalla Direttiva Azionisti 2<sup>32</sup>.

Il legislatore comunitario sottolinea che la complessità delle catene di intermediazione agisce, nei fatti, da deterrente rispetto all'auspicato *engagement* degli investitori, riconoscendo nell'identificazione degli azionisti uno strumento necessario per il regolare flusso informativo tra l'emittente e la base azionaria. Ciò al fine di garantire (i) all'emittente la possibilità di conoscere i propri azionisti e di sapere quali siano i soggetti legittimati ad intervenire in assemblea, così da poter condurre le necessarie attività di *investor relations*; e (ii) agli azionisti di essere informati dell'approssimarsi degli "eventi societari", così da potersi, se del caso e nella misura consentita dalle norme vigenti, coordinare tra di loro per avviare eventuali campagne di voto, sollecitazioni di deleghe o iniziative d'altro tipo<sup>33</sup>.

Preso atto di tali interessi, l'art. 3-*bis* della Direttiva Azionisti 2 riconosce alle società «il diritto di identificare i propri azionisti», diritto a cui corrisponde il reciproco "dovere" degli intermediari di comunicare tempestivamente alla società le informazioni riguardanti gli azionisti. Dinanzi al riconoscimento di un tale "diritto" della società, viene tendenzialmente meno la pretesa di anonimato degli azionisti (che non potrà in ogni caso essere "soddisfatta" nemmeno con il ricorso all'autonomia privata a livello statutario<sup>34</sup>), fermo restando, però, che il legislatore

---

<sup>32</sup> Del resto, come noto, il sistema di gestione accentrata delle azioni dematerializzate funziona tramite una complessa catena di intermediari, ove la società di gestione accentrata tiene la registrazione delle azioni del medesimo emittente, mediante conti intestati a differenti intermediari depositanti (c.d. partecipanti) o all'emittente stesso. Può accadere, tuttavia, che tali intermediari partecipanti operino come depositari non degli investitori finali bensì di altri intermediari, i quali depositano presso i partecipanti le azioni su due distinti conti: l'uno afferente alle azioni da loro direttamente detenute, l'altro – a guisa di sub-deposito – relativo alle azioni che i loro clienti, ossia gli effettivi azionisti, avevano depositato presso di loro. La catena di intermediazione, dunque, in molti casi particolarmente fitta, impedisce sovente all'emittente di conoscere l'identità degli azionisti, anche in considerazione del fatto che la cessione delle rispettive azioni si perfeziona con la registrazione sui conti finali tenuti dalla società di gestione, senza che l'emittente riesca a risalire ai soggetti divenuti di volta in volta titolari delle partecipazioni. V. M. SCIUTO, *Prime considerazioni sull'identificazione degli azionisti dopo l'attuazione della seconda direttiva azionisti*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 996.

<sup>33</sup> *Ibid.*, 1000.

<sup>34</sup> Come si dirà meglio *infra*, nel nostro ordinamento ciò ha comportato il venire meno di ogni facoltà degli azionisti di sottrarsi all'identificazione, precedentemente riconosciuta dall'art. 83-

europeo lascia la facoltà in capo agli Stati membri di richiedere l'identificazione (solo) degli azionisti che detengono più di una determinata percentuale di azioni o diritti di voto, comunque non superiore allo 0,5%<sup>35</sup>.

La SHRD II regola, infine, la remunerazione degli amministratori e le OPC. Si tratta di temi che rivestono un'importanza centrale nella *governance* societaria, specie per la risoluzione dei conflitti di *agency* strutturalmente ricorrenti tra "proprietari" e "gestori"; conflitti che, se non adeguatamente presidiati, possono minare la redditività della società nel medio e lungo periodo<sup>36</sup>.

La remunerazione degli amministratori, infatti, è uno dei principali strumenti per allineare gli interessi della società, dei soci e degli amministratori. Se, da un lato, i *manager* (comprendendo in tale espressione gli amministratori esecutivi, i direttori generali e i dirigenti apicali) aspirano naturalmente a percepire delle retribuzioni maggiori e, al contempo, a mantenere la propria posizione lavorativa, dall'altro lato, gli azionisti hanno (quasi esclusivamente) interesse al miglioramento delle *performance* economiche della società. Al fine di allineare tali interessi concettualmente contrapposti, al netto e al di là del ricorso, a tal uopo, a soluzioni tecniche che la prassi ha via via elaborato (come ad es. remunerazione variabile, *stock option*, etc.), è stato ritenuto opportuno che

---

*duodecies* del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo Unico della Finanza o "TUF") vigente sino al maggio 2019.

<sup>35</sup> Disonica, anche rispetto a quanto previsto negli altri principali Paesi europei, è apparsa la scelta del legislatore italiano di attestarsi alla soglia massima prevista dalla Direttiva Azionisti 2, posto che, nelle società a elevata capitalizzazione, ciò consente l'identificazione soltanto di pochi soggetti, vanificando così lo scopo dell'identificazione. Sul punto, v. le osservazioni di Assonime e Confindustria, che, nella fase di consultazione dello Schema di Decreto, si erano così espresse: «[s]i 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)» (il documento è consultabile all'indirizzo [https://www.confindustria.it/wcm/connect/875d5ef5-b2c2-4b06-872a-cf9520473381/ConsultazioneMEF\\_+Impegnoazionisti\\_Confindustria\\_Assonime.pdf?MOD=AJPERES&CONVERT\\_TO=url&CACHEID=ROOTWORKSPACE-875d5ef5-b2c2-4b06-872a-cf9520473381-mKjNNxe](https://www.confindustria.it/wcm/connect/875d5ef5-b2c2-4b06-872a-cf9520473381/ConsultazioneMEF_+Impegnoazionisti_Confindustria_Assonime.pdf?MOD=AJPERES&CONVERT_TO=url&CACHEID=ROOTWORKSPACE-875d5ef5-b2c2-4b06-872a-cf9520473381-mKjNNxe)).

<sup>36</sup> V. F. RIGANTI, *La nuova direttiva sui diritti degli azionisti: alcune riflessioni introduttive*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018, 776.

sull'ammontare e sulla rispettiva composizione delle retribuzioni dei *manager* gli azionisti esprimessero la propria "opinione"<sup>37</sup>.

Con riferimento ai criteri di attribuzione dei compensi (la c.d. politica di remunerazione), l'art. 9-*bis* della SHRD II afferma che gli stessi devono tendere ed indurre al perseguimento della strategia aziendale, degli interessi a lungo termine e della sostenibilità della società, garantendo al contempo un'informazione trasparente in merito alla struttura delle retribuzioni. Nello specifico, è previsto che la politica di remunerazione sia chiara e comprensibile e descriva le componenti fissa e variabile, ivi inclusi i *bonus* e gli altri eventuali benefici.

Tuttavia, la portata maggiormente innovativa della Direttiva Azionisti 2 concerne il c.d. "say-on-pay", ossia la facoltà degli azionisti di esprimere un duplice "parere" sulla remunerazione degli amministratori: il primo mediante una votazione sulla politica di remunerazione dei *manager* (voto che ha natura consultiva o vincolante a seconda delle scelte di ciascun Stato membro); il secondo mediante una votazione – stavolta avente natura soltanto consultiva – concernente la ricostruzione di quanto effettivamente corrisposto nell'esercizio precedente (la c.d. relazione sulla remunerazione)<sup>38</sup>. A seguito della votazione dell'assemblea, la SHRD II prevede che la politica debba essere pubblicata, unitamente alla data ed ai risultati del voto, sul sito della società e che ivi debba

---

<sup>37</sup> V. L. MULA, *op. cit.*, 2.

<sup>38</sup> Tale intervento poggia sull'assunto che tali strumenti possano mitigare i "costi" derivanti dal rapporto di *agency* tra amministratori e azionisti, mediante obblighi di trasparenza, idonei a neutralizzare potenziali conflitti di interessi e strutturando sistemi di remunerazione maggiormente virtuosi ed effettivamente parametrati ai risultati raggiunti. Per un'analisi dei meccanismi di "say on pay" e sulla rispettiva efficacia nella risoluzione dei conflitti di *agency* tra amministratori e azionisti, v., *ex multis*, G. SANCHEZ-MARIN ET AL., *Say on pay effectiveness, corporate governance mechanism, and CEO compensation alignment*, in *Business Research Quarterly*, 20-2017, 226 ss., R. KRAAKMAN ET AL., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford, Oxford University Press, 2017, *passim.*; L. BEBCHUK, J. FRIED, *Pay without performance*, Cambridge, Harvard University Press, 2004, *passim.* Più nello specifico, per una disamina dell'effettivo impatto dei meccanismi di "say on pay" sui sistemi di *executive compensation*, dalla prospettiva dei mercati USA, v. le tesi, a confronto, di J. MURPHY, M.C. JENSEN, *Remuneration: where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them*, 2004, disponibile presso il sito [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=561305](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=561305) e S.N. KAPLAN, *Executive Compensation and Corporate Governance in the U.S.: Perceptions, Facts and Challenges*, 2012, disponibile presso il sito [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2134208](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2134208).

rimanere accessibile al pubblico. Ciò al triplice fine di garantire una maggior trasparenza dei meccanismi di attribuzione dei compensi agli amministratori da parte della società, un miglior monitoraggio da parte degli azionisti sulla remunerazione degli amministratori e una conseguente maggiore responsabilizzazione degli amministratori stessi<sup>39</sup>.

Per quanto riguarda, invece, le OPC, stante l'“*omnipresent specter*” di conflitto d'interesse da esse potenzialmente generato<sup>40</sup>, la Direttiva Azionisti 2 ha introdotto, per la prima volta a livello comunitario, un'apposita disciplina, prevedendo procedure volte ad impedire alla parte correlata di trarre dalla sua posizione indebiti vantaggi a scapito della società e degli azionisti di minoranza<sup>41</sup>.

In precedenza, le regole che avevano, incidentalmente, ad oggetto le OPC a livello europeo avevano riguardato solo gli obblighi di informativa, lasciando in gran parte agli Stati membri la disciplina di dettaglio. Tuttavia, la proposta originaria della Commissione (che avrebbe poi condotto alla SHRD II<sup>42</sup>) era particolarmente “ambiziosa”: anzitutto, essa si proponeva di sottoporre le OPC rilevanti all'approvazione della c.d. maggioranza degli azionisti di minoranza (nel presupposto che costoro non costituiscano, di fatto, una parte correlata); inoltre, le OPC rilevanti avrebbero dovuto essere prontamente comunicate al pubblico e accompagnate da una *fairness opinion* resa da un terzo indipendente; infine, le soglie di rilevanza erano state definite con ricorso a parametri quantitativi (differenziati per i casi di “mera” informativa o, invece, di vera e propria

---

<sup>39</sup> V., tra gli altri, A. MANFROI, A. TRAVANINI, *L'attuazione della Direttiva SHRD II e la remunerazione dei manager nelle società quotate*, in *Diritto Bancario* online, 2019, 5. Con riferimento alla relazione sulla remunerazione, l'art. 9-ter della Direttiva Azionisti 2 prevede l'obbligo in capo alla società di redigere la relazione in maniera chiara e comprensibile, al fine di fornire una descrizione completa della remunerazione comprensiva di ogni forma di retribuzione riconosciuta o dovuta nel corso dell'ultimo esercizio ad ogni singolo amministratore.

<sup>40</sup> Per un'ampia disamina del tema, v., per tutti, da ultimo, *The Law and Finance of Related Party Transactions*, a cura di Enriques, Tröger, Cambridge, Cambridge University Press, 2019, *passim*.

<sup>41</sup> Cfr. il Considerando (42) della SHRD II.

<sup>42</sup> V. la Proposta della Commissione europea di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la Direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti e la Direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda taluni elementi della relazione sul governo societario, COM(2014) 213, 9 aprile 2014 (d'ora in avanti anche la “Proposta di SHRD II”).



approvazione) e le eccezioni erano molto limitate (di fatto, circoscritte ai soli casi di OPC con società interamente controllate).

Tuttavia, sia il Consiglio che il Parlamento europeo hanno modificato in modo significativo la Proposta di SHRD II, dando agli Stati membri un ampio margine di discrezionalità per elaborare il proprio regime di normazione delle OPC ed escludendo molte OPC potenzialmente rilevanti dall'ambito di applicazione della Direttiva Azionisti 2 (o, comunque, dando agli Stati membri la possibilità di farlo)<sup>43</sup>.

A seguito delle predette modifiche, ai sensi dell'art. 9-*quater* della SHRD II<sup>44</sup>, gli Stati membri sono tenuti a (i) definire il concetto di operazioni rilevanti, tenendo conto dell'impatto che il compimento delle stesse potrebbe avere sulla società e sugli azionisti di minoranza; (ii) garantire l'approvazione delle OPC da parte dell'assemblea<sup>45</sup> o dall'organo amministrativo o di controllo, prevedendo comunque presidi tali da impedire alla parte correlata di poter trarre vantaggio dall'operazione<sup>46</sup>; (iii) disporre la predisposizione di una relazione, prima dell'approvazione dell'operazione, da parte di un soggetto indipendente o dall'organo amministrativo o di controllo dell'emittente<sup>47</sup>, tesa a valutare la correttezza e la convenienza dell'operazione per la società e per gli azionisti (che non siano una parte correlata in relazione a tale operazione)<sup>48</sup>.

---

<sup>43</sup> Sul punto, v. A. GÖGZLUGÖL, *The Political Economy of the Related Party Transactions Regulation in the Shareholders' Rights Directive II*, in *Yearbook of European Law*, 2021, 1 ss.

<sup>44</sup> In argomento, da ultimo, v. P.L. DAVIES ET AL., *Implementation of the SRD II Provisions on Related Party Transactions*, 2020, disponibile presso il sito [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3697257](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3697257), *passim*.

<sup>45</sup> Ma non necessariamente da parte della maggioranza della minoranza, come inizialmente previsto nella Proposta di SHRD II.

<sup>46</sup> Nel caso in cui nell'operazione sia coinvolto un amministratore o un azionista, la Direttiva Azionisti 2 impone che questi sia escluso dall'approvazione dell'operazione. Con esclusivo riferimento all'azionista, è consentito, però, agli Stati membri prevedere la sua partecipazione all'approvazione dell'operazione, purché vengano assicurate le necessarie misure di salvaguardia, fermo il divieto di approvare l'operazione in caso di parere contrario della maggioranza degli azionisti che non costituiscono una parte correlata o della maggioranza degli amministratori indipendenti.

<sup>47</sup> Ma non necessariamente da parte di un terzo indipendente, come inizialmente previsto nella Proposta di SHRD II.

<sup>48</sup> Inoltre, sul piano informativo, oltre che verso l'emittente e gli azionisti, la Direttiva Azionisti 2 prevede degli obblighi di comunicazione nei confronti del pubblico, relativamente alla natura del rapporto con la parte correlata, ai dati della stessa, al controvalore dell'operazione e alle altre informazioni necessarie per la puntuale identificazione dell'operazione stessa.

Rispetto alle proposte originarie della Commissione, dunque, la regolamentazione disposta dalla Direttiva Azionisti 2 appare, complessivamente, come un “compromesso” al ribasso. Le modifiche sopra ricordate hanno consentito ai singoli Stati membri di incidere marcatamente sull’impatto effettivo della normativa in materia di OPC recata dalla SHRD II, ponendo peraltro a rischio l’obiettivo di armonizzazione contemplato dalla stessa.

**6. La Direttiva Azionisti 2: un provvedimento *omnibus*.** Da ultimo, sul piano dell’*enforcement*, la Direttiva Azionisti 2 prevede, al Considerando (50) e all’art. 1 (nella parte in cui ha introdotto l’art. 14-*ter* nella Direttiva Azionisti), che le sanzioni che gli Stati membri sono tenuti ad introdurre, per colpire la violazione delle disposizioni nazionali adottate in attuazione della SHRD II, debbano essere «efficaci, proporzionate e dissuasive». Al contempo, la medesima norma, lungi dal dettare specifici criteri direttivi sul punto, si limita a prescrivere, genericamente, che siano gli Stati membri a stabilire le «misure e [...] sanzioni applicabili» e ad adottare «tutti i provvedimenti necessari per assicurarne l’applicazione».

Proprio a partire da quest’ultimo aspetto, esaurito il breve *excursus* delle previsioni della Direttiva Azionisti 2, è, dunque, possibile tirare le fila in merito a tale provvedimento.

Orbene, il progetto del legislatore comunitario – quello cioè di attrarre la *corporate governance* nel processo di armonizzazione europea – era, in effetti, ambizioso e relativamente “nuovo”, poiché era dai tempi del ritiro dell’ultima proposta di Quinta Direttiva, concernente la struttura della società per azioni nonché i poteri e gli obblighi dei suoi organi sociali<sup>49</sup>, che questi temi non venivano affrontati, organicamente, a livello comunitario. Tuttavia, il risultato – che, a conti fatti, ha più valore segnaletico che sostanziale – ha scontato almeno le seguenti “tare”, che è opportuno menzionare per una più compiuta valutazione.

---

<sup>49</sup> V. A. POMELLI, *L’armonizzazione europea del diritto delle società di capitali: i profili organizzativi*, in *Diritto societario europeo e internazionale*, diretto da Benedettelli, Lamandini, Torino, UTET, 2017, 246.

In primo luogo, sono perlomeno controversi (tanto sul piano del dibattito dottrinale in corso, quanto alla luce dell'assenza di rilievi empirici univoci) i seguenti principali presupposti su cui la SHRD II si basa: anzitutto, il crescente *short-termism* degli investitori, che spingerebbe le imprese ad assecondare le pressioni verso risultati di breve periodo, unito allo strutturale disallineamento tra gli orizzonti temporali di investimento dei risparmiatori (di lungo periodo) e degli intermediari (di breve periodo), che si rivela negativo per la crescita economica, con la conseguente necessità di "costringere" gli investitori istituzionali verso logiche di lungo periodo; inoltre, il ruolo preminente dei *proxy advisor* nell'orientare il voto degli investitori; infine, l'esigenza di rafforzare i diritti di *voice* degli azionisti sui temi nell'ambito dei quali le società sono soggette a maggiori conflitti di interesse (quali la remunerazione dei *manager* e le OPC).

In secondo luogo, la Direttiva Azionisti 2 ha "scontato" il complesso percorso normativo che ha condotto alla sua approvazione: se, infatti, la Proposta di SHRD II era sostanzialmente un *pot-pourri* disarmonico di temi "caldi", all'epoca emergenti (quali, tra gli altri, sostenibilità, conflitti di interessi, remunerazioni), il successivo *iter* è stato condizionato da approcci ideologici e pressioni politiche – oscillanti tra l'esigenza di salvaguardare le misure a più elevato impatto politico e la riluttanza degli Stati membri a cedere sulla mutazione dello *status quo* – che, ad es., hanno condotto ad un'adozione acritica del modello inglese in tema di *stewardship*, remunerazioni e OPC, e l'epilogo è consistito in un provvedimento *omnibus*, poco organico e coerente, la cui qualità ha fortemente risentito dei già menzionati compromessi politici al ribasso, che hanno condotto ad un'armonizzazione minima, sia formale che sostanziale, su molti temi.

Ne è, dunque, venuto fuori un provvedimento ondivago sul piano della *policy*, che crea una commistione tra regole e *best practice*, non sempre di facile lettura, e che, soprattutto, demanda agli Stati membri l'individuazione della più adeguata chiave interpretativa, a seconda del sistema di *enforcement* prescelto (non prescritto dalla SHRD II), in potenziale contraddizione con gli obiettivi di armonizzazione perseguiti.

**7. Il recepimento della Direttiva Azionisti 2 in Italia: un'occasione non sfruttata.** In ogni caso, se a livello comunitario le scelte di *policy* sono apparse quantomeno esitanti, a livello italiano, come anticipato, si può dire che sono state del tutto assenti. Il legislatore nazionale pare, invero, aver “scambiato” la SHRD Il quasi per una direttiva *self-executing*, limitandosi perlopiù ad una mera ricezione formale della stessa: nonostante l'apparente iperbole, è del resto vero che il nostro Paese ha privilegiato un recepimento pedissequo della disciplina europea, disponendo l'introduzione pressoché automatica delle medesime previsioni comunitarie nella cornice normativa nazionale, con tutti i difetti che quest'opzione poteva comportare. Per un verso, infatti, non è stata adeguatamente valorizzata la circostanza che, almeno su taluni aspetti (ad es. in materia di remunerazione degli amministratori, identificazione degli azionisti, OPC), il sistema italiano era già sostanzialmente allineato con gli obiettivi della Direttiva Azionisti 2 (e, anzi, non sono mancati episodi di *goldplating* sulle medesime tematiche). Per altro verso, si è acriticamente scelto di rinunciare ai pur ampi margini di flessibilità lasciati agli Stati membri dallo strumento legislativo della direttiva, perdendo l'occasione di plasmare il dettato normativo interno sulla base delle peculiarità del nostro ordinamento e finendo, anzi, irrimediabilmente per irrigidirlo<sup>50</sup>.

Lo stesso *iter* legislativo della disciplina di recepimento è, peraltro, risultato ondivago, talvolta contraddittorio, e tale, in ogni caso, da non rivelare un progetto complessivo o un disegno unitario<sup>51</sup>. Infatti, il suo primo – generico – tassello è stato l'art. 1, co. 1, e relativo Allegato A, della Legge di Delegazione Europea 2016-2017, che si limitava a rimandare ai principi e ai criteri direttivi generali per l'attuazione delle direttive richiamati dagli artt. 31 e 32 della Legge 234/2012. Successivamente, nella Legge di Delegazione Europea 2018 sono state

---

<sup>50</sup> V. ASSONIME, *Il recepimento della direttiva shareholder rights II nell'ordinamento italiano*, Circolare n. 21 del 4 novembre 2019.

<sup>51</sup> Si pensi, ad es., al *punctum dolens* rappresentato dal regime sanzionatorio, su cui si è proceduto a più riprese a tentoni, senza cogliere l'opportunità di costruire un sistema di *enforcement* equilibrato e fondato sul perno delle *best practice*. Sul punto, anche con riferimento al Decreto 84/2020, v. *supra*, nt. 5.

introdotte una serie di norme di principio **ad hoc** per la SHRD II e, più o meno contemporaneamente, il Ministero dell'economia e delle finanze ha avviato un procedimento di consultazione sullo Schema di Decreto, pubblicando l'articolato sul proprio sito ed assegnando un termine al 18 dicembre 2018 per l'invio di osservazioni<sup>52</sup>. Infine, dopo circa sei mesi, è stato definitivamente promulgato il Decreto *Governance*, che ha inciso sia sul Codice civile che sulla normativa speciale di settore (finanziario, assicurativo e pensionistico)<sup>53</sup>. Al contempo, il Decreto *Governance* ha previsto un regime differenziato per l'entrata in vigore delle singole disposizioni nonché, in alcune materie, ha demandato alle competenti Autorità di vigilanza (CONSOB, COVIP e IVASS) l'adozione delle disposizioni di attuazione.

In tale ultima prospettiva, con le delibere nn. 21623, 21624 e 21625 del 10 dicembre 2020 la CONSOB ha approvato le modifiche al Regolamento sulle OPC<sup>54</sup> (d'ora in avanti "Regolamento OPC"), al Regolamento emittenti<sup>55</sup> ed al Regolamento mercati<sup>56</sup>, prevedendo un periodo transitorio fino al 30 giugno 2021 entro il quale le società dovranno adeguare le proprie procedure interne alle nuove disposizioni. D'altra parte, rispettivamente, la COVIP ha adottato la

<sup>52</sup> **Sul punto**, v. P. VALENSISE, *Il recepimento della SHRD 2 sull'incoraggiamento dell'impegno a lungo a termine degli azionisti. Un preliminare orientamento sullo stato dell'arte*, in *Diritto Bancario* online, 2019, 1 ss.

<sup>53</sup> In particolare, il Decreto *Governance* ha modificato/integrato il Codice civile, con riferimento alla disciplina delle OPC di cui all'art. 2391-*bis*, nonché il TUF con riferimento a (a) l'art. 82, in materia di attività e regolamento della gestione accentrata; (b) l'art. 83-*novies*, in tema di doveri degli intermediari; (c) l'art. 83-*novies*.1, sulla non discriminazione, proporzionalità e trasparenza dei costi degli intermediari e dei depositari centrali; (d) l'art. 83-*duodecies*, in materia di identificazione degli azionisti; (e) l'art. 123-*ter*, afferente alla relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti; (f) la Sezione I-*ter* (dall'art. 124-*quater* all'art. 124-*nonies*), sulla trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto; (g) l'art. 125-*quater*, in tema di comunicazioni della società al depositario centrale; (h) l'art. 127-*ter*, sul diritto di porre domande prima dell'assemblea (materia peraltro non contemplata dalla SHRD II); (i) gli artt. 190-*1-bis*, 192-*bis*, 192-*quater*, 193, 193-*bis*.1, 194-*quater*, 194-*quinquies*, 194-*septies*, relativi al regime sanzionatorio; nonché, ancora, il Codice delle assicurazioni private, di cui al d.lgs. 7 settembre 2005, n. 209, con l'introduzione dell'art. 47-*duodecies* e la modifica degli artt. 30, 68, 188, 191 relativi ai temi della remunerazione e della trasparenza delle imprese di assicurazione in veste di investitori istituzionali; e, da ultimo, il Testo Unico delle forme pensionistiche complementari, di cui al d.lgs. 5 dicembre 2005, n. 252, con l'introduzione dell'art. 6-*bis* relativo alla trasparenza dei fondi pensione in veste, anch'essi, di investitori istituzionali.

<sup>54</sup> Adottato con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e ss. mm.

<sup>55</sup> Adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e ss.mm.

<sup>56</sup> Adottato con delibera n. 20249 del 28 dicembre 2017 e ss.mm.

delibera del 2 dicembre 2020, recante il «Regolamento in materia di trasparenza della politica di impegno e degli elementi della strategia di investimento azionario dei fondi pensione», mentre l'IVASS ha adottato il regolamento n. 46 del 17 novembre 2020, recante «Disposizioni in materia di trasparenza della politica di impegno [...]».

Ne è venuto fuori un reticolato normativo affatto intricato, che nel prosieguo si cercherà, in sintesi, di illustrare.

**8. L'*engagement* degli investitori professionali.** Partendo dal tema dell'*engagement* degli investitori professionali, per trasporre i citati doveri di «impegno»<sup>57</sup> all'interno del nostro ordinamento, il legislatore italiano ha introdotto l'art. 124-*quinquies* TUF, il quale dispone che gli investitori istituzionali e i gestori di attivi adottino e comunichino al pubblico una politica di impegno che descriva le modalità con cui integrano l'impegno in qualità di azionisti nella loro strategia di investimento. Si tratta, dunque, di un programma predisposto dall'investitore in cui vengono esposte le modalità e gli strumenti con cui si attua il suo impegno nei confronti degli emittenti partecipati<sup>58</sup>. Tuttavia, investitori istituzionali e gestori

---

<sup>57</sup> La nozione di "impegno" dell'azionista, come già rilevato *supra* in relazione ai "doveri", è aliena al diritto societario italiano e, per questo motivo, difficile da inquadrare; in questo senso, v. S. ALVARO, M. MAUGERI, G. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship. Problemi e prospettive*, in Quaderni Giuridici CONSOB, n. 19, 2019 disponibile presso il sito [https://www.consob.it/web/area-pubblica/abs-qg/-/asset\\_publisher/pWAo8NvyjOZ1/content/qg19/11973](https://www.consob.it/web/area-pubblica/abs-qg/-/asset_publisher/pWAo8NvyjOZ1/content/qg19/11973), *passim*. Una definizione della nozione in esame si può desumere da un'analisi del contenuto della politica di impegno indicata al co. 1 dell'art. 124-*quinquies* TUF. L'impegno si potrebbe, dunque, identificare con l'attività di monitoraggio nei confronti degli emittenti partecipati in merito alle questioni strategiche, finanziarie, di *governance* e di "*social responsibility*" (ESG); con il dialogo con le medesime e con i rispettivi *stakeholder* e, da ultimo, nella cooperazione con gli altri azionisti e nel consapevole esercizio dei diritti amministrativi connessi alla partecipazione detenuta. Tuttavia, alla luce del tenore delle attività che vengono richieste agli investitori nonché dell'obiettivo perseguito dalla normativa in commento – ossia incentivare la partecipazione attiva e consapevole degli investitori alla "vita" dell'emittente –, sarebbe stato forse più efficace utilizzare, in luogo del termine «impegno», la locuzione "azionariato attivo". Tale espressione, infatti, sintetizza la necessità di strutturare un dialogo continuativo e una collaborazione costante tra la società ed i singoli azionisti, volta al perseguimento di risultati aziendali e finanziari sostenibili e di lungo termine.

<sup>58</sup> Tali doveri di *disclosure* sono previsti, in primo luogo, al fine di garantire ai risparmiatori la possibilità di selezionare in maniera consapevole i soggetti a cui affidare i propri risparmi, potendo valutare se e in che misura i singoli investitori professionali siano orientanti verso investimenti sostenibili e socialmente responsabili. Inoltre, il dovere di pubblicazione della politica di impegno consente di valutare l'effettiva coerenza tra la condotta concretamente intrapresa e la politica

di attivi possono derogare all'obbligo di dotarsi di una politica d'impegno, anche se, in tal caso, devono fornire una comunicazione al pubblico chiara e motivata delle ragioni di tale eventuale scelta<sup>59</sup>.

D'altro canto, per quanto riguarda la strategia d'investimento e i relativi doveri di trasparenza, il legislatore italiano ha introdotto l'art. 124-*sexies* TUF, che, per un verso, impone agli investitori istituzionali di comunicare al pubblico in che modo la strategia di investimento (i) sia coerente con il profilo e la durata delle loro passività (specie quelle a lungo termine) e (ii) contribuisca al rendimento a medio e lungo termine dei propri attivi e, per altro verso, allorquando gli investitori istituzionali investano il proprio patrimonio mediante gestori di attivi, estende il regime di trasparenza anche al contenuto di tale accordo di gestione che intercorre tra l'investitore istituzionale ed il gestore di attivi<sup>60</sup>.

Da ultimo, il legislatore italiano ha previsto l'art. 124-*septies* TUF in merito ai doveri di trasparenza dei gestori di attivi. Gli obblighi contenuti in tale previsione hanno una natura per lo più strumentale rispetto a quelli enucleati nell'art. 124-*sexies* TUF: se, infatti, gli obblighi di cui all'art. 124-*sexies* TUF afferiscono al contenuto dell'accordo di gestione intercorso tra l'investitore istituzionale e il gestore di attivi, il successivo art. 124-*septies* ha ad oggetto dei doveri di *disclosure* inerenti alla fase esecutiva dell'accordo di gestione, volti a garantire un flusso informativo adeguato nei confronti, questa volta non del pubblico, bensì degli stessi investitori istituzionali.

---

adottata, limitando il rischio che il diritto di voto nonché, in generale, le attività *di monitoring* ed *engagement* siano esercitati nell'interesse degli intermediari e non dei singoli investitori.

<sup>59</sup> Il dovere di fornire una comunicazione «chiara e motivata» per giustificare tale scelta impone agli investitori istituzionali quantomeno un necessario «confronto» con i temi legati all'attivismo azionario. Vieppiù che l'obbligo di motivazione potrebbe esercitare un effetto deterrente, limitando il ricorso all'«*explain*» soltanto a quegli investitori muniti di valide ragioni volte a giustificare la mancata adozione della politica d'impegno.

<sup>60</sup> La *ratio* di tale disciplina va ricercata nella necessità di affrontare alcuni dei problemi di *agency* che si riscontrano nei rapporti tra investitori finali, intermediari e società emittenti, riconnessi alla c.d. *investment chain* e che derivano dal potere dei gestori di attivi e degli investitori istituzionali di assumere decisioni di investimento i cui effetti si ripercuotono sugli investitori finali. Per tale motivo, i doveri di *disclosure* relativi alla politica di investimento mirano, soprattutto, a dimostrare che le società quotate in cui il gestore o l'investitore professionale ha investito o intende investire siano in grado di assicurare adeguati ritorni all'investimento in capitale di rischio.

Infine, a presidio della disciplina introdotta, il Decreto *Governance* ha introdotto l'art. 193-*bis*.1, che prevede sanzioni amministrative pecuniarie da un minimo edittale di 2.500 ad un massimo di 150.000 euro nei confronti degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi che violino gli obblighi informativi sopra descritti<sup>61</sup>.

**9. I proxy advisor.** Con riguardo ai *proxy advisor* o, ai sensi dell'art.124-*quater*, co. 1, lett. c), TUF, «consulenti in materia di voto», le disposizioni indicate riportano pedissequamente quanto previsto dall'art. 2, par. 2, lett. g), della SHRD II. Pertanto, sotto il profilo oggettivo, le attività svolte dai consulenti in materia di voto si sostanziano nel produrre ricerche o nel rilasciare consigli o raccomandazioni di voto, a prescindere dalla fonte da cui sono state reperite le informazioni, siano esse diramate dalla società o di matrice extra-sociale.

Ciò che caratterizza, però, tali attività è la modalità di svolgimento delle stesse: infatti, ai fini dell'applicabilità della normativa in esame è necessario che le medesime vengano svolte «a titolo professionale e commerciale». Tali requisiti fanno sì che non siano sottoposti agli obblighi di trasparenza di cui all'art. 124-*octies* TUF i soggetti che esercitano le attività indicate con modalità “non commerciali”<sup>62</sup>. D'altra parte, le norme in esame nulla dicono circa i soggetti

---

<sup>61</sup> Di contro, il legislatore italiano ha relegato l'applicazione di misure sanzionatorie più “lievi” – e, di fatto, maggiormente coerenti con gli obiettivi della Direttiva Azionisti 2 e con gli obblighi di trasparenza imposti agli investitori istituzionali e ai gestori di attivi – alle sole ipotesi di scarsa offensività o pericolosità della condotta. In questi casi, infatti, può essere applicata, in luogo di quelle pecuniarie, una sanzione consistente (a) nell'ordine di eliminare le infrazioni contestate, anche indicando le misure da adottare e il termine per l'adempimento, o (b) nella dichiarazione pubblica avente ad oggetto la violazione commessa e il soggetto responsabile, ai sensi degli artt. 194-*quater*, co. 1, lett. c-*sexies*) e 194-*septies*, co. 1, lett. e-*quinquies*), TUF, nei quali sono stati appunto introdotti specifici richiami agli artt. 124-*quinquies*-124-*octies*. Le sanzioni in esame sono applicate, secondo le rispettive competenze e procedure sanzionatorie, dalla CONSOB, per le violazioni da parte dei gestori di attivi, nonché dall'IVASS, per le violazioni da parte delle imprese di assicurazione (di cui all'art. 124-*quater*, co. 1, lett. b), n. 1)), o dalla COVIP, per le violazioni da parte dei fondi pensione (di cui all'art. 124-*quater*, co. 1, lett. b), n. 2)).

<sup>62</sup> Quali ad esempio le associazioni di azionisti, che, nel ricevere le deleghe di voto, compiono tutte le attività descritte dall'art. 124-*quater*, co. 1, lett. c) anche al fine di indirizzare il voto dei rispettivi associati (v., in questo senso, G. BALP, *op. cit.*, 955). D'altro canto, non dovrebbero essere sottoposti ai predetti obblighi di trasparenza nemmeno gli azionisti “attivisti” promotori di campagne volte a influenzare gli altri soci nell'esercizio del diritto di voto. Ciò poiché i soci attivisti non compiono l'attività di persuasione con modalità e finalità commerciali, bensì nella differente ottica dell'esercizio dei rispettivi diritti sociali e della valorizzazione della propria partecipazione



richiedenti le prestazioni dei consulenti in materia di voto. Per quanto nella prassi i servizi dei *proxy advisor* vengano principalmente richiesti dai singoli investitori, anche l'ipotesi in cui sia lo stesso emittente a richiedere la consulenza ricade nell'ambito applicativo delle disposizioni citate, dal momento che anche in questo caso si potrà registrare "l'influenza" dei *proxy advisor* sull'esercizio dei diritti di voto da parte degli azionisti.

Guardando agli aspetti più di sistema della disciplina italiana di recepimento, si può osservare che anche gli obblighi di trasparenza posti in capo ai *proxy advisor*, previsti a livello comunitario dall'art. 3-*undecies* della SHRD II, sono stati trasposti in maniera pressoché pedissequa nell'art. 124-*octies* TUF, in forza del quale i consulenti in materia di voto sono tenuti a pubblicare una relazione annuale che contenga (quantomeno) le medesime informazioni richieste dalla normativa europea<sup>63</sup>.

Da ultimo, il co. 3 dell'art. 124-*octies* TUF ha investito la CONSOB di alcuni poteri di vigilanza, invero non previsti in seno alla Direttiva Azionisti 2. Segnatamente, l'Autorità, (i) ai sensi dell'art. 114, co. 5, TUF, può richiedere ai consulenti in materia di voto la pubblicazione di notizie e documenti reputati

---

azionaria. Ne discende, dunque, che una condotta di questo tipo, non soggetta agli obblighi previsti per le attività esercitate dai consulenti in materia di voto, sarà soggetta unicamente alla disciplina relativa agli accordi tra soci e sul loro agire coordinato (ossia le norme sulla trasparenza dei patti parasociali e sull'obbligo di lancio di un'offerta pubblica di acquisto totalitaria in caso di superamento delle soglie di partecipazione o di voto individuate dalla legge).

<sup>63</sup> Si fa riferimento a: (a) le caratteristiche essenziali delle metodologie e dei modelli applicati; (b) le principali fonti di informazione utilizzate; (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; (d) le modalità con cui, eventualmente, tengono conto delle condizioni normative e del mercato nazionale nonché delle condizioni specifiche delle società; (e) le caratteristiche essenziali delle politiche di voto applicate per ciascun mercato; (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; (g) la politica relativa alla prevenzione e alla gestione dei potenziali conflitti di interesse; (h) l'eventuale adesione ad un codice di comportamento ovvero l'illustrazione in maniera chiara e motivata delle ragioni della mancata adesione. Quanto alle previsioni di cui alle lettere (a)-(f), queste sono volte a garantire agli investitori che si rivolgono ai consulenti in materia di voto la possibilità di verificare l'affidabilità e l'accuratezza delle attività svolte da costoro. Quanto alla lettera (g), essa ha la finalità, tramite l'apposizione del relativo obbligo di trasparenza, di prevenire eventuali situazioni di conflitto di interesse in cui il consulente in materia di voto potrebbe incorrere, specie qualora eserciti attività c.d. ancillari nei confronti dell'emittente cui partecipa l'investitore "cliente". Da ultimo, la previsione di cui alla lettera (h) è volta ad incoraggiare l'adesione alle *best practice* sviluppate dagli operatori del mercato o dalle relative associazioni, tramite uno schema di "*comply or explain*".

necessari per l'informazione del pubblico e, in caso di inottemperanza, potrà provvedere essa stessa a spese dell'inadempiente; e (ii) ai sensi dell'art. 115, co. 1, lett. a)-c), TUF, può richiedere la comunicazione di notizie e documenti, anche tramite l'audizione dei componenti degli organi sociali, dei direttori generali e dei dirigenti del *proxy advisor*, e può eseguire ispezioni, con la finalità di controllare i documenti aziendali, con la possibilità di acquisirne copia. Si tratta di poteri che non sono andati esenti da critiche<sup>64</sup> poiché, non sostituendosi all'impianto sanzionatorio previsto dal Decreto *Governance*, tendono a (iper-)proteggere l'interesse dei soggetti destinatari dei doveri di *disclosure*. Invero, la tracciata duplicazione delle sanzioni potrebbe far propendere i *proxy advisor* per operare in ordinamenti europei che, a parità (o quasi) di disciplina sostanziale *in parte qua*, siano caratterizzati da apparati sanzionatori meno rigidi, potendo così offrire i propri servizi su tutto il territorio europeo in regime di libera prestazione.

Del resto, quanto appena detto trova la propria "chiusura del cerchio" a livello legislativo nella previsione relativa all'ambito di applicazione territoriale della disciplina italiana sui *proxy advisor*: infatti, ai sensi dell'art. 124-*quater*, co. 3, TUF, sono soggetti alla normativa nazionale i consulenti in materia di voto aventi la sede legale, una sede secondaria o, perfino, una rappresentanza stabile in Italia, a condizione, però, in quest'ultimo caso, che non abbiano la propria sede legale o principale in altro Stato membro. Ne consegue che l'ambito applicativo delle norme è ampiamente ridotto dal momento che molti *proxy advisor* operano nel mercato comunitario in regime di libera prestazione di servizi, avendo sovente sede legale e sede principale dislocate negli Stati membri<sup>65</sup>.

---

<sup>64</sup> V., ad es., le osservazioni congiunte di Assonime-Confindustria in sede di consultazione dello Schema di Decreto, ove era stato proposto di sostituire l'applicazione degli artt. 114 e 115 TUF con l'unico potere inerente alla richiesta dei documenti da pubblicare in forza dei previsti obblighi di trasparenza, in caso di mancato adempimento da parte dei consulenti in materia di voto.

<sup>65</sup> D'altra parte, per quanto attiene ai *proxy advisor* aventi sede esclusivamente in Stati extra UE non trova *tout court* applicazione la disciplina in esame, dal momento che il criterio adottato è quello della sede del prestatore e non quello del luogo in cui le prestazioni rese hanno un'incidenza concreta. Giova rilevare, tuttavia, che, in termini di prassi, i maggiori consulenti in materia di voto operano nel mercato comunitario mediante società controllate o tramite sedi secondarie, permettendo così l'applicazione della normativa recata dalla SHRD II. In questo senso, v. G. BALP, *op. cit.*, 955-956.

**10. L'identificazione degli azionisti.** Come anticipato, dell'identificazione degli azionisti si era già occupata la SHRD I<sup>66</sup>, recepita nell'ordinamento italiano con il d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27<sup>67</sup> che aveva introdotto l'art. 83-*duodecies* TUF<sup>68</sup>. Su tale disciplina è intervenuto il Decreto *Governance*, modificando, tra le altre, le norme di cui al citato art. 83-*duodecies* TUF e prevedendo che gli emittenti quotati hanno il diritto di richiedere agli intermediari l'identificazione degli azionisti che detengono azioni in misura superiore allo 0,5% del capitale sociale con diritto di voto<sup>69</sup>.

La previsione in questione, benché abbia limitato l'identificazione agli azionisti titolari di una partecipazione superiore allo 0,5% – con tutti i limiti, in termini di *policy*, già segnalati<sup>70</sup> – ha, nei fatti, vietato qualsiasi possibilità di limitare, mediante una clausola statutaria, il diritto di identificazione della società nei confronti dei soci, rendendo parimenti inefficace l'inserimento di una clausola che legittimi l'esercizio di tale facoltà in capo all'emittente. Viene meno, dunque, nei limiti della soglia citata, ogni pretesa di anonimato in capo ai singoli azionisti (compresi, in assenza di diversa specificazione da parte della norma in esame, gli azionisti di risparmio)<sup>71</sup>.

<sup>66</sup> Sul punto, v., *ex multis*, N. ATLANTE, M. STELLA RICHTER JR., *I diritti degli azionisti di società quotate e le nuove regole assembleari: la direttiva 2007/36/CE e il d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27. Il recepimento in Italia della direttiva sui diritti degli azionisti e le modificazioni statutarie conseguenti. Atti del Seminario tenutosi a Milano, 15 ottobre 2010*, in Fondazione italiana del notariato, 2010, disponibile presso il sito <http://elibrary.fondazione-notariato.it/articolo.asp?art=35/3501&mn=3>.

<sup>67</sup> D.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27, recante *Attuazione della direttiva 2007/36/CE, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate*, in G.U. n. 53 del 5 marzo 2010.

<sup>68</sup> Per un'ampia disamina della disciplina introdotta con la SHRD I, v., in luogo di molti, M. GARGANTINI, *Identificazione dell'azionista e legittimazione all'esercizio del voto nella s.p.a. quotate*, Torino, Giappichelli, 2012, 15 ss.; N. DE LUCA, *La nuova disciplina della gestione accentrata e della legittimazione degli azionisti (recepimento della direttiva sui diritti degli azionisti di società quotate)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, 259 ss.

<sup>69</sup> È altresì prevista la possibilità per gli emittenti di designare un soggetto terzo che effettui la richiesta di identificazione.

<sup>70</sup> Sul punto, v. *supra*, nt. 34 e 35.

<sup>71</sup> Al contempo, il co. 3 dell'art. 83-*duodecies* TUF prevede che i soci che detengono la metà della quota minima di partecipazione stabilita dalla CONSOB, ai sensi dell'art. 147-*ter*, co.1, TUF, possono richiedere alla società di avviare il processo di identificazione. In tal caso, i relativi costi saranno ripartiti tra gli azionisti richiedenti e l'emittente, secondo criteri che dovranno essere stabiliti dalla CONSOB. La ripartizione dei costi è espressamente prevista al fine di non incentivare l'uso dello strumento dell'identificazione da parte dei soci per finalità non coerenti con l'obiettivo perseguito dalla normativa in questione, ossia la facilitazione del coordinamento tra i soci stessi al fine di esercitare i diritti che richiedono una partecipazione qualificata.

Di converso, per quanto riguarda gli obblighi posti in capo all'emittente, il co. 4 dell'art. 83-*duodecies* TUF prevede, da un lato, che la società sia tenuta a dare comunicazione dell'avvenuta presentazione dell'istanza di identificazione e delle relative motivazioni, qualora si tratti di una richiesta avanzata dall'emittente medesimo; dall'altro lato, qualora si tratti di richiesta avanzata dai singoli azionisti, che l'emittente debba comunicare l'identità e la partecipazione complessiva dei soci istanti<sup>72</sup>.

Infine, con riguardo all'impianto sanzionatorio, le previsioni originariamente introdotte con il Decreto *Governance*<sup>73</sup> sono state successivamente modificate dal Decreto 84/2020, che, con l'obiettivo di rendere più chiaro il quadro punitivo, ha raggruppato nell'art. 190.1 TUF le sanzioni per la violazione degli obblighi in materia di gestione accentrata in capo agli intermediari<sup>74</sup>. L'intervento del Decreto 84/2020 si è caratterizzato per un impatto ulteriormente afflittivo, irrigidendo un quadro sanzionatorio già severo, anche

---

<sup>72</sup> In ogni caso, i dati ricevuti sono messi a disposizione dei soci su supporto informatico in un formato comunemente utilizzato senza oneri a loro carico, fermo restando l'obbligo di aggiornamento del libro soci.

<sup>73</sup> Segnatamente, l'art. 190.1-*bis* TUF introdotto con il Decreto *Governance* aveva individuato talune sanzioni amministrative pecuniarie (da euro 30.000 a 150.000) per le violazioni poste in essere da depositari centrali e intermediari (di cui all'art. 79-*decies*, co. 1, lett. *b*), TUF) degli obblighi di comportamento previsti dall'art. 83-*novies*, co. 1, lett. *g*) e *g-bis*) (tra cui, soprattutto, l'obbligo di trasmissione delle informazioni necessarie per l'esercizio dei diritti degli azionisti nei casi previsti dalla CONSOB con regolamento) e dall'art. 83-*novies*.l, TUF, in materia di non discriminazione, proporzionalità e trasparenza dei costi. Il Decreto *Governance* era contestualmente intervenuto sul co. 1 dell'art. 194-*quinquies* («Pagamento in misura ridotta»), introducendo la lett. *a-bis*.1), per allinearlo alle citate modifiche all'art. 190.1-*bis* TUF.

<sup>74</sup> Abrogando l'art. 190.1-*bis* e la lett. *a-bis*.1 del co. 1 dell'art. 194-*quinquies* introdotti, per l'appunto, dal Decreto *Governance*. Sono, dunque, confluite nell'art. 190.1 anche le sanzioni per la violazione degli obblighi previsti (a) dall'art. 83-*novies*, co. 1, lett. *g*) e lett. *g-bis*), nonché (b) dall'art. 83-*novies*.1. In secondo luogo, sono state integrate le fattispecie assoggettate a sanzione, includendo le violazioni degli obblighi previsti dall'art. 83-*novies*, co. 1 – e non soltanto dalle lett. *c*), *d*), *e*) ed *f*) dello stesso (come invece previsto dal Decreto *Governance*): viene, infatti, sanzionata anche la violazione dell'obbligo per l'intermediario previsto (a) dalla lett. *a*), di esercitare su mandato del titolare del conto, in nome e per conto dello stesso, i diritti inerenti agli strumenti finanziari; e (b) dalla lett. *b*), di effettuare le comunicazioni o rilasciare le certificazioni richieste per l'esercizio dei diritti relativi agli strumenti finanziari. Sono state parimenti incluse le ipotesi di violazione dell'art. 83-*quater*, co. 3, in materia di modalità di segregazione dei conti da parte dell'intermediario. Infine, è stata adeguata la cornice edittale ai nuovi limiti fissati dai criteri di delega contenuti nella Legge di Delegazione Europea 2018, comportando, per un verso, l'innalzamento del limite massimo della pena, da 5 a 10 milioni di euro, e, per altro verso, l'eliminazione dei criteri di commisurazione della pena legati al vantaggio ottenuto dall'autore della violazione.

mediante un ampliamento del novero delle condotte sanzionabili e un aumento considerevole dei limiti edittali previgenti.

**11. La remunerazione degli amministratori.** Sulla remunerazione degli amministratori, come detto, la Direttiva Azionisti 2 è intervenuta inserendo i descritti meccanismi di “*say on pay*” (*i.e.* il diritto degli azionisti di esprimere (i) un voto (vincolante o consultivo) sulla politica di remunerazione degli amministratori; e (ii) un voto (consultivo) sulla relazione che descrive i compensi corrisposti o dovuti agli amministratori nell’esercizio di riferimento in conformità alla politica approvata), incentrati sul coinvolgimento degli azionisti sia nella valutazione sia nell’approvazione delle politiche di remunerazione.

Sulla base di tali presupposti, in Italia, il Decreto *Governance* ha modificato l’art. 123-*ter* TUF, optando, per la prima sezione della relazione, per il modello di “*say on pay*” c.d. forte<sup>75</sup>, introducendo il voto vincolante degli azionisti sulla politica programmata per la remunerazione degli amministratori e dei dirigenti.

Quanto alle tempistiche, la nuova disciplina prevede che la politica di remunerazione debba essere sottoposta all’approvazione dei soci ogniqualvolta sia oggetto di modifica e, comunque, almeno con cadenza triennale<sup>76</sup>. D’altro canto, l’adesione al modello di “*say on pay*” c.d. forte ha come conseguenza che, in caso di mancata approvazione della politica di remunerazione, si applicherà l’ultima politica approvata in sede assembleare; in assenza di una politica

---

<sup>75</sup> Sui limiti del voto vincolante dell’assemblea sulla politica di remunerazione ai fini della neutralizzazione dei conflitti di *agency* tra soci e amministratori, v., tra gli altri, S. BRUNO, F. BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedura, risultati, prospettive*, in *Riv. soc.*, 2014, 1269 ss., secondo cui nelle società a capitale concentrato il voto assembleare si risolverebbe nel voto del socio o dei soci di controllo; v., altresì, S. BELCREDI ET AL, *Say on pay in a context of concentrated ownership, Evidence from Italy*, Quaderni di Finanza CONSOB, n. 76/2014, disponibile presso il sito <https://www.consob.it/web/area-pubblica/quaderni-di-finanza>, 32, secondo cui la vincolatività del voto potrebbe, paradossalmente, indurre gli azionisti stessi ad un approccio più prudente, limitando l’espressione di un eventuale dissenso.

<sup>76</sup> Da tale previsione discende, dunque, l’onere per gli emittenti di sottoporre a votazione ogni modifica non meramente formale della politica di remunerazione. Si tratta di una previsione che appare perfino più rigida del rispettivo riferimento comunitario, dal momento che la Direttiva Azionisti 2 si limita a prevedere l’approvazione assembleare solo in caso di modifiche «rilevanti» alla politica di remunerazione.

approvata in precedenza, nel dare attuazione alle remunerazioni si dovrà fare riferimento alle «prassi vigenti», con l'onere di sottoporre ai soci una nuova proposta in occasione della successiva assemblea annuale<sup>77</sup>.

Quanto alla seconda sezione della relazione, essa è dedicata a fornire un'adeguata rappresentazione di tutte le voci della remunerazione corrisposta, evidenziando la coerenza con la politica della società ed illustrando analiticamente i compensi corrisposti nell'esercizio di riferimento nonché i compensi da corrispondere in uno o più esercizi successivi a fronte dell'attività svolta. Rispetto a tale sezione, il legislatore italiano ha recepito le previsioni della Direttiva Azionisti 2 circa il voto consultivo degli azionisti, intervenendo sul co. 6 dell'art. 123-ter TUF: la facoltà riconosciuta agli azionisti tramite il c.d. "say on pay ex post", per quanto di natura consultiva, mira a rafforzare il monitoraggio sulle concrete modalità di attuazione delle politiche di remunerazione e ad incentivare un maggior dialogo tra l'emittente e gli azionisti<sup>78</sup>.

Quanto, infine, al quadro sanzionatorio, anche in questo caso la disciplina prevista dal Decreto *Governance*<sup>79</sup> è stata modificata dal Decreto 84/2020, con

---

<sup>77</sup> In termini di principio, in forza del carattere vincolante del voto degli azionisti sulla politica di remunerazione, l'eventuale delibera di approvazione assume una natura sostanzialmente autorizzativa rispetto alle delibere attuative sui compensi, rendendo la politica di remunerazione approvata – per usare le parole del Considerando (29) della SHRD II – la «struttura entro cui deve collocarsi il compenso degli amministratori». Sul piano operativo, tuttavia, non mancano le incertezze in ordine al coordinamento tra la delibera assembleare sulla politica di remunerazione e le successive delibere specifiche sui compensi, soprattutto vista l'assenza, nel nuovo testo dell'art. 123-ter del TUF, di previsioni di coordinamento con la disciplina civilistica in materia di compensi: si pensi, ad es., al tema della possibile impugnazione ex art. 2388, co. 4, cod. civ. di eventuali delibere consiliari sui compensi qualora queste siano in contrasto con la politica sulla remunerazione approvata in sede assembleare.

<sup>78</sup> Infatti, sebbene la portata meramente consultiva del voto privi l'eventuale responso negativo dell'assemblea di qualsiasi effetto rispetto alle delibere adottate in esecuzione della politica approvata in sede assembleare, tale voto è destinato ad assumere una significativa rilevanza in termini reputazionali, anche in ragione dell'onere della società, previsto dalla nuova lett. *b-bis* del co. 4 dell'art. 123-ter TUF, di illustrare nella successiva relazione in che modo si sia tenuto conto del voto espresso dagli azionisti l'anno precedente sulla seconda sezione della relazione. In questi termini, v. I. CAPELLI, *Le remunerazioni*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da Cera, Presti, vol. II, Bologna, Zanichelli, 2020, 1916 ss.

<sup>79</sup> In materia di politica di remunerazione e compensi corrisposti, il Decreto *Governance* ha modificato l'art. 192-bis TUF nella rubrica e nel co. 1-ter, nonché mediante l'inserimento del co. 1.1, per ricomprendere anche le violazioni dell'art. 123-ter TUF, disposizione quest'ultima che, fino all'entrata in vigore del Decreto *Governance*, non era presidiata da specifiche norme sanzionatorie. In particolare, è stata introdotta una sanzione amministrativa pecuniaria (da 10.000 a 150.000 euro) a carico delle società e dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione o controllo (ma per questi ultimi «qualora la loro condotta abbia contribuito a

un inasprimento delle sanzioni mediante l'innalzamento dei limiti edittali. Segnatamente, il co. 3 dell'art. 2 del Decreto 84/2020 è intervenuto sull'art. 192-*bis* TUF (già modificato dal Decreto *Governance*), da un lato, aumentando il massimo edittale delle sanzioni nei confronti delle società quotate (fino a 10 milioni di euro), così allineandolo alla soglia più elevata prevista dai criteri di delega, e, dall'altro lato, disciplinando autonomamente (nel nuovo co. 1.1-*bis*) le sanzioni nei confronti dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione o controllo (qualora la loro condotta abbia contribuito a determinare la violazione da parte della società) e prevedendo una cornice edittale che va da 10.000 a 2 milioni di euro<sup>80</sup>.

**12. Le OPC.** Infine, nel quadro della regolazione dei temi rilevanti ai fini dell'efficientamento del governo societario delle società quotate all'insegna del *long-term engagement* e della sostenibilità, mentre la SHRD II è intervenuta in modo massiccio in materia di OPC – con l'obiettivo di assicurare agli azionisti un'informativa tempestiva ed adeguati presidi nel caso di realizzazione di tali operazioni, lasciando agli Stati membri la facoltà di prevedere deroghe o requisiti maggiormente rigorosi in linea con le specificità dei rispettivi sistemi giuridici –, in Italia, il Decreto *Governance* è intervenuto in maniera contenuta con previsioni puntuali, volte al perseguimento degli obiettivi posti dalla Direttiva Azionisti 2, anche alla luce del carattere articolato ed all'avanguardia della previgente disciplina italiana in materia di OPC<sup>81</sup>.

---

determinare la violazione»), ovvero le sanzioni alternative della dichiarazione pubblica e dell'ordine di porre termine alle violazioni (di cui alle lett. *a*) e *b*) del co. 1 del medesimo articolo). È stata, inoltre, prevista all'art. 193 TUF una specifica sanzione amministrativa pecuniaria (da 10.000 a 100.000 euro) nei confronti del soggetto, incaricato di effettuare la revisione legale, che ometta di verificare l'avvenuta predisposizione della sezione della relazione sulla remunerazione riguardante i compensi corrisposti (ai sensi dell'art. 123-*ter*, co. 8-*bis*).

<sup>80</sup> Inoltre, salvo che il fatto costituisca reato, quando le violazioni sono connotate da scarsa offensività o pericolosità (e/o l'infrazione sia cessata), nei confronti tanto delle società quanto degli esponenti può essere applicata, in luogo di quelle pecuniarie, una sanzione consistente (a) nell'ordine di eliminare le infrazioni contestate – con eventuale indicazione delle misure da adottare e il termine per l'adempimento – e di astenersi dal ripeterle, o (b) nella dichiarazione pubblica indicante la persona giuridica (o, è da ritenere, il soggetto) responsabile della violazione e la natura della stessa.

<sup>81</sup> La disciplina italiana in materia di OPC ha origine prima della Riforma del diritto societario del 2003. I profili di carattere informativo erano contenuti nel Regolamento Emittenti, che prevedeva

Nello specifico, l'art. 1 del Decreto *Governance* ha modificato l'art. 2391-*bis* cod. civ., introducendo un nuovo co. 3 al fine di dare attuazione all'art. 9-*quater* della SHRD II. Tale nuovo comma fissa appositi criteri di “delega” affidando alla regolamentazione secondaria la declinazione di una disciplina che sia coerente con gli obiettivi tracciati dalla Direttiva Azionisti 2<sup>82</sup>, ossia: (i) un’informativa tempestiva rispetto alle OPC; e (ii) l’adozione di adeguati presidi di tutela degli azionisti, prevedendo che le OPC siano approvate dall’assemblea o dal consiglio di amministrazione tramite l’adozione di procedure che impediscano alla parte correlata di trarre vantaggio dalla sua posizione.

Nell’esercizio della “delega”, la CONSOB ha introdotto previsioni che hanno lasciato invariato l’impianto generale del Regolamento OPC<sup>83</sup>. Tuttavia, nel novero degli interventi di maggior impatto sulla disciplina procedurale – della cui totalità i limiti imposti dalla sinteticità della presente trattazione non consentono di dare adeguato conto<sup>84</sup> – quello che vale la pena evidenziare in

---

un obbligo di rendicontazione *ex post* al fine di garantire un’adeguata trasparenza nei confronti del mercato in caso di possibili operazioni «atipiche o inusuali» rispetto all’ordinaria gestione d’impresa. Il Codice di autodisciplina delle società quotate, d’altro canto, indicava i principi di buona *governance* previsti per neutralizzare i possibili profili di interesse e a ricondurre le operazioni “*at arm’s length*”. La collocazione di entrambi i profili, sia di trasparenza informativa sia procedurali, in un’unica fonte è conseguita alla “delega” di cui all’art. 2391-*bis* cod. civ. Tale disposizione, inserita tra i correttivi alla Riforma nel 2004, aveva affidato alla CONSOB l’indicazione di principi idonei a guidare gli organi di amministrazione delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio nell’adozione di regole che assicurassero adeguati flussi informativi e presidi atti a garantire la correttezza sostanziale e procedurale delle OPC. La relativa disciplina era stata successivamente realizzata mediante l’emanazione nel 2010 del Regolamento OPC. Su quest’ultimo, v. ASSONIME, *La disciplina della Consob in materia di operazioni con parti correlate*, Circolare n. 38 del 6 dicembre 2010, nonché, in dottrina, *Le operazioni con parti correlate*, a cura di Cariello, Milano, Giuffrè, 2011, *passim*; M. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*. Liber amicorum Antonio Piras, Torino, Giappichelli, 2010, 625 ss.; P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 319 ss.; A. POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2010, 1333 ss.; E. PUCCI, *Operazioni con parti correlate*, voce, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, Torino, UTET, 2015, 398 ss.

<sup>82</sup> Oltre all’art. 1, anche l’art. 4, co. 3, del Decreto *Governance* è intervenuto in materia di OPC, inserendo, all’interno della Parte V del TUF, l’art. 192-*quinquies* rubricato «*Sanzioni amministrative in tema di operazioni con parti correlate*» (su cui v. *infra*).

<sup>83</sup> In questo senso, v. P. VALENSISE, I. BUI, *Operazioni con parti correlate e remunerazioni: le modifiche alla regolamentazione Consob di recepimento SHRD 2*, in *Diritto Bancario online*, 2020, 1 ss.

<sup>84</sup> I punti nodali della disciplina, ritenuti fondamentali per conseguire un miglioramento della normativa secondo le esigenze europee, pur scomposti in tre blocchi, possono essere ricondotti sostanzialmente a due diversi livelli di intervento. Il primo riguarda i profili procedurali e gestionali delle OPC. Il secondo profilo è, invece, trasversale e riguarda gli aspetti di carattere



questa sede ha riguardato l'obbligo di astensione dal voto per gli amministratori «coinvolti nell'operazione»<sup>85</sup>.

Ferme restando le previsioni del Regolamento OPC per quanto riguarda gli azionisti<sup>86</sup>, la proposta regolamentare si è concentrata sul caso dell'amministratore coinvolto, prevedendo un divieto di carattere assoluto, fatto salvo quanto previsto dall'art. 2391 cod. civ. Tale ultimo articolo, introdotto con la Riforma del 2003, al fine di garantire la massima trasparenza delle operazioni gestorie, affronta i casi di potenziale conflitto di interessi mediante la previsione di uno schema procedimentalizzato, con obblighi di comunicazione e motivazione, ma non di astensione<sup>87</sup>.

Ebbene la previsione di un divieto di carattere assoluto nei confronti degli amministratori, così come previsto dal Decreto *Governance* ed attuato dalla CONSOB, si presenta in maniera distonica rispetto al descritto impianto del Codice civile. Se, infatti, l'obiettivo perseguito con le norme sopra citate era quello di garantire la liceità di ogni operazione suscettibile di essere esposta ad un rischio di conflitto di interesse mediante la previsione di schemi procedimentalizzati e di stringenti obblighi di trasparenza e motivazione, il rimedio adottato per le OPC, qual è per l'appunto l'obbligo di astensione, appare estremo. La previsione di tale dovere di astensione degli amministratori coinvolti

---

organizzativo (prevalentemente miranti a disciplinare il fenomeno delle operazioni in presenza di un'ipotesi di conflitto di interesse che può riguardare l'amministratore – o, a determinate condizioni, l'azionista – correlato).

<sup>85</sup> Sul punto, la lett. c) del nuovo co. 3 dell'art. 2391-*bis* cod. civ. ha delegato alla CONSOB la definizione dei casi in cui gli amministratori (e, a determinate condizioni, gli azionisti) sono tenuti ad astenersi.

<sup>86</sup> Sul punto, la Direttiva Azionisti 2 prevede che gli Stati membri possano consentire all'azionista che è una parte correlata di partecipare alla votazione, purché il diritto nazionale preveda adeguate misure di salvaguardia che si applicano prima o in occasione della procedura di votazione impedendo alla parte correlata l'approvazione della operazione nonostante il parere contrario della maggioranza degli amministratori indipendenti. Tale previsione, recepita nell'art. 2391-*bis* cod. civ. ha consentito di mantenere inalterata la disciplina prevista dal Regolamento OPC che già prevedeva misure di salvaguardia alternative all'astensione del voto del socio coinvolto nell'operazione, quali il coinvolgimento degli amministratori indipendenti o il meccanismo del c.d. *whitewash* in assemblea nel caso in cui il parere del comitato sia negativo.

<sup>87</sup> Nel medesimo solco si colloca la disciplina prevista in materia di Direzione e coordinamento di società di cui al Capo IX del Titolo V del Codice civile. Segnatamente, ai sensi dell'art. 2497-*ter* cod. civ. per le decisioni delle società soggette ad attività di direzione e coordinamento quando da queste influenzate, è previsto un obbligo di analitica motivazione.

nell'operazione si risolve, infatti, nell'affidamento delle leve decisionali in merito alle OPC soltanto a quei membri dell'organo amministrativo che, per effetto del nuovo regime di esenzione, non sarebbero interessati dall'obbligo di astensione.

Da tale nuova impostazione potrebbe discendere, dunque, una profonda modificazione degli assetti decisionali del consiglio ogniqualvolta si presentino operazioni caratterizzate da profili di correlazione. Sebbene l'obiettivo della disciplina sia il compimento dell'operazione nell'interesse della società e nel rispetto della correttezza sostanziale e procedurale delle condizioni, non è detto che esso si possa raggiungere mediante la sterilizzazione del voto in capo a uno o più amministratori in quanto coinvolti nell'operazione.

Alla luce del descritto dovere di astensione in capo agli amministratori considerati parti correlate, sarà, dunque, necessario precisare e valorizzare il ruolo che si intende riservare al gruppo degli amministratori indipendenti, stante la maggior responsabilizzazione e centralità ormai acquisite da tali figure, specie in tema di OPC<sup>88</sup>.

Da ultimo, dal punto di vista sanzionatorio, il Decreto *Governance* ha introdotto nel TUF l'art. 192-*quinquies*, che contempla una sanzione amministrativa pecuniaria, tanto in capo alle società (da 10.000 a 150.000 euro) quanto in capo ai soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione o controllo (da 5.000 a 150.000 euro)<sup>89</sup>. Anche in questo caso il legislatore è ulteriormente intervenuto con il Decreto 84/2020, innalzando i limiti edittali previsti.

---

<sup>88</sup> Il correlato aumento di responsabilità a cui tali soggetti saranno esposti, anche alla luce delle sanzioni ad essi irrogabili ai sensi del nuovo art. 192-*quinquies* TUF, introdotto dal Decreto *Governance*, imporrebbe di intervenire anche sulla remunerazione degli indipendenti, di fatto sino ad ora contenuta, proprio in ragione del caratterizzante requisito dell'indipendenza. Sul punto, il Codice di Autodisciplina si è di recente concentrato sulla definizione della nozione di indipendenza, sciogliendo alcune questioni interpretative. È stato, inoltre, incrementato il numero degli indipendenti, prevedendone, in una logica di proporzionalità, la metà del consiglio di amministrazione nelle sole società "grandi", e sono state incoraggiate riunioni tra soli indipendenti.

<sup>89</sup> È previsto un temperamento per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione o controllo poiché la sanzione si applica solo quando la loro «condotta ha inciso in modo rilevante sulla complessiva organizzazione o sui profili di rischio aziendali, ovvero ha provocato un grave pregiudizio per la tutela degli investitori o per la trasparenza, l'integrità e il corretto funzionamento del mercato» (secondo quanto stabilisce l'art. 190-*bis*, co. 1, lett. a), TUF cui la norma in esame rinvia).

In questo modo, la disciplina sanzionatoria ha inserito nell'ordinamento italiano, per la prima volta, una specifica sanzione, in capo agli amministratori, in caso di violazione dell'art. 2391-*bis* cod. civ. e delle relative disposizioni attuative (e, quindi, non più soltanto per la violazione delle regole di trasparenza informativa, bensì per qualunque violazione delle norme menzionate<sup>90</sup>). Tale scelta legislativa, se, da un lato, può indurre gli attori coinvolti, sotto la minaccia delle ingenti sanzioni, ad una maggiore *disclosure ex ante*, mitigando le problematiche connesse alle asimmetrie informative, dall'altro lato, rischia di ingessare entro le tipiche disarmonie delle procedure amministrative il fluido processo decisionale degli organi gestori degli emittenti in tema di OPC<sup>91</sup>.

**13. Conclusioni.** In definitiva, a valle della rassegna delle principali modifiche che la disciplina di attuazione della SHRD II ha apportato alla normativa nazionale, le osservazioni anticipate in premessa dovrebbero ora cogliersi nella loro dimensione più plastica.

Anzitutto, è emerso chiaramente che il legislatore italiano ha deciso di procedere ad un recepimento pedissequo delle disposizioni comunitarie, senza l'auspicabile esercizio della facoltà – concessa dallo strumento tecnico-normativo della direttiva – di valorizzare le specificità dell'ordinamento nazionale. Tale impostazione ha comportato l'emanazione di norme a tratti distoniche con la disciplina previgente: si pensi, ad es., al descritto obbligo di astensione imposto agli amministratori considerati parti correlate, in netto contrasto con

---

<sup>90</sup> La nuova disciplina sanzionatoria ha senz'altro contribuito a risolvere un equivoco di fondo della disciplina previgente, ossia quello per cui, a fronte di una conclamata violazione delle procedure OPC da parte dell'organo amministrativo, venivano irrogate dalla CONSOB le sanzioni – soltanto – agli emittenti e ai sindaci, ma non agli amministratori (il cui "inadempimento" era però il presupposto di punibilità dei primi). Essa, tuttavia, solleva concrete perplessità. L'art. 192-*quinquies*, co. 2, TUF si riferisce, genericamente, a tutti i «soggetti che svolgono funzioni di amministrazione e di direzione», senza distinguere – come sarebbe stato opportuno, e, dunque, senza graduare la responsabilità – a seconda del livello di coinvolgimento nella specifica OPC (ad es. nella conduzione delle trattative) o del ruolo effettivamente svolto. D'altra parte, la norma in questione, mediante il richiamo all'art. 190-*bis*, co. 1, lett. a), TUF, fa riferimento a "condizioni di punibilità" degli amministratori che, mentre appaiono appropriate in altri ambiti o fattispecie del diritto del mercato finanziario, scarso rilievo hanno nel contesto delle OPC.

<sup>91</sup> Sul punto, v. M. BIANCHI, M. MILIČ, *Article 14-b*, in *The Shareholder Rights Directive II. A Commentary*, a cura di Birkmose, Sergakis, Cheltenham, Edward Elgar, 2021, 286 ss.

l'impostazione collaudata del Regolamento OPC previgente e delle disposizioni del Codice civile in materia di interessi degli amministratori (art. 2391 cod. civ.) e di società sottoposte ad attività di direzione e coordinamento (2497-ter cod. civ.).

Inoltre, l'assenza di un'attività di raccordo, che tenesse conto dell'intelaiatura normativa (e di prassi) su cui il Decreto *Governance* si sarebbe innestato, testimonia una certa "pigrizia" del legislatore italiano che, anzi, spesso e volentieri (in materia di OPC, remunerazione degli amministratori, identificazione degli azionisti, trasparenza degli investitori istituzionali, gestori di attivi e consulenti in materia di voto), ha "delegato" alla normativa secondaria e all'autodisciplina il compito di attuare effettivamente quanto prescritto a livello comunitario (in una dinamica che, piuttosto che rappresentare una semplice normativa di "cornice", si è risolta in una vera e propria "meta-attuazione" della SHRD II).

Al contempo, la prova che si sia trattato di inerzia – anziché di consapevole valorizzazione delle fonti "soff" in qualità di garante dello sviluppo endogeno di una cultura di reciproco controllo tra investitori, emittenti e prestatori di servizi – è data dall'inasprimento dell'apparato sanzionatorio del Decreto *Governance* da parte del Decreto 84/2020, in chiara contraddizione con qualsivoglia ricostruzione alternativa<sup>92</sup>. Del resto, se, da un lato, in ottica comparata, il forte irrigidimento

---

<sup>92</sup> Sul punto, vale comunque la pena rilevare che proprio in ambito sanzionatorio si manifesta il maggior grado di autonomia dei legislatori nazionali, stante l'"*autonomia procedurale*" riconosciuta agli Stati membri nella scelta delle misure atte a dare applicazione alle regole comunitarie, alla luce dell'assenza di poteri di coercizione in capo all'ordinamento comunitario che, dunque, necessita degli interventi dei rispettivi apparati sanzionatori nazionali (v. R. MASTROIANNI, *Sanzioni nazionali per violazione del diritto comunitario: il caso del "falso in bilancio"*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2003, 621 ss.). L'ordinamento comunitario, quindi, come del resto è avvenuto anche nel caso della SHRD II, in ambito sanzionatorio non vincola le scelte del legislatore nazionale, se non nel risultato da raggiungere: qualsiasi soluzione adottata deve essere idonea al raggiungimento dello scopo. Il vincolo di adeguata sanzione, secondo la giurisprudenza della CGUE, trova il suo fondamento giuridico nell'art. 4 TUE (ex 10 TCE) – in combinato disposto con l'obbligo di tipo sostanziale che di volta in volta viene in rilievo in capo agli Stati – laddove è previsto che: "*Gli Stati membri adottano ogni misura di carattere generale o particolare atta ad assicurare l'esecuzione degli obblighi derivanti dai trattati o conseguenti agli atti delle istituzioni dell'Unione*". Già con la sentenza 2 febbraio 1977, causa 50/76, *Amsterdam Bulb*, la Corte aveva rilevato che l'art. 4 TUE (allora art. 5 del Trattato istitutivo della CEE) "*facendo obbligo agli Stati membri di emanare qualsiasi provvedimento [...] atto a garantire l'adempimento degli obblighi derivanti dagli atti delle istituzioni della Comunità, conferisce a ciascuno di essi la facoltà di scegliere i provvedimenti idonei, ivi comprese le sanzioni, anche penali*".

dell'ordinamento nazionale, tenuto conto, tra l'altro, dell'ampiezza (e, in fondo, genericità) delle fattispecie sanzionatorie (unite, come detto, al marcato rigore punitivo), rischia di porre gli emittenti italiani in una condizione di svantaggio competitivo rispetto agli omologhi europei, dall'altro lato, la previsione di condotte sanzionatorie potenzialmente indefinite e l'attribuzione alla CONSOB (e alle altre Autorità di vigilanza) di poteri di *enforcement* particolarmente pregnanti rappresentano un'evidente distonia rispetto alla filosofia di fondo della Direttiva Azionisti 2.

In effetti, le scelte del legislatore europeo rivelano implicitamente la consapevolezza che la disciplina di tali temi non può essere esclusivamente appannaggio della regolamentazione, bensì deve essere affidata, se non prevalentemente, quantomeno in misura significativa, allo sviluppo di *best practice*. In quest'ottica, possono essere lette, tra le altre, l'adozione della filosofia "*comply or explain*" in numerosi ambiti (ad es. in tema di *engagement*, remunerazione e *proxy advisor*) o la previsione (quantomeno dell'opzione) del voto non vincolante sulla politica di remunerazione, nonché la possibilità di limitare il diritto all'identificazione al di sopra di una soglia (comunque elevata) come lo 0,5% o la previsione di una pluralità di modelli per l'approvazione delle OPC. Secondo tale prospettiva, nella quale assume un ruolo chiave il meccanismo della trasparenza, ruotando l'intero impianto normativo attorno al valore centrale della *disclosure*, la predisposizione di un coerente modello sanzionatorio avrebbe dovuto piuttosto privilegiare il ricorso a strumenti informali (quali, ad es., la richiesta di informazioni integrative o le raccomandazioni o le censure), in grado di assecondare la crescita del *private enforcement*, relegando il sistema delle sanzioni amministrative ad un ruolo recessivo, essenzialmente a presidio degli aspetti costitutivi della trasparenza (ad es., quindi, in caso di mancata pubblicazione *tout court* delle informazioni previste).

Questa patente eterogenesi dei fini è, però, come detto, figlia della ricezione (quantomeno) "acustica" della SHRD II nell'ordinamento italiano.