

# TREVISAN & ASSOCIATI

STUDIO LEGALE

Viale Majno, 45 • 20122 Milano

Tel. +39 (0)2 8051133 • Fax +39 (0)2 8690111 • e-mail: mail@trevisanlaw.it

sito: <http://www.trevisanlaw.it>

Spett.le

**CONSOB**

**Divisione Strategie Regolamentari**

Via G.B. Martini, n. 3

00198 - Roma

Via SIPE – **Sistema Integrato Per l'Esterno**

Milano, 29 novembre 2019

**Oggetto:** *“Modifiche al Regolamento sulle Operazioni con Parti Correlate, al Regolamento Mercati e al Regolamento Emittenti in materia di trasparenza delle remunerazioni, dei gestori degli attivi e dei consulenti in materia di voto in recepimento della Direttiva (UE) 2017/828 (Shareholder Rights Directive II)”.*

Spett.le Commissione,

in relazione alla tematica in oggetto, si ritiene opportuno riportare di seguito alcune osservazioni relative alla prospettata revisione della regolamentazione già adottata da Consob in materia di operazioni con parti correlate e di trasparenza delle remunerazioni, nonché all’attuazione delle deleghe regolamentari di cui al D. L.vo n. 49/2019, relativo alla trasparenza dei gestori degli attivi e dei consulenti di voto.

Il contributo che segue, si basa sull’attività svolta da questa associazione professionale a favore di investitori istituzionali, nell’esercizio dei loro diritti amministrativi inerenti alle partecipazioni azionarie detenute in società quotate in Italia e, in particolare, per assicurare loro, su base continuativa, l’esercizio del diritto di intervento e di voto per delega nelle relative assemblee dei soci.

In tale contesto, è un dato di fatto che la presenza e la partecipazione attiva di tale categoria di azionisti alle assemblee di quotate italiane sia in continua crescita e l’espressione del loro voto sia sempre più articolata e complessa.

È, altresì, indubbio che il sistema di intervento e voto nelle assemblee dei soci di società quotate italiane si sia evoluto, nella disciplina come nella prassi, in misura significativa negli ultimi anni e che gli standard oggi assicurati per l'esercizio di tali diritti risultino allineati a quelli internazionali.

In tal senso, come correttamente illustrato da codesta Commissione nel proprio elaborato sottoposto a pubblica consultazione, la direttiva (UE) 2017/828 (“SHRD II” o “Direttiva”) muove proprio nel solco di tale impostazione in quanto, in termini generali, è volta a migliorare la governance delle società quotate tramite un maggiore e, soprattutto, consapevole, coinvolgimento degli azionisti nel governo societario, in un lasso di tempo non limitato ma di medio-lungo termine e attraverso meccanismi agevolatori dell'esercizio dei diritti loro spettanti.

Si ritiene opportuno trattare dapprima il tema della remunerazione - che, rispetto all'evento assembleare, ha in sé un impatto più rilevante - e, successivamente, gli altri due temi ovvero quello della regolamentazione della politica di impegno - che certamente rappresenta una novità anche per il nostro ordinamento giuridico - e quello sulle operazioni con parti correlate, naturalmente di estremo rilievo, ma meno connesso alla tematica dell'esercizio del voto da parte degli azionisti (se non in occasione del c.d. whitewash).

Non da ultimo, in considerazione del richiamo fatto da codesta Commissione alla rendicontazione e trasparenza dell'esito delle votazioni in tema di politica di remunerazione (con la pubblicazione dapprima del rendiconto sintetico e successivamente di quello analitico delle votazioni, a mezzo della pubblicazione del relativo verbale), si è ritenuto opportuno anche allegare un primo contributo in ordine alla tematica della conferma del voto e, più in generale, alla disciplina della partecipazione e dell'esercizio del voto in assemblea da parte degli azionisti, alla luce delle nuove disposizioni della SHRD II e del relativo regolamento attuativo della Commissione del 3 settembre 2018 (che entrerà in vigore nel 2020). Ci è parso, infatti, che i commenti ivi contenuti potessero essere utili per un'analisi complessiva della Direttiva in ordine al coinvolgimento degli azionisti nel governo societario, non solo in relazione al contenuto delle delibere in approvazione, ma anche dei meccanismi di voto ad esse correlati.

## **1. Modifiche alla disciplina in materia di trasparenza delle remunerazioni.**

Come è noto la Direttiva è fortemente orientata nel favorire la trasparenza e il coinvolgimento degli azionisti sul tema delle remunerazioni degli amministratori, prevedendo la pubblicazione da parte delle società quotate sia della politica di remunerazione che della relazione sui compensi individualmente corrisposti nell'esercizio di riferimento. Gli azionisti esprimono il proprio voto su entrambi i documenti e tale voto può avere natura vincolante o consultiva. La disciplina italiana contenuta nell'art. 123-ter TUF, come opportunamente rilevato da codesta Commissione, già prevedeva la pubblicazione della relazione sulla remunerazione (la cui denominazione è stata oggi modificata in “*relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti*”) in vista

dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio, nonché il voto consultivo (non vincolante) dell'assemblea dei soci sulla sola politica di remunerazione (prima sezione). Con l'emanazione del D. Lgs. n. 49 del 2019, il voto sulla politica di remunerazione ha assunto una connotazione vincolante ed è stato introdotto il voto consultivo sulla relazione sui compensi corrisposti.

Le modifiche che verrebbero apportate sul punto al Regolamento Emittenti - che si ritengono condivisibili - ricalcano in gran parte il contenuto della Direttiva e testimoniano l'evoluzione del sistema di partecipazione informata e consapevole degli azionisti in relazione a tematiche sensibili, quali quelle afferenti alle remunerazioni degli organi di governo societario. Soprattutto nell'ottica di una necessaria coerenza tra i target individuati ex ante e i risultati conseguiti ex post dall'Emittente, a cui i criteri di assegnazione delle remunerazioni variabili molto spesso fanno riferimento.

Si consideri a titolo esemplificativo il contenuto del nuovo comma 2-bis dell'art. 84 e del coevo Allegato 3A, Schema 7 bis, Sezione I ("Allegato") - nella veste da ultimo proposta da Consob - ove vengono fortemente enfatizzati, *inter alia*, i concetti di i) perseguimento degli interessi a lungo termine volti alla sostenibilità della società; (ii) chiarezza esaustività e differenziazione dei criteri per l'attribuzione della remunerazione variabile, in quanto basati su obiettivi di performance finanziari e anche non finanziari (in tal senso, appare di estremo interesse sia la previsione di cui all'art. 1, lett. b-bis) dell'Allegato ove deve essere illustrato "*come la società abbia tenuto conto del compenso e delle condizioni di lavoro dei propri dipendenti nella determinazione della politica delle remunerazioni*" che alla successiva lett. g), ove, in riferimento agli obiettivi di performance finanziari e non finanziari, occorre tenere conto "*di criteri relativi alla responsabilità sociale di impresa*"; (iii) connessione di tale componente variabile della remunerazione con il raggiungimento degli obiettivi, eventualmente distinta in base al livello di conseguimento degli stessi. Sotto tale profilo, si ritiene di dover rimarcare positivamente la specificazione di cui alla lettera j) dell'art. 1 dell'Allegato, ove viene richiesto di illustrare (naturalmente in modo chiaro e comprensibile) i meccanismi di correzione ex post della componente variabile della remunerazione.

E ciò, giova precisare, appare porsi in piena sintonia con le guidelines stilate, già da tempo, dai più importanti investitori istituzionali e loro proxy advisors (tra cui Institutional Shareholder Services ("ISS"), Glass Lewis & Co ("Glass Lewis"), ma anche Frontis Governance, PIRC, Proxyinvest, Minerva), in tema di "*executive compensation-related proposals*" e "*vote on remuneration (Say-on-Pay)*".

A titolo esemplificativo, ISS annovera tra le proprie guidelines<sup>1</sup> i seguenti principi generali:

---

<sup>1</sup> ISS "CONTINENTAL EUROPE Proxy Voting Guidelines Benchmark Policy Recommendations" - Effective for Meetings on or after February 1, 2020, Published November 19, 2019.

1. *Provide shareholders with clear, comprehensive compensation disclosures;*
2. *Maintain appropriate pay-for-performance alignment with emphasis on long-term shareholder value;*
3. *Avoid arrangements that risk “pay for failure”;*
4. *Maintain an independent and effective compensation committee;*
5. *Avoid inappropriate pay to non-executive directors<sup>2</sup>.*

Anche i principi generali utilizzati da Glass Lewis nell’ambito delle best practices, richiamano il tema della trasparenza come elemento centrale nell’analisi della politica della remunerazione delle Emittenti:

*“Glass Lewis believes that comprehensive, timely and transparent disclosure of executive pay is critical to allow shareholders to evaluate the extent to which the pay is keeping pace with company performance. When reviewing proxy materials, Glass Lewis examines whether the company discloses the performance metrics used to determine executive remuneration. We recognize performance metrics vary depending on the company and industry, among other factors, and may include any number of financial performance metrics. We believe companies should disclose why the specific performance metrics were selected and how the proposed incentive structure will provide alignment with strategy and performance, including explicit references, where appropriate, to KPIs described in relevant business cycles such as transformation plans. We favor full disclosure for senior executive remuneration packages and will generally support proposals seeking to improve transparency of senior executive pay amounts and structure”<sup>3</sup>.*

Sullo sfondo, come opportunamente sottolineato dalla Commissione, tuttavia, rimane il tema tutt’altro che secondario della calibrazione della disclosure al mercato rispetto alle esigenze di confidenzialità di alcuni dati delle Emittenti, non soltanto in riferimento alle particolari categorie di dati personali di cui all’art. 9, par. 1 del regolamento GDPR, ma anche in ordine a eventuali informazioni sensibili concernenti il business. E ciò, evidentemente, anche in tema di effettiva verifica ex post del conseguimento o meno degli obiettivi a cui viene generalmente parametrata la componente variabile della remunerazione degli amministratori.

Pur in tali premesse, oggi più che mai, il tema del livello di disclosure della struttura della politica di remunerazione rappresenta il primo elemento fondamentale per la valutazione da parte degli investitori e dei proxy advisors della accountability di un’Emittente.

---

<sup>2</sup> Nello specifico, in maniera più analitica e a chiarimento di alcune delle singole voci sopra menzionate, ISS riporta quanto segue. In riferimento al punto 1, *“Information on compensation-related proposals shall be made available to shareholders in a timely manner”* and *“The level of disclosure of the proposed compensation policy shall be sufficient for shareholders to make an informed decision and shall be in line with what local market best practice standards dictate”*. In relazione al punto 2 sopra menzionato *“The structure of the company's long-term incentives shall be appropriate, including, but not limited to, dilution, vesting period, and, if applicable, performance conditions”* and *“For awards granted to executives, ISS will generally require a clear link between shareholder value and awards, and stringent performance-based elements”*. Quanto al precitato punto 3, *“The board shall demonstrate good stewardship of investor's interests regarding executive compensation practices”*; *There shall be a clear link between the company's performance and variable awards*” and *“There shall not be significant discrepancies between the company's performance and real executive payouts”*. *“Significant pay increases shall be explained by a detailed and compelling disclosure”*.

<sup>3</sup> ISS and Glass Lewis Say on Pay guidelines 2018/19.

Ciononostante, riteniamo di dover sottolineare che a tale obiettivo potrebbe essere associato il rischio di un eccesso di informazioni e/o argomentazioni, in conseguenza della necessità di voler trattare in modo dettagliato e ampio tutti gli argomenti sulla politica di remunerazione, il che potrebbe rendere di difficile lettura le relative relazioni, specie laddove si dovessero introdurre ulteriori variabili legate alla tematica dei parametri non finanziari.

Quest'ultimo aspetto rappresenta, infatti, una novità che diventerà sempre più rilevante nell'ambito dei criteri di giudizio degli investitori e proxy advisors.

Non siamo ancora in grado di stabilire dove quest'evoluzione ci porterà, ma certamente il tema della sostenibilità sarà connesso, non solo all'assetto organizzativo e di business della società in senso proprio, ma anche alle politiche di remunerazione legate a target non finanziari.

In questo contesto dinamico con l'incremento dei parametri di riferimento, il tema dell'intelligibilità della politica di remunerazione, attraverso dei documenti di immediata lettura, costituisce - tra le varie - la chiave di successo attraverso la quale affrontare questo cambiamento normativo.

In tal senso, dunque, ci si permette di sottolineare un aspetto forse non sufficientemente enfatizzato, ovvero quello di una raccomandazione - quale standard di mercato per le Emittenti - della pubblicazione di un documento di sintesi della politica di remunerazione e del c.d. remuneration report ex post.

In tale documento - in pochissime pagine e/o tabelle - potrebbero essere condensati tutti gli elementi essenziali che potranno successivamente trovare approfondimento nel corpo più descrittivo della relazione stessa, a cui i singoli elementi faranno riferimento e/o rinvio. Ciò favorirà l'intelligibilità di un documento di immediata lettura, sufficiente per un'analisi generale, potendo poi l'azionista e/o il suo advisor ottenere maggiori informazioni di dettaglio nell'ambito della relazione vera e propria.

D'altro canto, proprio i proxy advisors, nel predisporre le raccomandazioni di voto sulla politica di remunerazione, dimostrano come sia possibile riassumere in schemi di sintesi tutti i principali elementi che hanno consentito loro di formulare, per l'appunto, un giudizio di approvazione o meno della rendicontazione.

Nel voler fornire un esempio - che non vuole certamente essere esaustivo, atteso che il documento di sintesi dovrebbe essere ponderato anche alla luce delle caratteristiche della politica di remunerazione specifica adottata da ciascun Emittente (tenuto conto anche dei vincoli regolamentari che riguardano i soggetti vigilati, tra cui le banche e le assicurazioni) - riteniamo che esso dovrebbe contenere gli elementi essenziali anzitutto della "fixed remuneration", ovvero i "non performance based pay elements" e poi della "variable remuneration", dei "pay ratio" generali, degli "award types e/o levels", dei "threshold payouts", dei "maximum payouts", delle "deferral provisions", delle "recovery provisions" (ovvero "malus" e "claw back"), delle "performance metrics" e dei "performance criteria", individuandosi sia i "financial

*metrics & criteria*” sia i “*non financial metrics & criteria*” e ciò, sia nell’ambito delle “*short term compensation/incentives*”, che nelle “*long term compensation/incentives*”, e conseguentemente i “*bonus pool metrics*” e “*individual awards*”, le “*discretionary remunerations*”, gli specifici piani di “*stock options*” in essere (individuando i loro termini essenziali “*vesting period*”, “*exercise price*” etc etc), le “*severance*” and i “*retirement benefits schemes*” e i “*non competition agreements*” in essere, i “*change of control arrangements*”, la “*remuneration committee composition*”, le “*executive and non executives ownership guidelines*”, i “*peer group*” su cui effettuare il “*benchmark*” della “*executives remuneration*”, e non da ultimo le “*proposed changes*” delle politiche di remunerazione.

Sotto un profilo sostanziale, in tale documento di sintesi si dovrebbe porre particolare enfasi sui meccanismi volti ad individuare il livello di trasparenza sul “*short-term compensation*” che potrà essere diverso da quello più ampio nella “*long term compensation*”, tenuto conto della necessità, per quanto possibile<sup>4</sup>, di assicurare trasparenza sulle c.d. “*performance metrics*” e sui “*performance targets*”, sia in chiave di valutazione “*ex ante*” - con rinvio alla sezione I della politica di remunerazione, sia in quella “*ex post*” della sezione II di rendicontazione di tale remunerazione.

Nell’apportare ulteriori spunti di riflessione, ci sembra evidente che, man mano che si allunga l’orizzonte temporale di riferimento e, quindi, si passasse da una remunerazione legata a obiettivi di breve periodo, rispetto ad una remunerazione legata a obiettivi di lungo periodo, il livello di disclosure dovrebbe essere differente, risultando, in termini generali, più giustificabile l’assenza di una full disclosure per gli obiettivi di breve periodo, rispetto a quelli di lungo periodo. Inoltre, se si considera che, sia nell’uno che nell’altro caso, alcuni di questi obiettivi potrebbero essere già stati diffusi al mercato, attraverso una presentazione di un piano industriale, allora appare evidente che non sarebbe obiettivamente difendibile la loro mancata esplicitazione ed il rapporto sussistente tra la remunerazione variabile e gli obiettivi già comunicati al mercato.

Inoltre, nell’ipotesi in cui i parametri di riferimento non fossero legati tanto ad obiettivi economici o finanziari, quanto ad obiettivi non finanziari (vedasi ad esempio, la remunerazione variabile legata alla funzione di controllo interno, alla compliance, alle risorse umane), allora non appare giustificata l’ipotesi che non siano resi espliciti detti obiettivi, proprio in quanto legati ad attività che, obiettivamente, poco avrebbero a che fare con temi sensibili rispetto alla concorrenza sul mercato. In tale contesto, si inserisce anche il tema della sostenibilità in senso lato del business, nonché dell’ESG che possiamo sin da ora ritenere fattori di successo per lo sviluppo delle Emittenti, senza che per essi debba valere un principio di riservatezza.

---

<sup>4</sup> ISS: “*Companies shall adequately disclose all elements of the compensation, including: Any short- or long-term compensation component must include a maximum award limit. Long-term incentive plans must provide sufficient disclosure of (i) the exercise price/strike price (options); (ii) discount on grant; (iii) grant date/period; (iv) exercise/vesting period; and, if applicable, (v) performance criteria*”(Pag. 21 dell’ISS “CONTINENTAL EUROPE Proxy Voting Guidelines Benchmark Policy Recommendations”, cit.).

Glass Lewis “*Where possible, companies should disclose the specific targets utilised as well as actual performance against the targets. Glass Lewis recognises that boards may be reluctant to disclose certain target data on the basis that it is commercially sensitive; however we believe companies should justify such non-disclosure, and commit to providing this information retrospectively*” (Pag. 9 ISS and Glass Lewis Say on Pay guidelines, cit.).

Fattori determinanti saranno poi quelli dell'esplicitazione dei "maximum award limits"<sup>5</sup> e dell'assenza e/o presenza molto limitata di remunerazioni discrezionali<sup>6</sup>. Sotto un profilo qualitativo, oltre che qualitativo, le informazioni di approfondimento nel corpo della relazione sui "pay ratio" generali, sui rapporti tra componente fissa e variabile della remunerazione, "award types e/o levels", i "threshold payouts", i "maximum payouts"<sup>7</sup>, le "deferral provisions", le "recovery provisions (ovvero "malus" e "claw back"<sup>8</sup>), sui c.d. "severance payments"<sup>9</sup>, costituiranno altrettanti fattori di successo per una buona rendicontazione agli azionisti del sistema adottato dall'Emittente. A questo si aggiungeranno tutte le necessarie informazioni sui piani di incentivazione i loro "vesting period"<sup>10</sup> e non da ultimo anche le analisi ex post delle remunerazioni e loro andamento in relazione ai risultati della società nel periodo di riferimento.

In tal senso, ci pare che anche la nuova disciplina possa porre l'enfasi sulla necessità di motivare adeguatamente - nel corpo principale della relazione - eventuali deroghe per fatti eccezionali alla politica adottata, segnalando tale evento nel documento di sintesi, nonché quello di motivare con elementi di concretezza e misurabilità, l'eventuale modifica della politica di remunerazione nel suo complesso, fino a quel momento seguita.

---

<sup>5</sup> ISS "Any short- or long-term compensation component must include a maximum award limit"(Pag. 21 dell'ISS "CONTINENTAL EUROPE Proxy Voting Guidelines Benchmark Policy Recommendations", cit.). Glass Lewis "Individual limits expressed as a percentage of base salary; and holding requirements for executives, preferably extending through the duration of their tenure" (Pag. 10 ISS and Glass Lewis Say on Pay guidelines,cit.).

<sup>6</sup> Diversamente, l'Emittente ha l'onere di spiegare agli investitori le motivazioni che hanno portato all'adozione di un'impostazione discrezionale nell'allocatione dei compensi: ISS "The structure of the company's short-term incentive plan shall be appropriate. The compensation policy must notably avoid guaranteed or discretionary compensation" (Pag. 21 dell'ISS "CONTINENTAL EUROPE Proxy Voting Guidelines Benchmark Policy Recommendations", cit.). Glass Lewis "A short-term bonus or incentive ("STI") should be demonstrably tied to performance that supports a company's strategy. This alignment is generally clearest when awards are based on quantifiable performance against disclosed targets. Where a discretionary approach is used when evaluating individual metrics or the overall assessment is utilised, the committee should explain its overall methodology, and its rationale for individual allocations". (Pag. 9 ISS and Glass Lewis Say on Pay guidelines,cit.). Ciò a valere anche sul remuneration report ex post "Where targets are not disclosed or award levels are determined on a discretionary basis, or where performance over the previous year appears to be poor or negative, the company should provide a clear explanation for why the payments were made" (Pag. 9 ISS and Glass Lewis Say on Pay guidelines,cit.).

<sup>7</sup> In riferimento a tale tematica, nel caso specifico della c.d. Equity-based compensation, si segnala che il proxy advisor ISS individua nel 5% del capitale sociale il volume massimo azionario da offrire all'esecuzione di un Piano di Incentivazione, a meno che non si tratti di società ad alto tasso di crescita o di Piani di Incentivazione particolarmente complessi e ben strutturati. In tal caso, la percentuale può crescere sino al 10% del capitale sociale. "The shares reserved for all share plans may not exceed 5 percent of a company's issued share capital, except in the case of high-growth companies or particularly well-designed plans, in which case we allow dilution of between 5 and 10 percent (...)" (Pag. 22 dell'ISS "CONTINENTAL EUROPE Proxy Voting Guidelines Benchmark Policy Recommendations", cit.).

<sup>8</sup> ISS "There shall be a clear link between the company's performance and variable awards. There shall not be significant discrepancies between the company's performance and real executive payouts" (Pag. 21 dell'ISS "CONTINENTAL EUROPE Proxy Voting Guidelines Benchmark Policy Recommendations", cit.).

Glass Lewis "In addition, we believe that at least a portion of bonuses should be subject to "malus" provisions, which allow companies to reclaim unvested bonuses on the basis of poor performance. Further, we believe that companies should implement "clawback" provisions whereby any bonus awarded may be recouped by the Company in the event of misstatement, or material fraud or misconduct by the recipient of a bonus award" (Pag. 9 ISS and Glass Lewis Say on Pay guidelines,cit.).

<sup>9</sup> Sia il proxy advisor ISS che Glass Lewis, in ordine alla tematica afferente ai c.d. severance payments a favore degli amministratori e, ritengono che gli stessi non debbano eccedere il limite temporale di 24 mesi, pur consapevoli che in Italia tale limite spesso viene superato. ISS: "Severance pay agreements must not be in excess of (i) 24 months' pay or of (ii) any more restrictive provision pursuant to local legal requirements and/or market best practices". Glass Lewis: "While we generally believe that severance payments should be limited to two years' fixed salary, executive severance agreements in Italy often exceed this cap". (Pagg. 2 e 5 "ISS and Glass Lewis Say on Pay guidelines", cit.).

<sup>10</sup> Glass Lewis"Performance periods of at least three years"; "Stretching targets that incentivise executives to strive for outstanding performance" (Pag. 10 ISS and Glass Lewis Say on Pay guidelines,cit.).

In questo contesto, potrebbe essere anche raccomandato alle Emittenti di maggiori dimensioni, di inserire, nella relazione sulla politica di remunerazione, un commento sulla rispondenza tra quanto proposto e la prassi di settore e le guidelines adottate vuoi dai principali proxy advisor vuoi dagli investitori istituzionali che detengano partecipazioni significative nel loro capitale, valutando altresì gli impatti delle possibili scelte operate in relazione al consenso o meno manifestato dagli investitori in sede assembleare.

Peraltro, l'attività di engagement con tali soggetti (investitori e proxy advisors) da parte di tali Emittenti, dovrebbe costituire una parte integrante del processo di elaborazione e definizione della politica di remunerazione e della relativa proposta all'assemblea.

Non da ultimo giova precisare come, relativamente alla tematica sulla trasparenza delle votazioni, di cui all'art. 9-bis della Direttiva<sup>11</sup>, la Commissione ritenga già recepite nell'ordinamento italiano le relative prescrizioni, dal momento che, per qualsiasi deliberazione assembleare, vengono richiesti (i) il rendiconto sintetico delle votazioni entro cinque giorni dalla data dell'assemblea e (ii) la pubblicazione del verbale assembleare entro trenta giorni dall'assemblea con il dettaglio analitico dei voti espressi da ciascun azionista ("*beneficial owner*") (artt. 125-quater del TUF e 85 del Regolamento Emittenti). Tale argomento appare assai rilevante anche in relazione all'implementazione e recepimento della disciplina europea a livello regolamentare (Regolamento di Esecuzione (UE) 2018/1212) dell'esercizio del diritto di voto da parte degli azionisti di cui la relativa conferma costituisce un elemento procedurale intrinseco. Per completezza espositiva – come già anticipato – e ritenendo che tale argomento possa essere di interesse nell'ambito del contesto in cui si sta trattando la presente disamina, si allega un primo contributo (Doc. 1 Osservazioni sulla SHRD II e relativo Regolamento Attuativo) in cui è stata approntata un'analisi delle norme comunitarie e domestiche rilevanti per il caso di specie.

## **2. Trasparenza dei gestori degli attivi e dei consulenti in materia di voto**

In riferimento alle novità normative relative alla tematica della "*Trasparenza dei gestori degli attivi e dei consulenti in materia di voto*", si concorda con la Commissione nel ritenere che l'intervento regolamentare illustrato in materia risulti meramente circoscritto alle modalità operative e ai connessi termini per il relativo adempimento. Si concorda, altresì, rispetto alla mitigazione dell'effettivo impatto di tale regolamentazione, alla luce delle modalità alternative di assolvimento degli obblighi di comunicazione in capo ai gestori degli attivi e ai consulenti in materia di voto.

---

<sup>11</sup> "Gli Stati membri assicurano che dopo la votazione dell'assemblea generale sulla politica di remunerazione, la politica sia pubblicata, congiuntamente alla data e ai risultati del voto, senza indugio sul sito internet della società e che rimanga accessibile gratuitamente al pubblico almeno per tutto il periodo di applicabilità"



Ciononostante, chi scrive ritiene che, con specifico riferimento ai proxy advisors, rimangano sullo sfondo alcuni interrogativi relativi alla stessa definizione di “consulente in materia di voto” fornita dall’art. 124-quater del TUF<sup>12</sup>.

Sotto tale profilo, potrebbero sorgere dubbi su come debba essere interpretato l’inciso “*a titolo professionale*” della definizione, soprattutto rispetto a quelle attività di consulenza che dovessero risolversi, nella sostanza, in una eventuale raccomandazione di voto fornita in maniera estemporanea, per quanto in esecuzione di un rapporto professionale in essere con il soggetto richiedente. Ci si chiede, ad esempio, se in relazione ad una determinata raccomandazione di voto o esplicitazione dello stesso, per cui sia stata avanzata una richiesta di verifica della correttezza dei parametri sui quali si è fondata tale raccomandazione e/o votazione (es una modifica statutaria e la sua interpretazione e/o l’applicazione di un principio di legge posto alla base dell’assunzione di una delibera) la relativa risposta esponga il soggetto interpellato a potersi qualificare come un “consulente in materia di voto”. In tal caso, pur essendo il responso dato in un contesto professionale, esso non rivestirebbe il carattere della “sistematicità e continuità” che pare caratterizzare l’attività propria di tale categoria di soggetti. Ci si domanda, dunque, se un soggetto che ha operato nei modi descritti poc’anzi, in ragione di tale estemporanea attività consulenziale, debba comunque soggiacere alla disciplina sulla trasparenza e, quindi, agli obblighi di comunicazione delle informazioni in relazione all’elaborazione delle proprie ricerche, consigli sulle raccomandazioni e/o espressioni di voto di cui all’art. 124 - octies del TUF.

Infine, a parere di chi scrive, la nuova disciplina sui proxy advisor pare opportunamente discostarsi da quanto da ultimo ipotizzato dalla Securities and Exchange Commission (“SEC”) negli Stati Uniti.

Il 31 ottobre scorso ISS ha, infatti, intentato una causa contro la SEC, al fine di ribaltare l’interpretazione di tale commissione del 21 agosto 2019, dal momento che tale organo si è spinto sino ad assimilare la consulenza in materia di voto ad una forma di sollecitazione del medesimo secondo le norme federali americane. ISS dal canto proprio (e a ragione) sostiene che fornire consulenza in materia di voto non concreti una sollecitazione di voto, atteso che il proxy advisors offre consulenza e ricerche indipendenti ai propri clienti su come votare sulla base delle proprie linee guida sulla politica di voto e non già sollecita l’espressione del voto di questi ultimi, proprio dell’attività di sollecitazione.

### **3. Modifiche alla disciplina in materia di operazioni con parti correlate.**

---

<sup>12</sup> Art. 124 quater, comma 1, lett. c) “*consulente in materia di voto*”: un soggetto che analizza, a titolo professionale e commerciale, le informazioni diffuse dalle società e, se del caso, altre informazioni riguardanti società europee con azioni quotate nei mercati regolamentati di uno Stato membro dell’Unione europea 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. 2. Le disposizioni previste nella presente sezione si applicano agli investitori istituzionali e ai gestori di attivi che investono in società con azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano o di un altro Stato membro dell’Unione Europea”.

La disciplina delle operazioni con parti correlate, come opportunamente rilevato da codesta Commissione, costituisce un presidio di fondamentale importanza per la tutela degli interessi degli azionisti di minoranza, dal momento che con la citata procedura è possibile arginare la forte pervasività degli azionisti di controllo e/o di riferimento, soprattutto in considerazione della struttura delle compagini azionarie della maggioranza delle Emittenti italiane connotata, ancora oggi, da un forte accentramento degli assetti proprietari in capo ad un azionista o ad un gruppo ristretto di azionisti, a differenza di quanto accade in realtà in cui gli assetti proprietari sono meno concentrati.

Ciò detto, l'ordinamento nazionale, anche prima dell'emanazione della Direttiva poteva considerarsi - a pieno titolo - in gran parte allineato con le esigenze di presidio e tutela di questa materia.

Nello specifico, entrando nel merito delle modifiche al Regolamento Operazioni con Parti Correlate adottato da Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e successive modifiche ("Regolamento") sottoposte a consultazione, *nulla quaestio* naturalmente in riferimento all'inserimento di un rinvio mobile ai principi contabili internazionali nell'ambito della definizione di "parte correlata", così come previsto dalla Direttiva all'art.2, lett. h.

Allo stesso modo, appare pienamente condivisibile l'inserimento tra le definizioni di cui all'art. 3 del Regolamento della lett. i-bis), atteso il carattere funzionale della menzione da parte del successivo art. 7 in riferimento all'astensione degli amministratori o consiglieri coinvolti nell'operazione. Con l'occasione, alla luce della sollecitazione avanzata dalla Commissione sul punto, si ritiene di condividere l'opzione 3 proposta, in quanto ritenuta più funzionale a valutazioni da effettuare in via preventiva e maggiormente impermeabile ad approcci discrezionali come nel caso dell'opzione 4 o ad impostazioni ermeneutiche ipertrofiche come nel caso dell'opzione 5.

In riferimento alla tematica afferente all' "Adozione delle procedure", si reputa doverosa la specificazione apportata all'art. 4, comma 1, lett. a), in relazione alla necessità di fissare criteri differenziati nell'individuazione delle operazioni di importo esiguo, in considerazione della natura delle controparti (si condivide la raccomandazione di definire soglie espresse in valore assoluto (controvalore dell'operazione), anziché attraverso grandezze di tipo percentuale e la possibilità che le procedure individuino "soglie di esiguità differenziate a seconda della tipologia dell'operazione o della categoria di parte correlata coinvolta").

Una valutazione analoga si ritiene possa essere espressa rispetto alla previsione di cui alla successiva lett. b) secondo la quale devono essere stabilite le modalità e i tempi con i quali gli amministratori o consiglieri indipendenti che esprimono pareri sulle operazioni con parti correlate valutano almeno annualmente la corretta applicazione dei casi di esenzione. Tra l'altro, per le operazioni di maggiore rilevanza, la predetta valutazione è effettuata in via preventiva. Sotto tale profilo, rilevato come si sia andati oltre il mero recepimento della Direttiva (atteso che è stata estesa l'applicazione della procedura di verifica anche alle altre ipotesi di esenzione e

non soltanto alle operazioni ordinarie e a condizioni di mercato ed è stata prevista l'adozione di tale valutazione in via preventiva per le operazioni di maggiore rilevanza), tale revisione periodica appare teleologicamente orientata, in ultima analisi, a garantire un costante miglioramento delle procedure adottate dalle Emittenti, con un evidente ricaduta positiva per la tutela degli interessi degli azionisti di minoranza.

In linea generale, in merito alla disciplina procedurale, quella già prevista dal Regolamento appare nella sua globalità coerente con gli obblighi indicati nella Direttiva (vedasi i presidi procedurali graduati in funzione della rilevanza delle operazioni, ovvero un comitato composto in maggioranza (operazioni di minore rilevanza) o esclusivamente da amministratori indipendenti (operazioni di maggiore rilevanza) volti ad impedire alla parte correlata di trarre vantaggio dalla propria posizione e a tutelare in modo adeguato gli interessi della società e, di rimando, delle minoranze.

In tal senso, si ritiene di accogliere favorevolmente l'inciso aggiunto all'art. 7, comma 1, lett. a) sulla necessaria allegazione del verbale della riunione del Comitato OPC, sia nel caso di operazioni di minore che di maggiore rilevanza, alla luce della discutibile prassi operativa che ha portato in alcuni casi alla mancata redazione scritta del parere o alla sua insufficiente o incompleta verbalizzazione.

Tale proposta di modifica consente a chi scrive di segnalare come l'occasione possa essere propizia per incentivare una modifica regolamentare volta a disciplinare in maniera ancora più incisiva le fasi prodromiche al rilascio del parere da parte del Comitato OPC.

In particolare, sarebbe auspicabile incentivare e regolamentare più dettagliatamente la necessità di assicurare la completezza, esaustività e tempestività al Comitato OPC, delle informazioni fornite dalle parti correlate e/o dai soggetti deputati a condurre l'istruttoria in relazione ad una determinata operazione (soprattutto nel caso di operazione di maggiore rilevanza stante la vincolatività del parere del Comitato OPC).

Un intervento ancora più incisivo per ribadire la necessità che il suddetto processo sia assolutamente presidiato, si innesta anche in relazione al contenuto del nuovo art. 192 -quinquies del TUF relativo alle "Sanzioni amministrative in tema di operazioni con parti correlate" introdotto dal D. L.vo n. 49 del 2019<sup>13</sup>. In tal senso, una maggiore trasparenza delle informazioni da sottoporre al Comitato OPC costituirebbe un valido presidio per la tutela degli interessi degli Emittenti e degli amministratori, rispetto al rischio di incorrere in una sanzione.

---

<sup>13</sup> 1. "Nei confronti delle società quotate nei mercati regolamentati che violano l'articolo 2391-bis del codice civile e le relative disposizioni di attuazione adottate dalla Consob ai sensi del medesimo articolo, si applica una sanzione amministrativa pecuniaria da euro diecimila a euro centocinquantamila".

2. "Salvo che il fatto costituisca reato, per le violazioni indicate nel comma 1, nei confronti dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione e di direzione si applica, nei casi previsti dall'articolo 190-bis, comma 1, lettera a), una sanzione amministrativa pecuniaria da eurocinquemila a euro centocinquantamila".

Andrebbe analizzata più nel dettaglio la fattispecie relativa alle conseguenze sanzionatorie che si determinerebbero in capo a quella parte correlata all'operazione (e che non svolge funzioni di amministrazione e di direzione) che dovesse fornire al Comitato OPC informazioni parziali o fuorvianti oppure, allo stesso modo, dovesse decidere di ometterne la trasmissione. In altri termini, occorre considerare come il Comitato OPC che ha approvato l'operazione, alla luce del compendio informativo sottoposto e rivelatosi successivamente incompleto, o parziale (nel senso di eccessivamente sbilanciato a favore degli interessi delle parti correlate), possa finire per esporsi alle conseguenze determinate dal parere reso. Appare in tal senso necessario un bilanciamento delle rispettive posizioni focalizzando l'attenzione anche sulla completezza del compendio informativo che le parti correlate sono tenute ad assicurare.

Per quanto riguarda il mantenimento delle norme relative al c.d. *whitewash* - nonostante l'assenza di un'analoga ipotesi all'interno della Direttiva - si ritiene che tale previsione, sebbene rivesta un carattere residuale, possa tuttavia fungere da ulteriore presidio - a livello procedurale - per le operazioni di maggiore rilevanza sottoposte all'approvazione dell'assemblea, sebbene tale proposta non sia stata avallata dagli amministratori indipendenti (ferma restando ogni valutazione che il mercato possa eventualmente offrire circa la possibilità di ridurre la soglia anti hold-out, nei limiti della ragionevolezza). Inoltre, si ritiene che debba essere incentivato l'utilizzo di tale procedura quale presidio aggiuntivo (in questo senso in termini di ratifica) nel caso opposto in cui gli amministratori indipendenti abbiano espresso parere positivo.

\*\*\*

Nella speranza di aver potuto contribuire costruttivamente a tale processo di consultazione e restando a completa disposizione, segnaliamo sin da ora la nostra disponibilità a che il presente contributo possa essere divulgato.

Distinti saluti



Avv. Dario Trevisan

Si allega: Doc. 1 - Osservazioni sulla SHRD II e relativo Regolamento Attuativo

# OSSERVAZIONI IN TEMA DI PARTECIPAZIONE ED ESERCIZIO DEL DIRITTO DI VOTO DA PARTE DELL'AZIONISTA DI SOCIETÀ QUOTATE

TREVISAN & ASSOCIATI  
STUDIO LEGALE

*ALLA LUCE:*

*(I) DELLA DIRETTIVA (UE) 2017/828 - DEL PARLAMENTO EUROPEO E  
DEL CONSIGLIO;*

*(II) DEL REGOLAMENTO DI ESECUZIONE (UE) 2018/1212 - DELLA  
COMMISSIONE.*

Avv. Dario Trevisan

## NORMATIVA DI RIFERIMENTO

2

- DIRETTIVA (UE) 2017/828 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO, IN DATA 17 MAGGIO 2017;
- REGOLAMENTO DI ESECUZIONE (UE) 2018/1212 DELLA COMMISSIONE, IN DATA 3 SETTEMBRE 2018;
- TESTO UNICO DELLA FINANZA, DI CUI AL D.LGS. 24 FEBBRAIO 1998, N. 58 – AGGIORNATO CON LE MODIFICHE APPORTATE DAL D.LGS. N. 49 DEL 10 MAGGIO 2019;
- REGOLAMENTO EMITTENTI CONSOB, ADOTTATO CON DELIBERA N. 11971 DEL 14 MAGGIO 1999 E SUCCESSIVE MODIFICHE;
- PROVVEDIMENTO UNICO SUL POST-TRADING, IN DATA 13 AGOSTO 2018.

## DIRETTIVA (UE) 2017/828 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO, IN DATA 17 MAGGIO 2017: RATIO

3

La Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo e del Consiglio («**Direttiva SHRD II**»), nell'obiettivo di individuare i requisiti relativi all'esercizio di taluni **diritti degli azionisti in relazione alle assemblee di Emittenti** che hanno la propria **sede legale in uno Stato membro** e le cui **azioni** sono **ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato situato o operante all'interno di un Stato membro**, ha richiesto ai singoli Stati Membri di definire ed attuare una disciplina giuridica in grado di incoraggiare l'impegno a lungo termine degli azionisti ed aumentare la trasparenza tra soci ed investitori, per il tramite

- (i) del **miglioramento della trasmissione delle informazioni lungo la catena di intermediazione** (attraverso la quale le azioni di società quotate sono registrate sui conti degli *account holder*), e
- (ii) della **previsione di modalità di voto idonee a garantire l'effettività del relativo diritto**, al fine di agevolare il loro esercizio da parte degli azionisti, **sia in caso di voto in proprio che per delega**.

## PREMESSE

4

Da una prima comparazione tra:

- (i) il **sistema normativo e regolamentare vigente nel nostro Ordinamento Giuridico** in materia di partecipazione ed esercizio del diritto di voto da parte degli azionisti e relativa **prassi applicativa**, e
- (ii) la **disciplina europea** come risultante dall'applicazione della Direttiva SHRD II e relativo Regolamento di Esecuzione (UE) 2018/1212 della Commissione, emesso in data 3 settembre 2018, (in vigore dal 3 settembre 2020), («**Regolamento Attuativo**»)

si può evincere come **il primo** si presenti, nella sostanza, **compliant** rispetto alla **seconda**.

Per varie ragioni legate, storicamente, alla centralità del capitalismo familiare nelle strutture societarie e, dunque, dell'azionista, che, nel tempo, si è evoluto su tale modello, il **nostro Ordinamento già prevede meccanismi di accreditamento assembleari, voto, registrazione dello stesso e rendicontazione degli eventi assembleari improntati a principi di effettività e trasparenza**, a differenza di alcuni Paesi europei ove, in taluni casi, non era possibile accreditarsi in proprio od ottenere rendicontazione sulla registrazione del voto.



## PREMESSE

5

Risulta, infatti, che a livello legislativo e regolamentare siano già assicurati nel nostro Ordinamento:

- (i) i **principali flussi informativi dalle Emittenti agli azionisti sull'evento assembleare**, attraverso la **pubblicazione dell'Avviso di Convocazione dell'assemblea, con relativo ordine del giorno** (ivi inclusa l'informativa sull'esercizio dei diritti degli azionisti legati all'evento assembleare) (ferma restando la questione **dell'eventuale ulteriore informativa dagli Intermediari ai propri account holders** su detto evento con informazioni su sito web ex art. 3 ter della **Direttiva SHRD II**);
- (ii) i **sistemi di accreditamento elettronici di partecipazione degli azionisti (c.d. Comunicazione di Accredimento o Avviso di Partecipazione)**, con l'identificazione nominativa degli stessi, ai fini dell'esercizio in proprio o per delega dei voti;
- (iii) i **sistemi di conferimento di delega anche in via elettronica e di trasmissione delle relative istruzioni di voto su supporti elettronici**;
- (iv) i **sistemi di registrazione anche in via elettronica dei voti all'atto della assunzione delle delibere assembleari** (anche attraverso il voto disgiunto esercitato dai delegati);
- (v) la **conferma degli stessi a mezzo di pubblicazione sul sito web**, da parte delle Emittenti, dell'esito delle votazioni **per aggregato e in via analitica**.

## TESTO UNICO DELLA FINANZA, DI CUI AL D.LGS. 24 FEBBRAIO 1998, N. 58 – AGGIORNATO CON LE MODIFICHE APPORTATE DAL D.LGS. N. 49 DEL 10 MAGGIO 2019: TITOLARE DEL DIRITTO DI VOTO

6

### Art. 83-quinquies - (Diritti del titolare del conto)

*«Effettuata la registrazione, il titolare del conto indicato nell'articolo 83-quater, comma 3, ha la legittimazione piena ed esclusiva all'esercizio dei diritti relativi agli strumenti finanziari in esso registrati, secondo la disciplina propria di ciascuno di essi e le norme del presente titolo. Il titolare può disporre degli strumenti finanziari registrati nel conto in conformità con quanto previsto dalle norme vigenti in materia. Salvo quanto previsto all'articolo 83-sexies TUF, la legittimazione all'esercizio dei diritti sopra indicati è attestata dall'esibizione di certificazioni o da comunicazioni all'emittente rilasciate o effettuate dagli intermediari, in conformità alle proprie scritture contabili, in favore del soggetto a cui spetta il diritto e recanti l'indicazione del diritto sociale esercitabile, secondo quanto previsto dal regolamento di cui all'articolo 82, comma 255».*

Tale disposizione ci consente di affermare che il titolare del conto, sia esso un diretto «*final account holder*», sia esso un altro «intermediario» (che ha, a sua volta, dei propri «*account holders*») è, in linea di principio, titolare dei diritti di voto. Al fine di consentire agli *account holders* di altro Intermediario di poter esercitare i relativi diritti è stato previsto l' **Art. 83-sexies - (Diritto d'intervento in assemblea ed esercizio del voto)** secondo il quale «*La legittimazione all'intervento in assemblea e all'esercizio del diritto di voto è attestata da una comunicazione all'emittente, effettuata dall'intermediario, in conformità alle proprie scritture contabili, in favore del soggetto a cui spetta il diritto di voto.*». In tal modo, il primo Intermediario comunicherà i nomi dei propri *account holders* all'ultimo Intermediario che li riceverà (ovviamente in senso figurato) nelle proprie «scritture contabili» e, sulla base di queste evidenze «contabili», emetterà la Comunicazione di Accreditamento.

UNA PRIMA FONDAMENTALE DISTINZIONE  
DIRETTIVA (UE) 2017/828 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO, IN DATA 17 MAGGIO 2017  
ARTICOLO 3 QUATER «AGEVOLAZIONE DELL'ESERCIZIO DEI DIRITTI DELL'AZIONISTA»

7

La Direttiva SHRD II prevede **due sistemi di voto** come identificati rispettivamente, al **Paragrafo 1** e al **Paragrafo 2** dell'art. 3 quater, rubricato «*Agevolazione dell'esercizio dei diritti dell'azionista*» - considerati tra di loro equivalenti, per quanto l'adozione del primo, (tra le due ipotesi alternative ivi previste), rappresenta un passo necessario, mentre il secondo è soltanto eventuale:

**Paragrafo 1** «*Gli Stati membri assicurano che gli intermediari agevolino l'esercizio dei diritti da parte dell'azionista, ivi compreso il diritto di partecipare e votare nelle assemblee generali mediante almeno uno dei seguenti elementi:*

- a) *l'intermediario adotta le misure necessarie affinché l'azionista o il terzo nominato dall'azionista possano esercitare essi stessi i diritti;*
- b) *l'intermediario esercita i diritti conferiti dalle azioni su esplicita autorizzazione e istruzione dell'azionista e nell'interesse di quest'ultimo.»*

**Paragrafo 2** «*Gli Stati membri assicurano che, in caso di votazioni elettroniche, la persona che ha espresso il voto riceva una conferma di ricezione del voto in formato elettronico.*

*Gli Stati membri assicurano che dopo l'assemblea generale l'azionista o un soggetto terzo nominato dall'azionista possano ricevere, almeno su richiesta, una conferma del fatto che i rispettivi voti sono stati validamente registrati e conteggiati dalla società, a meno che non siano già in possesso di tale informazione. Gli Stati membri possono stabilire un termine ultimo per la richiesta di tale conferma. Tale termine non può essere superiore a tre mesi dalla data del voto.»*

## UNA PRIMA FONDAMENTALE DISTINZIONE: (i) Il cd. «voto elettronicamente esercitato in assemblea»

8

Ferma restando la necessità di assicurare all'azionista l'**esercizio del voto in proprio**, nell'ambito dell'attuale disciplina europea, viene, infatti, operata una **distinzione fondamentale tra due sistemi di voto a distanza**:

**(i) IL VOTO ESERCITATO DALL'AZIONISTA CON SUPPORTI ELETTRONICI PER DELEGA E/O TRAMITE UN INTERMEDIARIO - IL CD. «VOTO ELETTRONICAMENTE ESERCITATO IN ASSEMBLEA» (SISTEMA MAGGIORMENTE DIFFUSO A LIVELLO EUROPEO) (ART. 3 QUATER, PARAGRAFO 1);**

Si tratta della modalità principale e più diffusa di esercizio del diritto di voto, attraverso la quale l'azionista vota **per delega, anche tramite un Intermediario**, attraverso un delegato **c.d. *proxy voting agent***, avvalendosi di sistemi informatici. In particolare - in relazione a quanto già avviene nel sistema attualmente vigente in Italia - **il voto viene esercitato su piattaforme elettroniche**, tramite le **quali l'istruzione di voto è trasferita ad uno o più Intermediari e/o loro *service provider* e recepita dal *proxy voting agent***, il quale, munito della relativa delega elettronica provvederà all'espressione del voto – in prevalenza a mezzo di supporti elettronici - **all'atto dell'approvazione delle delibere assembleari**, con relativa registrazione del medesimo da parte dell'Emittente e successiva pubblicazione sul sito web (ovvero mediante messaggio trasmesso *ad hoc* al rappresentante e/o all'azionista su richiesta). **L'accreditamento dell'azionista e conseguentemente del suo *proxy voting agent* è assicurato dall'ultimo degli Intermediari**, tramite flusso elettronico **dell'Avviso di Partecipazione alla *record date*** (che poi è lo stesso per il voto esercitato in proprio, fatto salvo che per questo non vi è il conferimento di delega ed istruzioni di voto).

## UNA PRIMA FONDAMENTALE DISTINZIONE: (ii) Il cd. «voto elettronico»

9

### (ii) IL VOTO ESERCITATO TRAMITE SCHEDA DI VOTO ELETTRONICA - IL CD. «VOTO ELETTRONICO» (ART. 3 QUATER, PARAGRAFO 2)

Si tratta di una modalità di esercizio del diritto di voto elettronico per corrispondenza, che viene espresso dall'azionista in un momento anteriore rispetto allo svolgimento dell'evento assembleare. Tale sistema di votazione dovrebbe prevedere **la diffusione capillare da parte delle Emittenti (a costi sostenuti dalle medesime)**, di c.d. **schede di voto elettroniche uniformi** per tutti gli azionisti, attraverso **una piattaforma elettronica uniforme a livello europeo a cui dovrebbero essere connessi, oltre che tutti gli azionisti, anche gli Intermediari al fine di certificare il possesso azionario delle azioni per cui è esercitato il voto. Gli azionisti dovrebbero provvedere a compilare le relative schede una volta che la loro posizione di legittimazione fosse cristallizzata dagli Intermediari e ritrasmetterle all'Emittente direttamente o tramite gli Intermediari.** In tal senso, l'Avviso di partecipazione dovrebbe contenere lo stesso numero di azioni computate per ciascuna scheda votata, e, nel caso, contenere anche le votazioni. Ottenuta tale combinazione, dovrebbe **originarsi in automatico da parte dell'Emittente una conferma di ricezione del voto elettronico** e, a seguito della registrazione dello stesso, **una successiva conferma della sua registrazione**, tramite la stessa piattaforma direttamente inviata agli azionisti. Ciò implica (o dovrebbe implicare) che - a differenza del c.d. voto elettronicamente esercitato in assemblea – **l'Avviso di partecipazione alla c.d. record date debba essere disponibile precedentemente all'esercizio del voto.** Il voto elettronico esercitato in via anticipata rispetto alla *record date* non consentirebbe, infatti, una **riconciliazione immediata ed automatica** tra la posizione di legittimazione e quella che l'azionista avrebbe alla data di esercizio del proprio diritto.

## IL REGOLAMENTO ATTUATIVO SUL «VOTO ELETTRONICAMENTE ESPRESSO IN ASSEMBLEA» E IL «VOTO ELETTRONICO»

10

La conferma della distinzione tra i due regimi giuridici del «**voto elettronicamente esercitato in assemblea**» e del «**voto elettronico**», e i relativi sistemi di voto, nonché della alternatività dei medesimi, è offerta - e trova pieno riscontro - proprio nel **Regolamento Attuativo della Direttiva SHRD II**.

Si osserva, in primo luogo, che, nell'ambito della disciplina dell'**Avviso di Convocazione**, la **Tabella in Allegato 3, Sezione D - Punto 1** (come richiamata dall'**Articolo 4**, rubricato «*Trasmissione dell'avviso di convocazione*»), enumera, nell'ambito delle modalità di partecipazione:

- (i) la **partecipazione virtuale** (cioè quella del *Cyber Meeting* a mezzo di collegamento virtuale in tempo reale dell'azionista o del suo rappresentante che esercita il voto in assemblea);
- (ii) la **partecipazione in persona** (dell'azionista con il voto dallo stesso in assemblea);
- (iii) la **partecipazione tramite un rappresentante** (*delegato* o *proxy voting agent* con il voto dallo stesso esercitato in assemblea);
- (iv) il **voto per corrispondenza** (ovvero il voto esercitato tramite schede di voto).

La previsione delle suddette modalità di partecipazione all'assemblea (per la verità, richiamate anche altrove nel testo delle Tabelle allegate al Regolamento Attuativo) **in via fra di loro alternativa**, vuole, all'evidenza, rimarcare la distinzione intercorrente **tra il cd. «voto elettronicamente esercitato in assemblea»** – suscettibile di essere inquadrato nelle categorie di cui ai **numeri (i), (ii), e/o (iii)** che precedono – e il cd. «**voto elettronico**» – **esercitato per scheda elettronica** e, dunque, rientrante nella categoria **sub (iv)**.

## IL REGOLAMENTO ATTUATIVO SUL «VOTO ELETTRONICAMENTE ESPRESSO IN ASSEMBLEA» E IL «VOTO ELETTRONICO»

11

Si osserva, in secondo luogo che, nell'ambito della disciplina dell'«**Avviso di partecipazione dell'azionista all'assemblea generale**», di cui all'**Articolo 6** del Regolamento Attuativo:

- da un lato - con riguardo al voto elettronicamente esercitato in assemblea - **il primo comma**, recita: «*Onde agevolare l'esercizio dei diritti da parte degli azionisti in assemblea generale, ivi compreso il diritto di partecipare e votare, come indicato all'articolo 3 quater, paragrafo 1, della direttiva 2007/36/CE, gli intermediari, se richiesto dall'emittente e su domanda dell'azionista, trasmettono l'avviso di partecipazione all'emittente per consentire all'azionista di esercitare esso stesso i propri diritti o di nominare un soggetto terzo che li eserciti su esplicita autorizzazione ed istruzione dell'azionista e nell'interesse di quest'ultimo*» (trattasi di un obbligo);

- dall'altro lato - con esclusivo riguardo al cd. voto elettronico - **il secondo comma**, recita che «*Qualora l'avviso di partecipazione contenga un riferimento ai voti (n.b. articolo 3 quater, paragrafo 2), l'ultimo intermediario garantisce che le informazioni riguardanti il numero di azioni in relazione alle quali è esercitato il diritto di voto siano coerenti con la posizione di legittimazione. Nel caso in cui l'avviso sia trasmesso fra gli intermediari prima della data di registrazione, l'ultimo intermediario aggiorna l'avviso, se necessario, per rendere le informazioni coerenti*» (trattasi di una facoltà, in quanto il riferimento ai voti è legata soltanto all'adozione del voto elettronico).

Se ne evince, pertanto, che l'Avviso di Partecipazione dovrà contenere un riferimento ai voti solo se sia esercitato il voto elettronico, e non quello con supporti elettronici esercitato in proprio e/o per delega e/o tramite un rappresentante.

## IL REGOLAMENTO ATTUATIVO SUL «VOTO ELETTRONICAMENTE ESPRESSO IN ASSEMBLEA» E IL «VOTO ELETTRONICO»

12

A conferma di ciò, l'Articolo 6, **comma 3**, del Regolamento Attuativo, nel definire «*I tipi minimi di informazioni e di elementi di dati che contiene l'avviso di partecipazione di un'azionista a un'assemblea generale*», fa rinvio **alla Tabella 5 in Allegato**, la quale prevede che **l'Avviso di Partecipazione contenga le indicazioni di voto** di cui alla **Sezione C** solo «*se applicabile*» ovvero – più correttamente – **soltanto in caso di voto cd. elettronico**.

Nello stesso senso, occorre, altresì, osservare che, **l'Articolo 7 del Regolamento Attuativo**, rubricato «*Formato della conferma di ricezione, registrazione e conteggio dei voti*», **si applica solo in caso di voto elettronico**:

«1. *I tipi minimi di informazioni e di elementi di dati che contiene una conferma di ricezione dei voti espressi elettronicamente, come indicato all'articolo 3 quater, Paragrafo 2*, ( che recita «*Gli stati membri assicurano che, in caso di votazione elettroniche ....(n.b. non ai sensi del Paragrafo 1 della stessa norma - vedi slide 7) primo comma, della direttiva 2007/36/CE, figurano nella tabella 6 dell'allegato.*»

«2. *I tipi minimi di informazioni e di elementi di dati che contiene una conferma di registrazione e conteggio dei voti trasmessa dall'emittente all'azionista o a un soggetto terzo nominato dall'azionista, come indicato all'articolo 3 quater, paragrafo 2* (n.b. non ai sensi del comma 1 della stessa norma che riguarda il voto elettronicamente espresso in assemblea), *secondo comma, della direttiva 2007/36/CE, figurano nella tabella 7 dell'allegato*»,

In definitiva, **solo in caso di «voto elettronico»** tramite schede di voto è previsto l'inoltro della **cd. Conferma di ricezione dei voti** (di cui alla **Tabella 6** in Allegato), **nonché della cd. Conferma di registrazione e di conteggio degli stessi** (di cui alla **Tabella 7** in Allegato), da inviarsi nel **termine di 15 giorni** di cui all'art. 9 del Regolamento Attuativo, e non si applica per il «voto elettronicamente espresso in assemblea».



## 1. LE MODALITÀ DI CONVOCAZIONE

13

Analizzando, nello specifico, **il contenuto dei flussi informativi minimi** e con riferimento, anzitutto, alle **modalità di diffusione della convocazione dell'assemblea e relativa informativa**, si conferma che l'attuale procedura prevista per le Emittenti quotate alla Borsa Italiana **sia pienamente conforme ai requisiti di cui alla Direttiva SHRD II e del Regolamento Attuativo**, fatta salva l'eventuale necessità che sia assicurata ai sensi dell'art. 3 ter della Direttiva SHRD II la **trasmissione dagli Intermediari agli azionisti propri *account holders*** o loro rappresentati (i) della **notizia dell'evento assembleare** e (ii) della **reperibilità delle informazioni sul sito internet dell'Emittente**.

Come potrà meglio evincersi dalla comparazione tra la normativa europea di cui alla Direttiva SHRD II ed al Regolamento Attuativo (da un lato), e la normativa legislativa e regolamentare vigente nel nostro Ordinamento Giuridico (dall'altro lato), infatti, le informazioni e i requisiti minimi riguardanti i tipi ed il formato delle informazioni da trasmettere, nell'Avviso di Convocazione, ai sensi dell'articolo 3 ter, paragrafi 1, 2, 3 e 5, della direttiva 2007/36/CE, come individuati dalla **Tabella 3 in Allegato al Regolamento Attuativo della Direttiva SHRD II**, sono tutti già previsti **nell'ambito del nostro sistema interno**, come risultante dal **Testo Unico della Finanza, di cui al D.lgs. 24 febbraio 998, n. 58** – aggiornato con le modifiche apportate dal D.lgs. n. 49 del 10 maggio 2019, all'**Articolo 125 bis** (rubricato «Avviso di convocazione») e **dalla relativa prassi applicativa**.

## 1. LE MODALITÀ DI CONVOCAZIONE

14

In tal senso, infatti, quando **le informazioni di cui alla Tabella 3** allegata al Regolamento Attuativo della Direttiva SHRD II relative alla convocazione di un'assemblea generale, siano disponibili per gli azionisti sul sito Internet dell'Emittente, **l'Avviso di Convocazione** preparato dall'Emittente e trasmesso dagli Intermediari **dovrà contenere solo le rubriche A, B e C, compreso l'hyperlink dell'URL che rinvia al sito Internet.**

**In tal senso, potrebbe risultare opportuna la specificazione, da parte dell'Emittente, sul proprio sito web, in occasione della pubblicazione dell'ordine del giorno, della sequenza delle delibere da sottoporre all'approvazione degli azionisti, con identificatore unico del relativo punto all'ordine del giorno.**

In alcune ipotesi, infatti, **non vi è piena rispondenza numerica tra i punti di cui all'Avviso di Convocazione e le delibere ad essi relative.**

A titolo soltanto esemplificativo, si pensi alla «**Nomina del Consiglio di amministrazione di cui all'art. 2364, comma 1, n. 2 Cod. Civ.**» che potrebbe implicare - in quanto non accorpate - quattro delibere da approvare: (i) il numero dei consiglieri; (ii) la durata in carica; (iii) la loro nomina tramite il c.d. voto di lista; (iv) il compenso complessivo spettante al consiglio di amministrazione, delibere alle quali si potrebbero aggiungere, ove espressamente previste nei punti all'ordine del giorno, la (v) nomina del Presidente e (vi) la dispensa dal divieto di concorrenza di cui all'art. 2390 Cod. Civ.

## 1. COMPARAZIONE DELLE MODALITÀ DI CONVOCAZIONE

Normativa europea di cui alla Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo e del Consiglio, in data 17 maggio 2017 e al Regolamento di Esecuzione (UE 2018/1212) della Commissione, in data 3 settembre 2018  
Tabella 3 – Allegato Regolamento di Esecuzione (UE) 2018/1212 della Commissione, in data 3 settembre 2018

Testo Unico della Finanza, di cui al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 – aggiornato con le modifiche apportate dal D.lgs. n. 49 del 10 maggio 2019

- Art. 125 bis «Avviso di convocazione» e relativa prassi applicativa –

### A. Specifiche relative al messaggio (obbligatoria)

1. Identificatore unico dell'evento
2. Tipo di messaggio

### B. Specifiche relative all'emittente (obbligatoria)

1. ISIN
2. Nome dell'emittente

### C. Specifiche relative all'assemblea (obbligatoria)

1. Data dell'assemblea generale
2. Ora dell'assemblea generale
3. Tipo di assemblea generale
4. Luogo dell'assemblea generale
5. Data di registrazione
6. Localizzatore uniforme di risorse (*Uniform Resource Locator* - URL)

- E' previsto (cd. Nos - Numero Operazione Speciale)

- E' previsto

- E' previsto

- È previsto

- È previsto

- È previsto

- È previsto

- È previsto

- È previsto

- È previsto

## 1. COMPARAZIONE DELLE MODALITÀ DI CONVOCAZIONE

16

**Normativa europea di cui alla Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo e del Consiglio, in data 17 maggio 2017 e al Regolamento di Esecuzione (UE 2018/1212) della Commissione, in data 3 settembre 2018**  
**Tabella 3 – Allegato Regolamento di Esecuzione (UE) 2018/1212 della Commissione, in data 3 settembre 2018**

**Testo Unico della Finanza, di cui al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 – aggiornato con le modifiche apportate dal D.lgs. n. 49 del 10 maggio 2019**

**- Art. 125 bis «Avviso di convocazione» e relativa prassi applicativa –**

### **D. Partecipazione all'assemblea generale (facoltativo se hyperlink)**

1. Modalità di partecipazione dell'azionista
2. Termine fissato dall'emittente per la notificazione della partecipazione
3. Termine per il voto fissato dall'emittente

- E' previsto
- E' previsto
- E' previsto

### **E. Ordine del giorno (facoltativo se hyperlink)**

1. **Identificatore unico del punto all'ordine del giorno**
2. Titolo del punto all'ordine del giorno
3. Localizzatore uniforme di risorse (*Uniform Resource Locator* - URL)
4. Voto
5. Opzioni di voto alternative

- **Non è previsto** (a cura dell'Emittente)
- E' previsto
- E' previsto
- Facoltativo; in ogni caso è previsto
- Facoltativo; è previsto

### **F. Specifiche relative ai termini per l'esercizio di altri diritti da parte degli azionisti (facoltativo se hyperlink)**

1. Oggetto del termine
2. Termine applicabile fissato dall'emittente

- E' previsto
- E' previsto

## 2. LA PROCEDURA DI ACCREDITAMENTO DEGLI AZIONISTI ALL'ASSEMBLEA: L'AVVISO DI PARTECIPAZIONE E LA CONFERMA DELLA LEGITTIMAZIONE

17

Anche il flusso previsto nel nostro Ordinamento giuridico **in relazione all'accREDITamento degli azionisti all'assemblea** risulta essere, nella sostanza, **rispondente a quanto previsto dalla Direttiva SHRD II dal Regolamento Attuativo**.

Semmai, occorrerà procedere **all'aggiornamento dei formati elettronici (ISO 15022 - ISO 20022), aggiungendovi, eventualmente, taluni campi**. Quello che nella normativa europea viene definito “**Avviso di Partecipazione**”, nella prassi vigente, viene normalmente identificato come «**Comunicazione di AccredITamento**», (e/o «Conferma di partecipazione», e/o «Certificazione di possesso» e/o «CoH» e/o «Ticket assembleare» etc.), effettuata attraverso un flusso elettronico che consente **l'identificazione non solo del richiedente e/o del c.d. *legal owner* (ad es. *Intermediario*), bensì anche del c.d. *beneficial owner* (*account holders*), nonché del quantitativo di azioni ad esso riferibili, l'identificazione dell'evento assembleare** in relazione al quale si intende esercitare il relativo diritto.

Parimenti, considerando quella che, nel corpo normativo europeo, viene definita la “**Conferma della Legittimazione**” (e che la stessa, nella sostanza e nei suoi elementi essenziali, è equivalente all'Avviso di Partecipazione), l'attuale rilascio della c.d. **copia della «Comunicazione di AccredITamento»** all'azionista - che ne faccia richiesta - per verificare il suo avvenuto accredITamento all'evento assembleare, risulta essere **rispondente ai requisiti minimi di contenuto che detta attestazione dovrà presentare, fatto salvo, esclusivamente, l'eventuale aggiunta del numero del conto titoli e del titolare del conto**.

## 2. LA PROCEDURA DI ACCREDITAMENTO DEGLI AZIONISTI ALL'ASSEMBLEA: L'AVVISO DI PARTECIPAZIONE E LA CONFERMA DELLA LEGITTIMAZIONE

18

Il sopra richiamato allineamento tra **contenuto minimo dell'Avviso di Partecipazione e della Conferma della Legittimazione**, da una parte, come individuati nella Tabella 5 e nella Tabella 4 in Allegato al Regolamento Attuativo della Direttiva SHRD II, e la **Comunicazione di Accredimento o copia** della medesima, dall'altra, come individuati nel **Provvedimento Unico sul Post Trading, del 13 agosto 2018, agli Articoli 41** (rubricato «Richiesta di comunicazione o di certificazione all'ultimo intermediario») e 42 (rubricato «Comunicazioni per il diritto di intervento in assemblea») - e relativa prassi di applicativa, incontra, infatti, **solo alcune eccezioni** di seguito individuate.

## 2.1 COMPARAZIONE DELL'AVVISO DI PARTECIPAZIONE

19

Normativa europea di cui alla Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo e del Consiglio, in data 17 maggio 2017 e al Regolamento di Esecuzione (UE 2018/1212) della Commissione, in data 3 settembre 2018  
- Tabella 5 – Allegato Regolamento di Esecuzione (UE) 2018/1212 della Commissione, in data 3 settembre 2018 -

Provvedimento Unico sul Post Trading, in data 13 agosto 2018

- Art. 41 «Richiesta di comunicazione o di certificazione all'ultimo intermediario»;  
Art. 42 «Comunicazioni per il diritto di intervento in assemblea» - e relativa prassi applicativa -

### A. Specifiche relative all'avviso

1. Identificatore unico dell'avviso di partecipazione
2. Tipo di messaggio
3. Identificatore unico dell'evento
4. ISIN

### B. Partecipazione

1. Modalità di partecipazione
2. Nome dell'azionista
- 3(a).Identificatore unico dell'azionista nel caso si tratti di una persona giuridica
- 3(b).Identificatore unico dell'azionista nel caso si tratti di una persona fisica

- E' previsto (numero di Comunicazione di Accredimento)
- E' previsto
- E' previsto
- E' previsto

- Facoltativo; in ogni caso non è previsto
- E' previsto
- **Non è previsto** (salvo farlo coincidere con il numero di Comunicazione di Accredimento)
- **Non è previsto** (salvo farlo coincidere con il numero di Comunicazione di Accredimento)

## 2.1 COMPARAZIONE DELL'AVVISO DI PARTECIPAZIONE

20

**Normativa europea di cui alla Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo e del Consiglio, in data 17 maggio 2017 e al Regolamento di Esecuzione (UE 2018/1212) della Commissione, in data 3 settembre 2018**  
**- Tabella 5 – Allegato Regolamento di Esecuzione (UE) 2018/1212 della Commissione, in data 3 settembre 2018 -**

4. Nome del rappresentante o altro soggetto terzo nominato dall'azionista
  5. Identificatore unico del rappresentante o altro soggetto terzo nominato dall'azionista
- C. votazione, se applicabile**
1. Punto all'ordine del giorno
  2. Posizione di voto
  3. Numero di azioni in relazione alle quali è esercitato il diritto di voto

**Provvedimento Unico sul Post Trading, in data 13 agosto 2018**  
**- Art. 41 «Richiesta di comunicazione o di certificazione all'ultimo intermediario»;**  
**Art. 42 «Comunicazioni per il diritto di intervento in assemblea» - e relativa prassi applicativa -**

- Facoltativo; in ogni caso non è previsto
- Facoltativo; in ogni caso non è previsto

**Se applicabile (solo ed esclusivamente in caso di voto elettronico e, dunque, non nella ipotesi di voto elettronicamente espresso in assemblea che anzi non potrà, né dovrà prevedere alcun riferimento al voto per le ragioni di riservatezza di seguito meglio esplicitate)**



## 2.1 COMPARAZIONE DELL'AVVISO DI PARTECIPAZIONE

21

**Normativa europea di cui alla Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo e del Consiglio, in data 17 maggio 2017 e al Regolamento di Esecuzione (UE 2018/1212) della Commissione, in data 3 settembre 2018**  
**- Tabella 5 – Allegato Regolamento di Esecuzione (UE) 2018/1212 della Commissione, in data 3 settembre 2018 -**

**Provvedimento Unico sul Post Trading, in data 13 agosto 2018**  
**- Art. 41 «Richiesta di comunicazione o di certificazione all'ultimo intermediario»;**  
**Art. 42 «Comunicazioni per il diritto di intervento in assemblea» - e relativa prassi applicativa -**

In aggiunta ai dati di cui sopra, l'Articolo 41 del Provvedimento Unico sul Post Trading prevede, altresì:

- I dati identificativi del richiedente;
- La data della richiesta;
- Il termine di efficacia della comunicazione o certificazione, o la clausola «fino a revoca»;
- La data alla quale la comunicazione o la certificazione si riferisce;
- La data di invio della comunicazione o di rilascio della certificazione

## 2.2 COMPARAZIONE DELLA CONFERMA DELLA LEGITTIMAZIONE

22

**Normativa europea di cui alla Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo e del Consiglio, in data 17 maggio 2017 e al Regolamento di Esecuzione (UE 2018/1212) della Commissione, in data 3 settembre 2018**  
**- Tabella 5 – Allegato Regolamento di Esecuzione (UE) 2018/1212 della Commissione, in data 3 settembre 2018 -**

**Provvedimento Unico sul Post Trading, in data 13 agosto 2018**

**- Art. 41 «Richiesta di comunicazione o di certificazione all'ultimo intermediario»;**  
**Art. 42 «Comunicazioni per il diritto di intervento in assemblea» - e relativa prassi applicativa -**

**A. Specifiche relative all'assemblea generale e al messaggio**

1. Identificatore unico della conferma
2. Nome dell'emittente
3. Identificatore unico dell'evento
4. Tipo di messaggio
5. ISIN

**B. Specifiche relative alla posizione di legittimazione in termini di azioni**

1. Data di registrazione
2. Posizione di legittimazione
3. Numero del conto titoli
4. Nome del titolare del conto

- E' previsto (numero di Comunicazione di Accredитamento)
- E' previsto
- E' previsto
- E' previsto
- E' previsto

- E' previsto
- E' previsto
- **Non è previsto**
- **Non è previsto**

## 2.2 COMPARAZIONE DELLA CONFERMA DELLA LEGITTIMAZIONE

23

Normativa europea di cui alla Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo e del Consiglio, in data 17 maggio 2017 e al Regolamento di Esecuzione (UE 2018/1212) della Commissione, in data 3 settembre 2018  
- Tabella 5 – Allegato Regolamento di Esecuzione (UE) 2018/1212 della Commissione, in data 3 settembre 2018 -

Provvedimento Unico sul Post Trading, in data 13 agosto 2018  
- Art. 41 «Richiesta di comunicazione o di certificazione all'ultimo intermediario»;  
Art. 42 «Comunicazioni per il diritto di intervento in assemblea» - e relativa prassi applicativa -

### C. Specifiche relative all'azionista (persona giuridica o fisica)

1. Nome dell'azionista
2. Identificatore unico dell'azionista
3. Nome del rappresentante o altro soggetto terzo nominato dall'azionista – Se applicabile
4. Identificatore unico del rappresentante o altro soggetto terzo nominato dall'azionista – Se applicabile

- E' previsto
- **Non è previsto** (salvo farlo coincidere con il numero di Comunicazione di Accreditamento)
- Facoltativo; in ogni caso non è previsto
  
- Facoltativo; in ogni caso non è previsto

## 2.2 COMPARAZIONE DELLA CONFERMA DELLA LEGITTIMAZIONE

24

Normativa europea di cui alla Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo e del Consiglio, in data 17 maggio 2017 e al Regolamento di Esecuzione (UE 2018/1212) della Commissione, in data 3 settembre 2018  
- Tabella 5 – Allegato Regolamento di Esecuzione (UE) 2018/1212 della Commissione, in data 3 settembre 2018 -

Provvedimento Unico sul Post Trading, in data 13 agosto 2018

- Art. 41 «Richiesta di comunicazione o di certificazione all'ultimo intermediario»;
- Art. 42 «Comunicazioni per il diritto di intervento in assemblea» - e relativa prassi applicativa -

In aggiunta ai dati di cui sopra, l'Articolo 41 del Provvedimento Unico sul Post Trading prevede, altresì:

- I dati identificativi del richiedente;
- La data della richiesta;
- Il termine di efficacia della comunicazione o certificazione, o la clausola «fino a revoca»;
- La data alla quale la comunicazione o la certificazione si riferisce;
- La data di invio della comunicazione o di rilascio della certificazione

### 3. LA CONFERMA DI RICEZIONE DEI VOTI E LA CONFERMA DI REGISTRAZIONE E DI CONTEGGIO DEI VOTI

25

Come sopra già riportato, la cd. Conferma di ricezione dei voti (di cui alla **Tabella 6** in Allegato) e la cd. Conferma di registrazione e di conteggio dei voti (di cui alla **Tabella 7** in Allegato) sono prescritte dall'Articolo 7 del Regolamento attuativo **esclusivamente nei casi di cui all'art. 3 quater, paragrafo 2, primo comma, della Direttiva SHRD II, ovvero soltanto in caso di voto esercitato tramite scheda di voto elettronica (il cd. «voto elettronico»).**

Mentre la Conferma di ricezione dei voti trova il proprio senso d'essere esclusivamente con riguardo al voto cd. elettronico, la **Conferma di Registrazione e di Conteggio dei Voti**, per quanto esclusivamente circoscritta al sistema di votazione cd. elettronico, **potrebbe essere richiesta** laddove non si ricada nella ipotesi di cui all'art. 3 quater Paragrafo 2 comma secondo il quale recita « *Gli stati membri assicurano che dopo l'assemblea generale l'azionista o il soggetto terzo nominato dall'azionista possano ricevere, almeno su richiesta una conferma del fatto che i **rispettivi voti sono stati validamente registrati e conteggiati dalla società, a meno che non siano già in possesso di tale informazione***». Tale disposizione non rappresenta, infatti, una ripetizione di quanto stabilito all'art. 3 quater Paragrafo 2 comma 1 che, per l'appunto, tratta della conferma del voto in caso di «voto elettronico», ma proprio dell'ipotesi di conferma nel caso di c.d «voto elettronicamente esercitato in assemblea».

### 3. LA CONFERMA DI RICEZIONE DEI VOTI E LA CONFERMA DI REGISTRAZIONE E DI CONTEGGIO DEI VOTI

26

In tal caso, **se la pubblicazione sul sito web dell'Emittente** dei risultati del voto per aggregato e per delibera, nei 5 giorni successivi all'assemblea, e quello analitico - sempre per delibera - con anche l'esplicitazione delle votazioni di ciascun *beneficial owners*, nel termine più ampio dei 30 giorni successivi all'assemblea, **fosse ritenuta idonea a integrare il requisito della conoscenza o conoscibilità** dell'ultima parte dell'art. 3 quater, paragrafo 2, allora non sarà necessaria nessuna **Conferma di Registrazione e di Conteggio dei Voti, e viceversa**. Ciò dipenderà dall'interpretazione che darà la nostra Authority a tale norma regolamentare.

Al fine di stabilire se, **tramite la pubblicazione sul sito web della conferma dei voti espressi in assemblea** in relazione alle relative delibere, si sia in grado di raggiungere il **livello minimo di informazioni** richiesto dalla disciplina europea, si è ritenuto opportuno effettuare una comparazione tra quanto quest'ultima prescriverebbe - in termini di contenuto - per la conferma del voto e le informazioni disponibili all'azionista o al suo rappresentate in esito alla pubblicazione, come di seguito meglio esplicitato.

Da tale comparazione emergerebbe una sostanziale rispondenza tra i due flussi informativi.

## 3.2 LA CONFERMA DI REGISTRAZIONE E DI CONTEGGIO DEI VOTI PREVISTA ED APPLICABILE SOLO ED ESCLUSIVAMENTE IN CASO DI VOTAZIONE CD. ELETTRONICA

27

Normativa europea di cui alla Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo e del Consiglio, in data 17 maggio 2017 e al Regolamento di Esecuzione (UE 2018/1212) della Commissione, in data 3 settembre 2018  
- Tabella 7 – Allegato Regolamento di Esecuzione (UE) 2018/1212 della Commissione, in data 3 settembre 2018 -

Informazioni diffuse con la pubblicazione sul sito web della conferma dei voti espressi in assemblea

1. Identificatore unico della conferma
2. Tipo di messaggio
3. Identificatore unico dell'evento
4. ISIN
5. Data dell'assemblea generale
6. Nome dell'emittente
7. Nome dell'azionista
8. Nome del soggetto terzo nominato dall'emittente
9. Modalità
10. Data e ora della ricezione
11. Identificatore unico del voto

- Non applicabile
- Non applicabile (salvo precisare «diffusione a mezzo web»)
- **Non è previsto** (salvo pubblicare Nos)
- E' previsto
- E' previsto
- E' previsto
- E' previsto
- E' previsto
- E' previsto
- E' previsto (data e ora di registrazione dei voti in assemblea)
- Facoltativo e non applicabile

## 4. ULTERIORI OSSERVAZIONI IN MATERIA DI RISERVATEZZA DELLE INFORMAZIONI: TESTO UNICO DELLA FINANZA

28

Ulteriori considerazioni meritano di essere svolte in materia di **riservatezza e segretezza delle istruzioni di voto da parte degli intermediari all'atto di trasmissione dell'Avviso di Partecipazione all'Emittente.**

**La trasmissione all'Emittente delle istruzioni di voto da parte dell'Intermediario deve e può avvenire solo ed esclusivamente in caso di voto elettronico - nei termini sopra descritti -** e allorché si applichi la sezione C della Tabella 5, ovvero che lo stesso sia esercitato tramite un Intermediario. Diversamente, l'Avviso di Partecipazione in caso di voto elettronicamente esercitato in assemblea o in altro modo non potrà né dovrà contenere alcuna indicazione sul voto.

**La trasmissione preventiva non avrebbe alcuna funzione di registrazione del voto,** in quanto questo sarebbe solo ed esclusivamente esercitato in proprio dall'azionista - ovvero da un suo rappresentante - in assemblea, e solo questo sarebbe validamente manifestato. Non solo, ma una anticipazione del voto integrerebbe una manifesta violazione dei fondamentali principi di riservatezza contenuti nella stessa disciplina vigente. Ad esempio, il **Testo Unico della Finanza** - aggiornato con le modifiche apportate dal D.lgs. n. 49 del 10 maggio 2019 - in tema di voto esercitato dal Rappresentante Designato, all'Articolo 135-undicies, comma 4, recita: *«Il soggetto designato come rappresentante .... Omissis ..... Mantiene altresì la riservatezza sul contenuto delle istruzioni di voto ricevute fino all'inizio dello scrutinio, salva la possibilità di comunicare tali informazioni ai propri dipendenti e ausiliari, i quali sono soggetti al medesimo dovere di riservatezza.(...)».*

Come potrebbe mantenere la riservatezza se i voti fossero stati preventivamente comunicati all'Emittente?



#### 4. ULTERIORI OSSERVAZIONI IN MATERIA DI RISERVATEZZA DELLE INFORMAZIONI: REGOLAMENTO EMITTENTI CONSOB

29

Peraltro, la dimostrazione è data proprio da fatto che, laddove il voto per scheda (elettronica) sia esercitato direttamente dall'azionista **(e non tramite l'Intermediario)**, - Il **Regolamento Emittenti Consob**, all'Articolo 140, comma 2, recita: *«Il voto per corrispondenza è esercitato, secondo le modalità indicate nell'avviso di convocazione dell'assemblea, mediante l'invio di una scheda di voto, predisposta **in modo da garantire la riservatezza del voto fino all'inizio dello scrutinio** e contenente l'indicazione della società emittente, degli estremi della riunione assembleare, delle generalità del titolare del diritto di voto con la specificazione del numero di azioni possedute e delle proposte di deliberazione, l'espressione del voto, la data e la sottoscrizione»* Inoltre, l'Art. 142, comma 2, prevede che *“Il presidente dell'organo di controllo nonché i dipendenti e ausiliari di quest'ultimo sono responsabili, sino all'inizio dello scrutinio in assemblea, **della custodia e della riservatezza delle schede di voto e delle dichiarazioni di revoca**”*. Anche in tal caso il voto deve essere mantenuto riservato dall'Intermediario che ne abbia avuto conoscenza in occasione dell'accreditamento dell'azionista all'assemblea tramite la trasmissione dell'Avviso di Partecipazione (senza voti).

In definitiva, la trasmissione del voto dall'Intermediario all'Emittente è possibile e dovuta solo nel caso in cui (i) la votazione avvenga **tramite «voto elettronico»** e (ii) **l'Intermediario sia stato abilitato dall'Emittente a ricevere e trasmettere il voto elettronico** dell'azionista tramite l'Avviso di Partecipazione e (iii) **l'azionista abbia inteso avvalersi di tale facoltà** e non di quella del voto in proprio o per delega o comunque a mezzo di un sistema di voto elettronicamente esercitato in assemblea.

## PRIME CONCLUSIONI

30

In tali premesse, ci pare di poter osservare quanto segue:

- a) in via generale, il sistema normativo e regolamentare vigente nel nostro Ordinamento Giuridico e relativa prassi applicativa in materia di partecipazione ed esercizio del diritto di voto da parte degli azionisti **appaiono *compliant* rispetto alla pressoché totalità delle disposizioni come introdotte dalla Direttiva SHRD II e dal Regolamento Attuativo;**
- b) il nostro sistema, infatti, **prevede meccanismi di accreditamento assembleari, voto, registrazione dello stesso e rendicontazione degli eventi assembleari improntati a principi di effettività e trasparenza,** con anche l'utilizzo di mezzi elettronici ed informatici, a differenza di alcuni Paesi europei ove, in taluni casi, non era possibile accreditarsi in proprio od ottenere rendicontazione sulla registrazione del voto;
- c) la disciplina europea identifica due macro **sistemi di voto** rispettivamente, **al Paragrafo 1 e al Paragrafo 2 dell'art. 3 quater della Direttiva SHRD II, considerati tra di loro equivalenti, per quanto l'adozione del primo, (tra le due ipotesi alternative ivi previste), rappresenta un passo necessario, mentre il secondo è soltanto eventuale;**

## PRIME CONCLUSIONI

d) più specificatamente:

il **Paragrafo 1** dell'art. 3 quater della Direttiva SHRD II prevede l'esercizio del voto in proprio o a distanza tramite *proxy voting agent* e/o **Intermediari** - anche a mezzo di flussi e supporti elettronici - **con registrazione del voto all'atto della delibera assembleare c.d. «voto elettronicamente esercitato in assemblea»;**

il **Paragrafo 2, comma 1**, dell'art. 3 quater della Direttiva SHRD II prevede l'esercizio del voto **tramite c.d. «voto elettronico»** che dovrebbe implicare **la trasmissione capillare di schede di voto elettroniche a cura e spese della Emittenti**, su una **piattaforma comune per tutti gli azionisti, Intermediari con la conclusione delle votazioni - già confermate e registrate prima** - all'assemblea, sul modello del c.d. proxy voting negli Stati Uniti;

e) l'**Avviso di Convocazione** preparato dall'Emittente e trasmesso dagli Intermediari **dovrà contenere solo le rubriche A, B e C, compreso l'hyperlink dell'URL che rinvia al sito Internet, i quali** ai sensi dell'art. 3 ter della Direttiva SHRD II dovranno trasmettere ai propri *account holders* o loro rappresentati **(i) la notizia dell'evento assembleare e (ii) la reperibilità delle informazioni sul sito internet dell'Emittente.** Tale adempimento potrebbe non essere dovuto laddove vi sia l'autorizzazione a ciò da parte degli *account holders* per non incorrere in ulteriori costi legati a tale trasmissione;

## PRIME CONCLUSIONI

32

- f) in tema di **Avviso di Convocazione** potrebbe essere opportuna **la specificazione, da parte dell'Emittente**, sul proprio sito web, **in occasione della pubblicazione dell'ordine del giorno, anche della sequenza delle delibere da sottoporre all'approvazione degli azionisti, con identificatore unico del relativo punto all'ordine del giorno;**
- g) l'**Avviso di Partecipazione** dovrà contenere un riferimento ai voti solo se sia esercitato il c.d. «voto elettronico», e non quello **elettronicamente esercitato in assemblea** (una trasmissione anticipata delle istruzioni di voto, si porrebbe in contrasto con gli obblighi di riservatezza). Al di là di modifiche formali, ed eventualmente del tipo di messaggio ISO 15022 vs ISO 20022, all'attuale Comunicazione di Accreditamento ai fini del voto esercitato elettronicamente in assemblea dovrà, in particolare, essere aggiunto il campo **dell'identificatore unico dell'azionista;**
- h) la **Conferma della Legittimazione** - che equivale alla **copia dell'Avviso di Partecipazione** - dovrà comunque includere **il numero del conto titoli e il nome del titolare del conto.** Tale inserimento potrebbe non essere possibile laddove si verifichi la **separazione tra il legal owner** - titolare del conto – (ad es. Intermediario estero) e il **beneficial owner** (ad es. *account holders* esteri di tale Intermediario) che non hanno una relazione diretta con l'ultimo Intermediario;

## PRIME CONCLUSIONI

- i) la cd. **Conferma di ricezione dei voti** (di cui alla Tabella 6 in Allegato) e la cd. **Conferma di registrazione e di conteggio dei voti** (di cui alla Tabella 7 in Allegato) **sono prescritte** dall'Articolo 7 del Regolamento attuativo esclusivamente nei casi di cui all'art. 3 quater, paragrafo 2, primo comma, della Direttiva SHRD II, ovvero **soltanto in caso di voto esercitato tramite scheda di voto elettronica (il cd. «voto elettronico»)** e non quello elettronicamente esercitato in assemblea;
  
- j) **se la pubblicazione sul sito web dell'Emittente** dei risultati del voto per aggregato e per delibera, nei 5 giorni successivi all'assemblea, e quello analitico - sempre per delibera - con anche l'esplicitazione delle votazioni di ciascun *beneficial owner*, nel termine più ampio dei 30 giorni successivi, non **fosse ritenuta idonea a integrare il requisito della conoscenza o conoscibilità** dell'ultima parte dell'art. 3 quater Paragrafo 2 comma secondo della Direttiva SHRD II allora dovrà essere assicurata dall'Emittente una **Conferma di Registrazione e di Conteggio dei Voti**.